

## Ekonomski bilten

številka 8 / 2019

# Vsebina

<b>Ekonomski in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	6
2 Finančna gibanja	14
3 Gospodarska aktivnost	20
4 Cene in stroški	24
5 Denar in krediti	29
6 Javnofinančna gibanja	35
<b>Okvirji</b>	<b>38</b>
1 Učinki zvišanj carin v svetu globalnih vrednostnih verig	38
2 Odziv trgov na dvostopenjski sistem obrestovanja	44
3 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. julija do 29. oktobra 2019	48
4 Kazalniki razmer na trgu dela v euroobmočju	55
5 Novejša gibanja prispevkov za socialno varnost in minimalnih plač v euroobmočju	59
6 Izvozna aktivnost MSP v euroobmočju: ugotovitve iz ankete o dostopu podjetij do financiranja	63
7 Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2020 in implikacije za reformo javnofinančnega upravljanja	67
<b>Članki</b>	<b>71</b>
1 What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?	71
2 The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth	87
3 The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis	109
<b>Statistični podatki</b>	<b>S1</b>

# Ekomska in denarna gibanja

## Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 12. decembra na podlagi ocene gospodarskih in inflacijskih obetov v euroobmočju ter ob upoštevanju najnovejših makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene in potrdi prihodnjo usmeritev glede ključnih obrestnih mer ECB, neto nakupov vrednostnih papirjev in ponovnega investiranja. Najnovejše informacije, ki so postale dostopne od zadnje seje Sveta ECB konec oktobra, kažejo na nadaljnje umirjene inflacijske pritiske in šibko dinamiko gospodarske rasti v euroobmočju, čeprav se kažejo prvi znaki stabilizacije upočasnjevanja rasti in rahlega zvišanja osnovne inflacije, kar je v skladu s prejšnjimi pričakovanji. K odpornosti gospodarstva v euroobmočju še naprej prispevata nadaljnja rast zaposlenosti in zviševanje plač. Svet ECB je v takšnih splošnih razmerah in ob umirjenih inflacijskih obetih ponovno potrdil, da bo treba še dalj časa ohranjati zelo spodbujevalno naravnano denarno politiko, ki bo v srednjeročnem obdobju podpirala osnovne inflacijske pritiske in gibanje skupne inflacije. Obenem Svet ECB s prihodnjo usmeritvijo denarne politike zagotavlja, da se pogoji financiranja gibajo v skladu s spremembami inflacijskih obetov. Svet ECB je vsekakor še naprej pripravljen, da ustrezeno prilagodi vse svoje instrumente in tako v skladu s svojo zavezanostjo simetriji zagotovi, da se inflacija vzdržno giblje proti ciljni ravni.

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

Realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) je v prvi polovici leta 2019 oslabela, vendar so se proti koncu leta začeli kazati znaki stabilizacije. K šibkemu zagonu rasti je prispevalo upočasnjevanje tako rasti v predelovalnih dejavnostih kot tudi rasti naložb, kar je še okreplila vse večja politična negotovost in negotovost glede ekonomskih politik, predvsem v okolju zaostrovanja trgovinskih napetosti in dogajanja v zvezi z brexitom. Vseeno pa novejše informacije nakazujejo stabilizacijo svetovne rasti, kar potrjujejo tudi anketni podatki. Tako indeksi vodij nabave (PMI) kažejo zmerno okrevanje rasti obsega proizvodnje v predelovalnih dejavnostih in določeno mero umirjanja rasti proizvodnje v storitvenih dejavnostih. V prihodnje bo okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti predvidoma plitvo, kar je odraz umirjanja rasti v razvitih gospodarstvih in počasnega okrevanja v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Svetovna trgovinska menjava je letos upadla, srednjeročno pa se bo predvidoma povečevala počasneje kot svetovna aktivnost. Svetovni inflacijski pritiski ostajajo omejeni, tveganja glede svetovne gospodarske aktivnosti pa so zbrana na strani upočasnjevanja, čeprav postajajo manj izrazita.

Od letošnje septembriske seje Svetega ECB so se dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju zvišale, krivulja terminskih obrestnih mer EONIA

(povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) pa se je premaknila rahlo navzgor, saj trgi trenutno ne pričakujejo nadaljnega zniževanja obrestne mre za odprto ponudbo mejnega depozita. V skladu z izboljšanjem svetovnega dojemanja tveganj so se tečaji delnic v euroobmočju zvišali, razmiki v donosnosti obveznic pa so se zmanjšali. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja v veliki meri odraža tudi zvišanje netveganih obrestnih mer. Na deviznih trgih je vrednost eura, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, ostala večinoma stabilna.

**BDP euroobmočja se je v tretjem četrletju 2019 po dokončnih podatkih realno povečal za 0,2% glede na četrletje prej, kar je enako kot v prejšnjem četrletju.** Nadaljna šibka mednarodna trgovinska menjava v okolju vztrajne negotovosti na svetovni ravni še naprej negativno vpliva na predelovalni sektor euroobmočja in zavira rast naložb. Obenem so najnovejši ekonomski podatki in anketne informacije na splošno sicer še naprej šibki, vendar kažejo na določeno stabilizacijo upočasnjevanja gospodarske rasti v euroobmočju. Storitveni in gradbeni sektor sta ostala vztrajna kljub določenemu umirjanju v drugi polovici leta 2019. V prihodnje bodo rast v euroobmočju še naprej podpirali ugodni pogoji financiranja, nadaljnje povečevanje zaposlenosti v povezavi z zviševanjem plač, blago ekspanzivne javnofinančne politike v euroobmočju ter nadaljnja, čeprav nekoliko počasnejša rast svetovne aktivnosti.

**Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih decembra 2019 pripravili strokovnjaki Eurosistema.** Po projekcijah naj bi se BDP v letu 2019 medletno realno povečal za 1,2%, v letu 2020 za 1,1%, v letih 2021 in 2022 pa za 1,4%. V primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so napovedi realne rasti BDP v letu 2020 popravljene rahlo navzdol. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju in so povezana z geopolitičnimi dejavniki, vse večjim protekcionizmom in ranljivostjo v nastajajočih tržnih gospodarstvih, so še naprej nagnjena navzdol, vendar so postala nekoliko manj izrazita.

**Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, zvišala z 0,7% v oktobru 2019 na 1,0% v novembru, kar odraža predvsem višje cene storitev in hrane.** Glede na sedanje termske cene nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno nekoliko zvišala. Kazalniki inflacijskih pričakovanj so na nizki ravni. Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena, čeprav so prisotni določeni znaki rahlega zvišanja, kar je v skladu s prejšnjimi pričakovanji. Pritiski, ki izhajajo iz stroškov dela, so se zaradi pomanjkanja ustrezne delovne sile sicer okreplili, vendar šibek zagon rasti zavira njihov prenos v inflacijo. Na srednji rok se bo inflacija predvidoma zvišala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike Sveta ECB, nadaljnja gospodarska rast in solidna rast plač.

**Takšno oceno v splošnem kažejo tudi letošnje decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,1%, v letu 2021 1,4%, v letu 2022 pa 1,6%.** V primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila napoved inflacije za leto 2020 popravljena rahlo navzgor, za leto 2021 pa nekoliko navzdol, kar je predvsem posledica pričakovanega prihodnjega gibanja cen energentov. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,0%, leta 2020 1,3%, leta 2021 1,4% in leta 2022 1,6%.

**Medletna rast širokega denarja je oktobra 2019 ostala močna, obseg posojil zasebnemu sektorju pa je še naprej postopno okreval.** Rast širokega denarja (M3) je oktobra 2019 znašala 5,6%, kar je enako kot prejšnji mesec. Vzdržna rast širokega denarja odraža nadaljnje ustvarjanje bančnih kreditov za zasebni sektor ter nizke oportunitetne stroške imetja instrumentov M3. Obenem so ugodni pogoji financiranja za banke ter bančni posojilni pogoji še naprej spodbujali tokove posojil ter s tem gospodarsko rast. Medletna rast posojil nefinančnim družbam se je oktobra zvišala na 3,8%, potem ko je septembra znašala 3,6%. Spodbujevalno naravnana denarna politika Sveta ECB bo prispevala k ohranjanju zelo ugodnih pogojev bančnega posojanja in tudi v prihodnje olajševala dostop do financiranja vsem gospodarskim sektorjem, še zlasti malim in srednje velikim podjetjem.

**Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo leta 2020 po pričakovanjih ostala rahlo ekspanzivna, s čimer bo spodbujala gospodarsko aktivnost.** Javnofinančna naravnost bo leta 2021 predvidoma ostala ekspanzivna, leta 2022 pa se bo stabilizirala, in sicer predvsem zaradi upadanja primarnega salda, ki pa bo vseeno ostal pozitiven. Ob slabšanju gospodarskih obetov bi morale biti države s fiskalnim manevrskim prostorom pripravljene učinkovito in pravočasno ukrepati. V državah, ki imajo visok javni dolg, pa morajo vlade izvajati preudarne ekonomske politike in dosegati svoje cilje glede strukturnega salda, s čimer bodo ustvarile pogoje za prosto delovanje samodejnih stabilizatorjev. Vse države bi si morale močneje prizadevati za takšno sestavo javnih finančnih, ki v večji meri spodbuja gospodarsko rast.

## Sklepi o denarni politiki

**Svet ECB je na seji o denarni politiki 12. decembra na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene in potrdi prihodnjo usmeritev glede ključnih obrestnih mer ECB, neto nakup vrednostnih papirjev in ponovnega investiranja.**

- Prvič, Svet ECB pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravnini, ki je dovolj blizu 2%, vendar pod to mejo, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibaju osnovne inflacije.
- Drugič, potem ko so se 1. novembra začeli ponovno izvajati neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev na mesečni ravni 20 milijard EUR, Svet ECB pričakuje, da se bo program izvajal tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer ECB, in se bo končal, tik preden začne te obrestne mere dvigovati.
- Tretjič, Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.

Celovit sveženj ukrepov, ki jih je Svet ECB sprejel septembra, daje precejšnjo spodbudo s strani denarne politike, kar vsem sektorjem gospodarstva zagotavlja ugodne pogoje financiranja. Ugodnejši pogoji kreditiranja za podjetja in gospodinjstva spodbujajo potrošnjo gospodinjstev in podjetniške investicije. To bo podpiralo gospodarsko rast v euroobmočju in nadaljnjo krepitev domačih cenovnih pritiskov ter s tem zanesljivo približevanje inflacije srednjeročnemu cilju Sveta ECB. V prihodnje bo Svet ECB natančno spremjal gibanje inflacije in vpliv izvajanja ukrepov denarne politike na gospodarstvo. Svet ECB je še naprej pripravljen, da ustrezno prilagodi vse svoje instrumente in tako v skladu s svojo zavezanostjo simetriji zagotovi, da se inflacija vzdržno giblje proti ciljni ravni.

# 1

## Zunanje okolje

*Medtem ko je realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) v prvi polovici 2019 oslabela, zadnji razpoložljivi podatki kažejo, da se je v drugi polovici umirila. Šibko dinamiko rasti je zaznamovala šibkejša rast proizvodnje in naložb zaradi naraščajoče politične negotovosti in negotovost glede politike, zlasti v okolju naraščajočih trgovinskih napetosti in vprašanj okoli brexita. Novejši podatki pa kažejo, da se je svetovna rast umirila v tretjem četrletju, kar potrjujejo tudi zadnji anketni podatki. Zlasti indeks vodij nabave (PMI) kaže na zmerno okrevanje rasti proizvodnje in določenega umirjanja rasti storitev. Če pogledamo naprej, naj bi bilo okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti plitko, kar je posledica upočasnitve rasti v razvitih gospodarstvih in počasnega okrevanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Svetovna trgovina je letos oslabela in bo po pričakovanjih srednjeročno rasla počasneje od svetovne aktivnosti. Svetovni inflacijski pritiski ostajajo omejeni, tveganja za svetovno gospodarsko aktivnost, ki so sicer manj izrazita, pa ostajajo usmerjena navzdol.*

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

**Medtem ko je svetovna rast (brez euroobmočja) v prvi polovici leta oslabela, so se proti koncu leta začeli kazati znaki stabilizacije.** Po vrhuncu sredi leta 2018 je svetovna rast vstopila v šibko obdobje, ki je trajalo do prve polovice leta 2019. V tem obdobju je bila rast najšibkejša od globalne finančne krize. Upočasnitev je zaznamovala šibkost svetovne proizvodnje in naložb, spodbujala pa jo je naraščajoča politična negotovost zaradi ponavljajočih se trgovinskih napetostih<sup>1</sup> in dogajanja okoli brexita.

**Zadnji podatki pa kažejo, da se globalna aktivnost umirja, čeprav na nizkih ravneh.** Realni BDP je v ZDA in na Japonskem še naprej vztrajno rasel, v Združenem kraljestvu pa si je opomogla rast realne aktivnosti. V ZDA so v tretjem četrletju močan trg dela in zasebna potročja ter ugodni pogoji financiranja še naprej podpirali rast, medtem ko je bilo na Japonskem glavna gonilna sila rasti močno domače povpraševanje. V Združenem kraljestvu sta rast spodbudila nepričakovano visoka rast neto izvoza in močna rast zasebne potrošnje. Na Kitajskem podatki za tretje četrletje potrjujejo postopno upočasnjevanje aktivnosti zaradi upočasnjevanja investicij, medtem ko se je rast umirila po drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

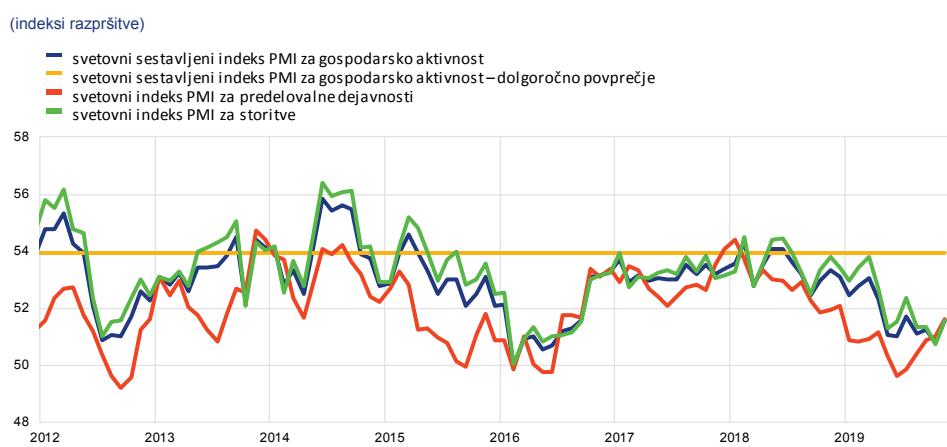
Anketni kazalniki kažejo, da se je globalna aktivnost umirjala tudi v četrtem četrletju. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost, ki ne vključuje euroobmočja, je bil v tretjem četrletju nespremenjen v primerjavi s prejšnjim četrletjem, kar kaže, da se je svetovna aktivnost stabilizirala. Razpoložljivi podatki za oktober in november potrjujejo tudi stabilno, vendar umirjeno svetovno rast BDP (razen euroobmočja) v četrtem četrletju. Na sektorski ravni se je od julija/avgusta vrzel med PMI za proizvodnjo in storitve na svetovni ravni postopoma zožila, kar kaže postopno okrevanje rasti proizvodnje in rahlo umirjanje rasti storitev.

---

<sup>1</sup>. V okvirju 1 je analiza učinka carin na gospodarsko aktivnost v okviru svetovnih vrednostnih verig.

## Graf 1

### Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja)



Vira: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za november 2019. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do novembra 2019. Indeksi v grafu se nanašajo na svetovni agregat brez euroobmočja.

**Svetovni pogoji financiranja so ostali ugodni.** Odkar so bile septembra 2019 pripravljene makroekonomske napovedi strokovnjakov ECB, so ostali pogoji financiranja na splošno stabilni in ugodni v razvitih gospodarstvih in tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih zlasti zaradi zmanjševanja dolgoročne donosnosti na vseh področjih. V zadnjih tednih so se pogoji financiranja v razvitih gospodarstvih nadalje izboljšali zaradi višjih vrednosti delnic (zlasti v ZDA) in zmanjšanja nestanovitnosti njihovih tečajev. Pri tem so pomagali zmanjšanje trgovinskih napetosti, manjša negotovost glede brexita in nadaljnja spodbujevalno naravnana denarna politika.

**V prihodnje se pričakuje samo rahel dvig svetovne rasti, ki bo posledica upočasnitve rasti v razvitih gospodarstvih in na Kitajskem, odtehtane z zmernim okrevanjem nastajajočih tržnih gospodarstev.** Na dinamiko svetovne gospodarske rasti vplivajo trije glavni dejavniki. Na svetovno rast bosta vplivala upočasnjevanje cikličnega zagona v najrazvitejših gospodarstvih in postopen prehod Kitajske k nižji rasti. Nasprotno bo k okrevanju prispeval ugoden učinek osnove zaradi ustalitve aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki so utrpela (hudo) recesijo. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami septembra 2019 so bili obeti glede svetovne gospodarske rasti v obdobju projekcije popravljeni navzdol zaradi manj dinamičnega okrevanja v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, kot je bilo pričakovano pred tem, in tudi zaradi domače nestabilnosti nekaterih od teh gospodarstev (npr. Hongkong in Čile).

**Gospodarska aktivnost bo v ZDA v bližnji prihodnosti predvidoma ostala odporna, srednjeročno pa se bo upočasnila.** Aktivnost je v tretjem četrletju 2019 medletno rasla za 2,1%, kar je na splošno nespremenjeno v primerjavi z drugim četrletjem. Močan trg dela, odporna potrošnja gospodinjstev in ugodni pogoji financiranja so ostali glavne gonilne sile rasti, medtem ko so se nestanovanjske naložbe še naprej zmanjševale. Prispevek neto trgovinske menjave je bil nevtralen, pri čemer sta uvoz in izvoz rahlo rasla. Skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je s septembrskih 1,7% v oktobru malenkostno zvišala na 1,8%, kočemur so največ prispevale cene hrane in energije. Rast cen življenjskih

potrebščin brez hrane in energije se je oktobra rahlo zmanjšala na 2,3%. Po projekcijah se bo rast srednjeročno postopno vrnila k potencialni stopnji rasti tuk pod 2% zaradi zrelega ekonomskega cikla in vedno bolj zavezujočih omejitve zmogljivosti, inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, pa naj bi ostala nad 2%.

### **Gospodarska aktivnost na Kitajskem ostaja na poti postopnega**

**upočasnjevanja.** Medletna rast BDP se je v tretjem četrtletju 2019 zaradi manj ugodne neto trgovinske menjave zmanjšala na 6,0%, potem ko je v drugem četrtletju znašala 6,2%. Presenetljivo je bilo zmanjševanje naložb, ki bodo po pričakovanjih ostale šibke, na trgovinsko menjavo pa še naprej negativno vpliva trgovinski spor z ZDA. V prihodnje se bo rast leta 2020 po pričakovanjih še zmanjšala zaradi počasnejše rasti izvoza in šibkih naložb ter se malenkostno okreplila v letih 2021 in 2022 zaradi političnih ukrepov. Gledano v celoti upočasnitev gospodarske aktivnosti odraža pretekle učinke ukrepov razdolževanja za zmanjšanje finančnih tveganj, prizadevanja vlade za novo uravnovešenje gospodarstva neodvisno od naložb in vpliv nadaljnjih trgovinskih napetosti z ZDA. Z izvajanjem strukturnih reform naj bi rast urejeno postala zmernejša ter je manj odvisna od naložb in izvoza.

### **Gospodarska aktivnost na Japonskem ostaja umirjena in naj bi po projekcijah srednjeročno zmerno rasla.**

V tretjem četrtletju 2019 se je realni BDP (medčetrtletno) povečal za 0,4% v primerjavi z 0,5% v četrtletju prej. Močno domače povpraševanje, podprto z zasebnimi nestanovanjskimi naložbami podjetij in povečanim trošenjem pred zvišanjem davka na dodano vrednost 1. oktobra, sta deloma odtehtala šibek izvoz in prilagajanje zalog ter vračanje zaradi sorazmerno močnega rezultata v drugem četrtletju (deloma zaradi podaljšanih počitnic ob praznovanju menjave cesarja). Medtem ko bo rast po projekcijah začasno oslabela po zvišanju davka na dodano vrednost in po oktobrskih naravnih nesrečah, se pričakuje, da bo aktivnost postopoma ponovno doseglia zmerno rast zaradi zelo spodbujevalno naravnane denarne politike na Japonskem, ugodnih razmer na trgu dela in priprav na olimpijske igre v Tokiu leta 2020. Japonska vlada je pred kratkim objavila pomemben sveženj javnofinančnih spodbud (ki jih mora parlament še odobriti), kar bo verjetno v prihodnje še spodbujalo rast. Hkrati se pričakuje, da bo dozoreli poslovni cikel omejil hitrost rasti ob vedno bolj zavezujočih omejitvah dela in zmogljivosti.

### **Realna rast BDP je v Združenem kraljestvu v tretjem četrtletju nekoliko okrevala, vendar pa ostajajo obeti šibki kljub manjšemu tveganju neurejenega brexita.**

Realni BDP, ki se je v drugem četrtletju zmanjšal (medčetrtletno -0,2%), se je v tretjem četrtletju povečal za 0,3% zaradi nepričakovano močne rasti neto izvoza. Rast zasebne potrošnje je ostala močna (medčetrtletno 0,4%), kar je bilo posledica močnejše rasti realnih plač leta 2019 in dodatne pomoči državne potrošnje (medčetrtletno 0,3%), medtem ko so naložbe in zaloge rast še naprej zavirale. Negotovost glede brexita ostaja velika, kar je kratkoročno zaviralo rast. Dolgoročnejši obeti glede rasti so še naprej zelo odvisni od trgovinskih ureditev po brexitu, o katerih se mora Združeno kraljestvo še dogovoriti z EU. Inflacija se je v začetku četrtega četrtletja močno zmanjšala. Medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je oktobra zmanjšala na 1,5% z 1,8% v tretjem četrtletju. Zmanjšanje je posledica učinka nižjih cen nafte, denominiranih v britanskem funtu, v primerjavi s preteklim letom, nižjih uvoznih cen zaradi apreciacije britanskega funta od septembra in močnega

zaviralnega učinka na domače cene energije zaradi zmanjšanja reguliranih zgornjih cen energije, kar se bo spomladi 2020 verjetno obrnilo.

**Realna rast BDP v državah srednje in vzhodne Evrope bo po pričakovanjih ostala močna v obdobju projekcij.** Gospodarsko aktivnost še naprej podpira močna potrošnja gospodinjstev, podprtja s pomanjkanjem ustrezne delovne sile na trgu dela, medtem ko bodo naložbe po napovedih oslabele v okviru naprednejše faze cikla črpanja evropskih sredstev. V obdobju projekcij se pričakuje, da se bo rast umirila s stopenj, ki presegajo potencialne, vendar bo ostala močna.

**Gospodarska aktivnost v velikih izvoznicah surovin se bo po projekcijah zmerno krepila, potem ko je bila leta 2019 šibka.** V Rusiji je izliv kontaminirane nafte v enega ključnih naftovodov povzročil ogromne motnje, vendar so bili zaradi hitrejše sanacije od predvidene BDP in izvozni rezultati v tretjem četrletju 2019 boljši od pričakovanih. V prihodnosti bodo na srednjeročne obete vplivali predvsem izvajanje javnofinančne in strukturne politike, gibanja na svetovnem naftnem trgu, in sicer zavezanost skupine OPEC+, da zmanjša proizvodnjo nafte, in obseg mednarodnih sankcij za Rusijo. Rast v Braziliji kljub nekaterih izboljšanjem od začetka leta 2019 ostaja šibka zaradi zaostrenih javnofinančnih razmer (vključno z zamrznitvami proračuna), negotovega zunanjega okolja (npr. trgovinske napetosti in kriza v Argentini in drugih južnoameriških državah) ter idiosinkratičnih šokov (npr. zrušenje jezu v državi). Medtem ko je bila pred kratkim potrjena pokojninska reforma bistvenega pomena za spodbujanje zaupanja, bo izvajanje dodatnih potrebnih javnofinančnih reform bistveno vplivalo na rast v srednje- do dolgoročnem obdobju.

**V Turčiji bo leta 2019 rast po napovedih ostala rahlo pozitivna, nato pa si bo srednjeročno postopoma opomogla.** Po strmem zmanjšanju BDP v drugi polovici leta 2018, si je gospodarstvo opomoglo v prvi polovici leta 2019 zaradi javnofinančnih spodbud pred marčnimi lokalnimi volitvami, močnejše potrošnje gospodinjstev in neto izvoza, naložbe pa so se že naprej zmanjševale. Po pričakovanjih bo ostala rast leta 2019 rahlo pozitivna, ob predpostavki, da bo ostala potrošnja gospodinjstev odporna, medtem ko bi lahko bilo zunanje okolje nekoliko manj ugodno. Pričakuje se, da se bo gospodarska aktivnost proti koncu obdobja projekcij postopno krepila.

**Svetovna trgovinska menjava se je leta 2019 močno zmanjšala ob ponavljanju se trgovinskih napetosti in upočasnjevanju industrijske aktivnosti.** Po zmanjšanju v prvi polovici leta 2019 zadnji razpoložljivi podatki kažejo, da se je svetovna trgovinska menjava do konca leta umirila, čeprav na zelo nizkih ravneh. V razvitih gospodarstvih je po začasni upočasnitvi v drugem četrletju začela ponovno zmerno rasti v tretjem in četrtem četrletju 2019, ob podpori normalizacije uvoza v Združenem kraljestvu (po pričakovanem kopiranju zaloga v začetku leta 2019)<sup>2</sup> in povečanju uvoza v državah srednje in vzhodne Evrope. V nastajajočih tržnih gospodarstvih se je trgovinska menjava tudi v tretjem četrletju še naprej zmanjševala zaradi trgovinskih ovir na Kitajskem, upočasnitve gospodarstva v Indiji in političnih nemirov v Južni Ameriki, vendar pa so se v četrtem četrletju že pokazali znaki

<sup>2</sup> V prvem četrletju 2019 se je uvoz v Združenem kraljestvu medčetrletno povečal za okoli 10% zaradi kopiranja zaloga pred prvim rokom za brexit, ki je bil 29. marca 2019. Poznejša sprostitev teh zalog v drugem četrletju 2019 je povzročila 13-odstotno zmanjšanje uvoza.

stabilizacije. Po podatkih CPB se je obseg svetovnega uvoza blaga (brez euroobmočja) v tretjem četrletju 2019 povečal za 0,8% glede na drugo četrletje, in sicer po treh zaporednih mesecih zmanjševanja in kljub strmemu mesečnemu zmanjšanju v septembru (glej graf 2). Ker anketni kazalniki o novih izvoznih naročilih kljub rahlemu izboljšanju ostajajo v mejah krčenja, se bo sedanja šibka dinamika svetovne trgovinske menjave v bližnji prihodnosti verjetno nadaljevala.

**Zadnja gibanja na področju trgovinske politike ZDA podajajo mešane signale glede morebitnega prenehanja trgovinskih napetosti.** Ponovna vzpostavitev dvostranskih trgovinskih pogajanj med ZDA in Kitajsko v začetku oktobra je utrla pot »1. fazi« trgovinskega dogovora, ki je sprožil upanje, da se bodo trgovinske napetosti nekoliko sprostile. Ob nadaljevanju trgovinskih pogovorov v okolju političnega spora med državama pa je ostalo negotovo, kdaj bo mogoče trgovinski dogovor podpisati.<sup>3</sup> Glede na ta napredek so ZDA za nedoločen čas odložile svoje povečanje carin 15. oktobra.<sup>4</sup> Odloženo je bilo tudi odločanje ZDA, ali naj uvede carine na uvoz avtomobilov (in avtomobilskih delov) iz EU (ki naj bi prvotno začele veljati sredi novembra). Vendar pa so se v zadnjem času stopnjevale trgovinske napetosti do drugih držav. V začetku decembra je ameriška vlada grozila, da bo ponovno uvedla carine na uvoz jekla in aluminija iz Argentine in Brazilije v odgovor na njihove valutne politike. Hkrati so ZDA potem, ko je trgovinski predstavnik ZDA sprejel sklepe preiskave davka na digitalne storitve, ki ga je leta 2019 uvedla Francija, zagrozile z uvedbo carin na uvoz izbranih francoskih izdelkov, ker je bilo ugotovljeno, da davek diskriminira ameriška podjetja. Skupni obseg trgovinske menjave, na katerega bi lahko vplivale carine, sicer ni velik, vendar pa ta zaostrovanja ne pomagajo k umiritvi trgovinskih napetosti.

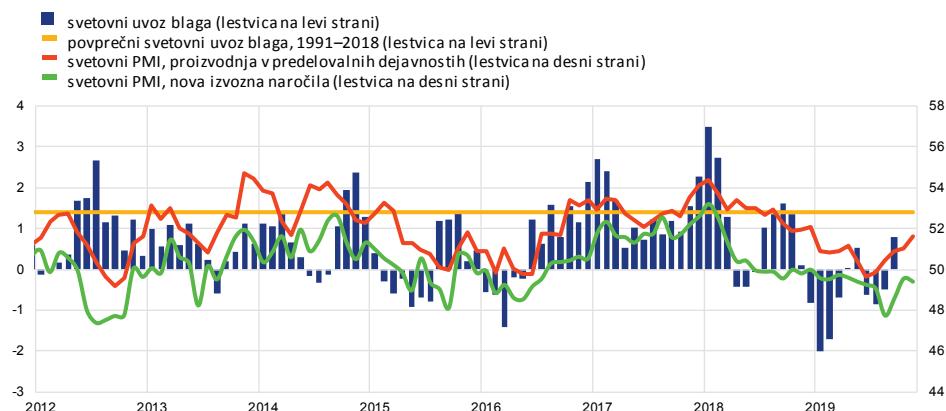
<sup>3</sup> Dogovor, ki je predmet pogajanj, naj bi zadeval različne vidike odnosov med državama, vendar podrobnosti še niso znane. Po razpoložljivih informacijah se bo v 1. fazi dogovora Kitajska zavezala med drugim k povečanju uvoza kmetijskih izdelkov iz ZDA (in se na splošno vrnila na uvozne količine, ki so prevladovale, preden je Kitajska uvedla carine na kmetijske izdelke, tj. okoli 20 milijard USD na leto), k povečanju preglednosti na deviznem trgu in h krepitvi določb o varstvu intelektualne lastnine.

<sup>4</sup> Povečanje carin z dne 15. oktobra obsega povečanje za 5 odstotnih točk (s 25% na 30%) za carine na 250 milijard USD uvoza s Kitajske.

## Graf 2

### Ankete in svetovna blagovna menjava (brez euroobmočja)

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



Viri: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (nizozemski urad za analizo gospodarske politike) in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2019 za indeksa PMI in na september 2019 za svetovni uvoz blaga. Indeksi v grafu se nanašajo na svetovni agregat brez euroobmočja.

**Svetovni uvoz naj bi se v srednjeročnem obdobju postopno povečeval in se večal počasneje od svetovne aktivnosti.** Zaradi nadaljnega stopnjevanja trgovinskih napetosti, katerih učinke bo čutiti še leta 2020, povezanih s postopejšim okrejanjem v nastajajočih tržnih gospodarstvih od prej napovedanega in s strukturnim uravnovešenjem kitajskega gospodarstva, bo trgovina okrevala pozneje. Zato bo v obdobju projekcij odzivnost trgovine na gospodarsko aktivnost po pričakovanjih ostala pod vrednostjo po enoti. Po makroekonomskih projekcijah, ki so jih strokovnjaki Eurosistema pripravili decembra 2019, se bo rast svetovnega uvoza (brez euroobmočja) po pričakovanjih izrazito upočasnila s 4,6% leta 2018 na nično rast leta 2019, nato pa bo leta 2020 okrevala na 0,8%, leta 2021 na 2,4% in leta 2022 na 2,7%. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja, ki se je lani povečala za 3,7%, se bo leta 2019 po projekcijah upočasnila na 0,7%, potem pa se bo leta 2020 postopoma povečala na 1,0%, leta 2021 na 2,3% in leta 2022 na 2,6%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB septembra 2019 je bila rast zunanjega povpraševanja euroobmočja za leto 2019 popravljena navzdol za 0,3 odstotne točke, za leto 2020 za 0,9 odstotne točke in za leto 2021 za 0,4 odstotne točke. Poleg učinka carin, objavljenih konec avgusta, in šibkejših dejanskih podatkov, so te spremembe tudi posledica na splošno šibkejšega uvoza v razvitih gospodarstvih in v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki je posledica šibkejših obetov glede rasti.

**Tveganja za svetovno aktivnost ostajajo zbrana na strani počasnejše rasti, vendar so postala nekoliko manj izrazita.** Nadaljnje stopnjevanje trgovinskih sporov bi ogrožalo svetovno trgovino in rast ter povzročilo motnje svetovnih oskrbovalnih verig. Poleg tega bi brexit brez dogovora lahko povzročil močnejše negativne prevlivne učinke, še zlasti v Evropi. Hitrejše upočasnjevanje kitajskega gospodarstva bi bilo morda težje uravnotežiti z učinkovitim spodbudami državnih politik in bi lahko ustvarilo težave v tekočem procesu iskanja novega ravnotežja na Kitajskem. Preoblikovanje cen na finančnih trgih bi lahko močno vplivalo na nagnjenost k prevzemanju tveganj po vsem svetu, nadaljnje stopnjevanje geopolitičnih napetosti pa bi lahko tudi negativno vplivalo na svetovno aktivnost in

trgovino. Navzgor usmerjena tveganja vplivajo na hitrejše okrevanje svetovne trgovine in ugodnejše reševanje obstoječih političnih negotovosti.

## Svetovna cenovna gibanja

**Cene nafte so se povečale ob vse boljšem tržnem razpoloženju.** Zaskrbljeno zaradi šibkega svetovnega povpraševanja po nafti je ostala glavna tržna sila do sredine oktobra, ko sta ZDA in Kitajska obnovili trgovinske pogovore. Od tedaj so cene nafte okrevale zaradi boljše klime na trgu, spodbudil pa jih je tudi dogovor držav OPEC+ 6. decembra o večjem zmanjšanju proizvodnje.

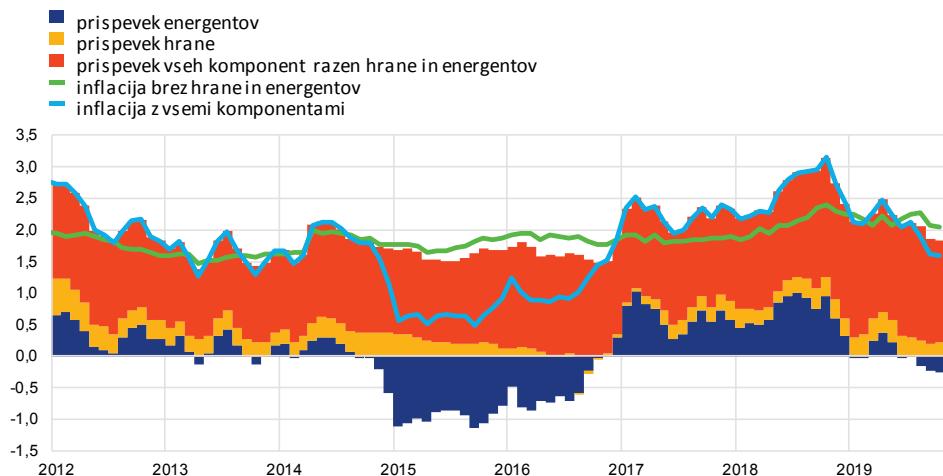
**V decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema je predpostavljeni, da se bodo cene nafte do konca obdobja projekcij zniževale.** Ob kratkoročni volatilnosti so strahovi glede povpraševanja po nafti zavirali rast cen nafte. Pozneje so se terminske cene nafte rahlo povečale od tistih iz septembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB, krivulja pa ostaja na splošno nespremenjena. Posledično so bile predpostavke glede cene nafte, na katerih temeljijo decembridske projekcije strokovnjakov Eurosistema, za leto 2019 za približno 2,1% (in za 4,6% oz. 2,1% za leti 2020 in 2021) višje od predpostavk v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB septembra 2019. Vseeno se je po presečnem datumu za decembridske projekcije cena nafte rahlo zvišala in 4. decembra znašala 62,9 USD za sod surove nafte Brent.

**Svetovni inflacijski pritiski ostajajo umirjeni.** V državah OECD je skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, oktobra 2019 znašala 1,6%, kar je enako kot mesec prej. Cene energije so še naprej zavirale skupno inflacijo (ki se je še bolj znižala na -3,0% s septembrskih -2,7%), rast cen hrane pa se je rahlo povečala, s čimer je odtehtala padanje cene energije. Medletna inflacija, merjena z indeksom CPI brez hrane in energije, se je rahlo znižala s septembrskih 2,1% na 2,0% (glej graf 3). Inflacijski pritiski ostajajo v večjih razvitih gospodarstvih umirjeni kljub popuščanju denarne politike in omejenim prostim zmogljivostim na trgu dela, ki se ne prenesejo v celoti na povečanje plače. Na splošno to kaže, da bodo ostali v bližnji prihodnosti osnovni inflacijski pritiski verjetno umirjeni.

### Graf 3

#### Rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vira: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2019.

**V prihodnjem obdobju bodo svetovni inflacijski pritiski predvidoma ostali omejeni.** Rast izvoznih cen konkurenčnih euroobmočja (v nacionalni valuti) se bo srednjeročno po pričakovanjih na splošno umirila, ker bo prispevek navzdol usmerjene krivulje terminskih cen nafte po pričakovanjih na splošno odtehtala depreciacija eura v obdobju projekcij.

## 2

## Finančna gibanja

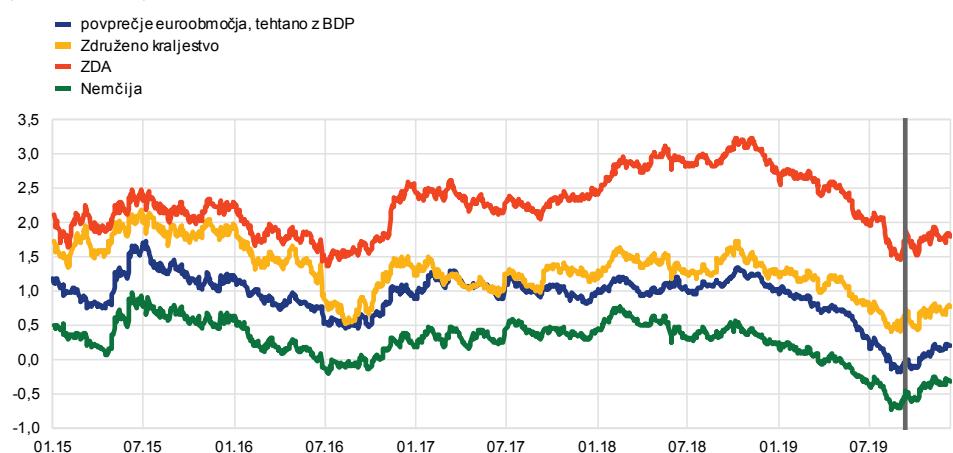
*Od letošnje septembske seje Sveta ECB so se dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju zvišale, krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) pa se je premaknila navzgor, pri čemer trgi trenutno ne pričakujejo nadaljnega znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. S tem ko se je svetovno dojemanje tveganj nekoliko izboljšalo, so se tečaji delnic v euroobmočju zvišali, razmiki v donosnosti podjetniških obveznic pa zmanjšali. Medtem ko je bila donosnost državnih obveznic euroobmočja večinoma odraz zvišanja netveganih obrestnih mer, se razmiki v donosnosti državnih obveznic niso veliko spremenili, pri čemer so se predvsem zaradi domačih političnih napetosti precej povečali le v Italiji. Na deviznih trgih se vrednost eura, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, večinoma ni spremenila.*

**Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je v euroobmočju povečala, kar pomeni, da se je trend zmanjševanja, ki je trajal od konca leta 2018 do avgusta 2019, preobrnil (glej graf 4).** V obravnavanem obdobju (tj. od 12. septembra do 11. decembra 2019) se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, povečala za 25 bazičnih točk na 0,20%, saj so se netvegane obrestne mere zvišale ob tem, ko se dojemanje tveganj izboljšuje in se kažejo določeni znaki stabilizacije makroekonomskega obetova. V obravnavanem obdobju se je povečala tudi donosnost 10-letnih državnih obveznic v Združenem kraljestvu (na okrog 0,78%), medtem ko je donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA ostala približno nespremenjena (1,79%).

### Graf 4

#### Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

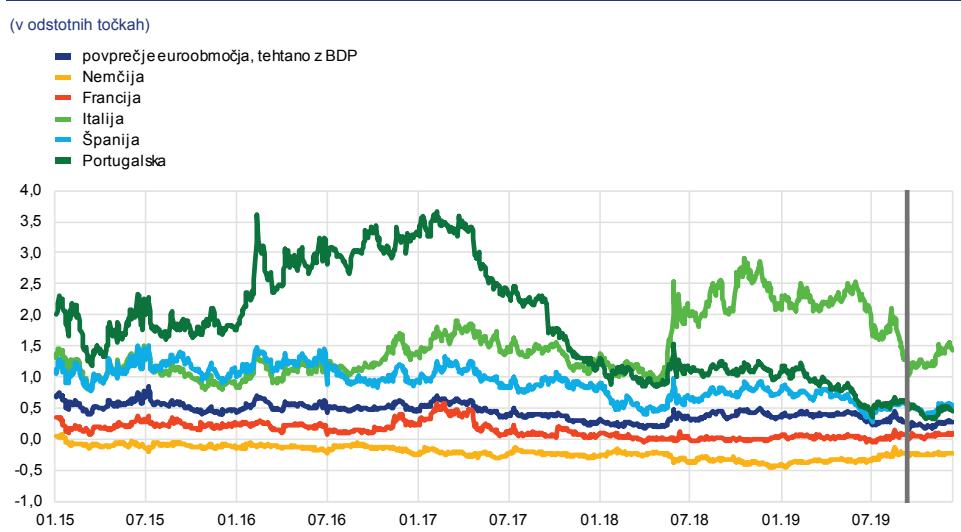
Opombe: Dnevni podatki. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2019.

**Donosnost državnih obveznic euroobmočja je bila večinoma odraz zvišanja netvegane obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč v obravnavanem obdobju, tako da so razmiki v donosnosti glede na to obrestno mero v večini držav euroobmočja, razen v Italiji, ostali približno nespremenjeni (glej graf 5).** Precej, in sicer za 27 bazičnih točk na 1,43 odstotne točke, so se

povečali razmiki v donosnosti italijanskih 10-letnih državnih obveznic, kar je bilo predvsem posledica povečanih domačih političnih napetosti, zato to ni imelo prelivnih učinkov na druge države euroobmočja. Razmiki v donosnosti 10-letnih državnih obveznic so se v Nemčiji zmanjšali za 3 bazične točke na -0,23 odstotne točke in na Portugalskem za 4 bazične točke na 0,46 odstotne točke, medtem ko so se v Španiji povečali za 7 bazičnih točk na 0,53 odstotne točke, v Franciji pa za 1 bazično točko na 0,09 odstotne točke. Na splošno se je razmak v donosnosti državnih obveznic euroobmočja, tehtani z BDP, povečal za 6 bazičnih točk na 0,27 odstotne točke.

### Graf 5

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



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Razmak je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva crta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. decembra 2019.

**EONIA in nova referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali -45 oziroma -54 bazičnih točk.** Obe sta bili za okrog 10 bazičnih točk nižji od povprečnih vrednosti, doseženih v avgustu, k čemur je prispevalo znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki je začelo veljati 18. septembra 2019. Metodologija za izračun obrestne mere EONIA se je 2. oktobra 2019 spremenila, tako da se ta zdaj izračuna kot obrestna mera €STR, ki se ji doda fiksni pribitek 8,5 bazične točke.<sup>5</sup> Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju povečala za približno 41 milijard EUR na približno 1.800 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti in ponovnega začetka izvajanja Eurosistemovih neto nakupov vrednostnih papirjev 1. novembra 2019.

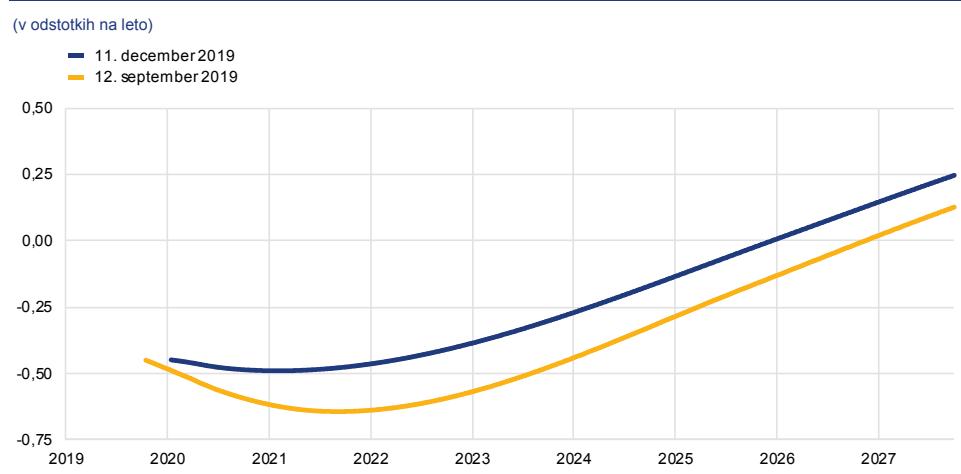
**Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se je premaknila močno navzgor, kar pomeni, da trgi ne pričakujejo več nadaljnega znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita (glej graf 6).** Krivulja, ki je v obravnavanem obdobju skoraj popolnoma izgubila vbočeno obliko, najnižjo vrednost – okrog -0,49%, tj. le

<sup>5</sup> Glej okvir z naslovom »Goodbye EONIA, welcome €STR!«, Economic Bulletin, številka 7, ECB, 2019.

nekaj bazičnih točk manj od trenutne ravni obrestne mere EONIA – dosega na prehodu iz leta 2020 v leto 2021. To, da je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA vse manj vbočena, pomeni, da trgi ne pričakujejo več nadaljnega znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Na splošno ostaja krivulja pri ročnostih do leta 2025 negativna, kar je mogoče pripisati temu, da trgi še naprej pričakujejo, da bodo obrestne mere daljše obdobje negativne.

### Graf 6

#### Terminske obrestne mere EONIA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Širši indeksi tečajev delnic v euroobmočju so se zaradi izboljšanja svetovnega dojemanja tveganj zvišali (glej graf 7).** V obravnavanem obdobju so se tečaji delnic finančnih družb v euroobmočju zvišali za 6,6%, tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju pa za 3,0%. Zaviranje rasti tečajev delnic zaradi višjih netveganih obrestnih mer in nekoliko slabših dolgoročnejših pričakovanj o dobičku je več kot odtehtal upad premij za tveganje lastniškega kapitala, k čemur sta verjetno delno prispevala določena ublažitev svetovnih trgovinskih napetosti in določena stabilizacija makroekonomskih obetov.

## Graf 7

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2019.

**Razmiki v donosnosti obveznic finančnih in nefinančnih družb v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zmanjšali (glej graf 8).** Ker se je izkazalo, da je izboljšanje svetovnega dojemanja tveganj spodbudno vplivalo na tvegano finančno premoženje na splošno, se je zvišanje tečajev delnic odrazilo v zmanjšanju razmikov v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju. Razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja glede na netvegano obrestno mero sta se v obravnavanem obdobju zmanjšala za 11 bazičnih točk na 61 bazičnih točk oziroma za 13 bazičnih točk na 73 bazičnih točk. Zmanjšanje razmikov ni bilo posledica sprememb temeljnih vidikov kreditne sposobnosti, merjenih z bonitetnimi ocenami in pričakovano pogostostjo neplačila, ki so ostali večinoma nespremenjeni. Čeprav so razmiki v donosnosti podjetniških obveznic trenutno večji od najnižjih vrednosti, doseženih na začetku leta 2018, so še vedno na splošno precej manjši kot marca 2016, tj. pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in nato pred začetkom njegovega izvajanja.

### Graf 8

#### Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

- razmiki v donosnosti obveznic finančnih družb
- razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2019.

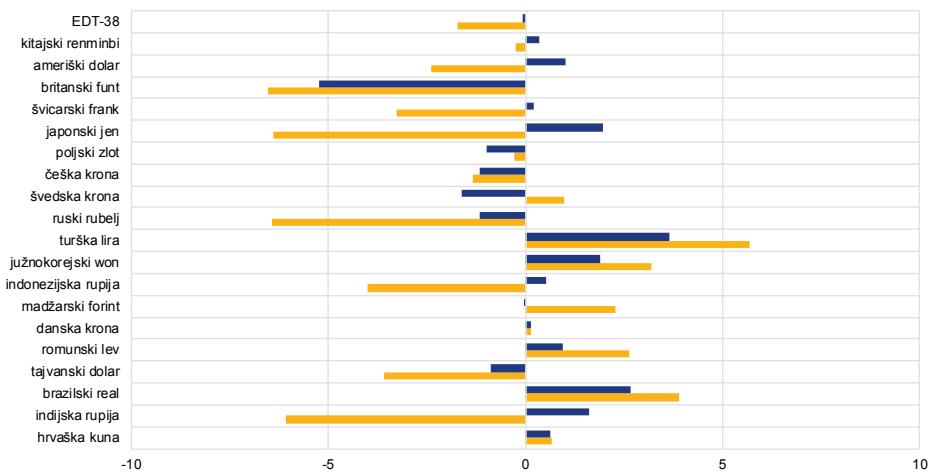
**Na deviznih trgih se vrednost eura, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, večinoma ni spremenila (glej graf 9), pri čemer so se nekateri dvostranski tečaji gibali v nasprotnih smereh.** Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 0,1%. Euro se je okreplil v razmerju do najpomembnejših valut, vključno z ameriškim dolarjem (za 1,0%), kitajskim renminbijem (za 0,3%), japonskim jenom (za 1,9%) in švicarskim frankom (za 0,2%), pa tudi v razmerju do valut Brazilije, Indije in Turčije. Apreciacijo eura je izničila predvsem njegova depreciacija za 5,3% v razmerju do britanskega funta ob novicah, ki so nakazovale povečano verjetnost mehkega brexita. Euro je depreciiral tudi v razmerju do češke krone (za 1,2%) in poljskega zlota (za 1,0%).

### Graf 9

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

(v odstotkih)

- od 12. septembra 2019
- od 5. decembra 2018



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 11. decembra 2019.

### 3

## Gospodarska aktivnost

Realna rast BDP v euroobmočju je v tretjem četrtletju 2019 ostala na ravni 0,2%.

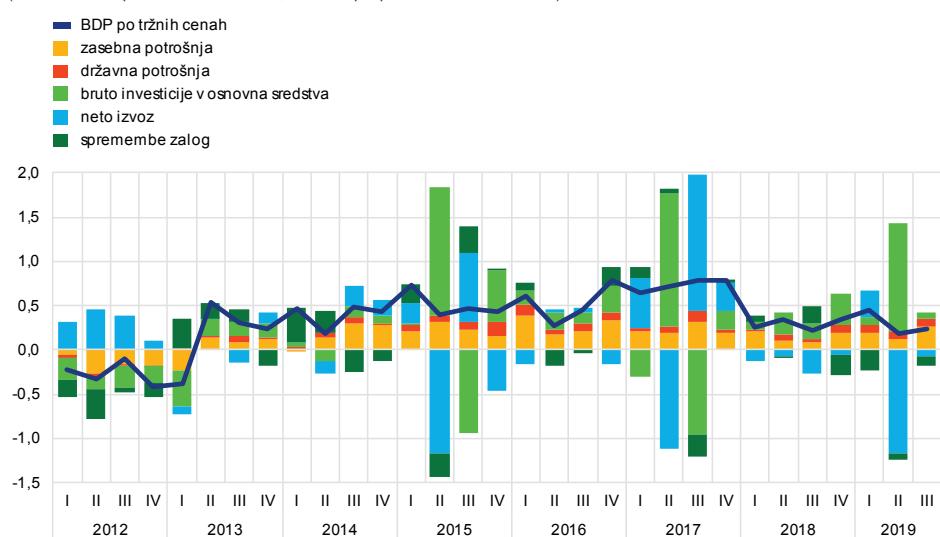
Gospodarsko aktivnost v euroobmočju je podpirala zlasti zasebna potrošnja, ki je še naprej pozitivno prispevala k rasti zaradi domačega povpraševanja. Zunanji sektor je še naprej omejeval rast euroobmočja, kar se je kazalo v rahlo negativnem prispevku neto trgovinske menjave. Nove informacije kažejo, da bo prihodnja rast zmerna, čeprav z nekaterimi navzdol usmerjenimi tveganji. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,1% ter v letih 2021 in 2022 1,4%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila realna rast BDP za leto 2020 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke zaradi precejšnjih popravkov tujega povpraševanja navzdol, ki so bili le deloma odtehtani z bolj spodbujevalno naravnano fiskalno in denarno politiko ter efektivno deprecacijsko eura.

**Rast v euroobmočju se je v tretjem četrtletju 2019 nadaljevala z upočasnjenim dinamikom ob podpori vztrajnega domačega povpraševanja.** BDP se je v tretjem četrtletju letosnjega leta medčetrtletno realno zvišal za 0,2%, kar je nespremenjeno v primerjavi s četrtletjem prej in manj od 0,4% v prvem četrtletju (glej graf 10). Domače povpraševanje je še naprej pozitivno prispevalo k rasti v tretjem četrtletju 2019, spremembe zalog pa so prispevale negativno. Gibanje zunanjega sektorja je še naprej omejevalo rast euroobmočja, kar se je kazalo v rahlo negativnem prispevku neto trgovinske menjave. Na proizvodni strani je gospodarsko aktivnost v tretjem četrtletju podpirala predvsem rast v storitvenem sektorju, v gradbenem sektorju je bilo zabeleženo okrevanje, medtem ko se je dodana vrednost v industriji (brez gradbeništva) še bolj zmanjšala.

**Graf 10**

Realni BDP in komponente v euroobmočju

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



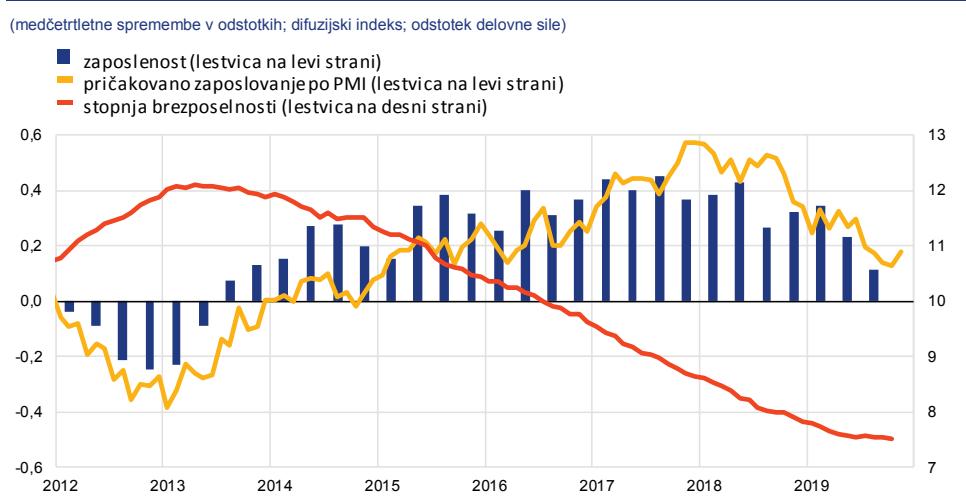
Vir: Eurostat.

Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2019. Velika nihanja bruto investicij v osnovna sredstva in neto izvoza v letih 2015, 2017 in 2019 odražajo posebna gibanja, povezana z naložbami v neopredmetena sredstva na Irskem in Nizozemskem.

**Razmere na trgu dela so se še naprej izboljševale, vendar bolj zmerno (glej graf 11).** Zaposlenost se je v tretjem četrtletju 2019 povečala za 0,1%, kar je manj kot v drugem četrtletju, ko se je povečala za 0,2%. Zmerno povečanje je bilo zabeleženo v vseh sektorjih in državah. Stopnja zaposlenosti je trenutno 3,9% nad najvišjo predkrizno vrednostjo, doseženo v prvem četrtletju 2008. V tretjem četrtletju je bila stopnja brezposelnosti nespremenjena (7,6%). Nato se je oktobra zmanjšala na 7,5%, zdaj pa ostaja blizu predkriznih ravnih. Produktivnost dela na zaposlenega se je v tretjem četrtletju 2019 medčetrtletno povečala za 0,1%. Anketni kazalniki kažejo, da bo v bližnji prihodnosti rast zaposlenosti še naprej pozitivna. V okvirju 4 je opisana analiza glavnih komponent trga dela in kaže, da je dinamika na trgu dela še naprej visoka, čeprav se nekoliko znižuje, kar kaže, da se bodo razmere na trgu dela v bližnji prihodnosti še naprej zmerno izboljševale.

### Graf 11

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



Vir: Eurostat, Markit in izračuni ECB.  
Opombi: Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2019 pri zaposlenosti, na november 2019 pri PMI in na oktober 2019 pri stopnji brezposelnosti.

**Zasebno potrošnjo še naprej podpirajo višji dohodki od dela in močnejše bilance gospodinjstev.** Zasebna potrošnja se je v tretjem četrtletju 2019 medčetrtletno povečala za 0,5%, potem ko je bila rast v drugem četrtletetu nekoliko šibkejša. Prodaja v trgovini na drobno je v tretjem četrtletetu 2019 povprečno za 0,5% presegala raven iz drugega četrtletja, ko se je medčetrtletno povečala za 0,6%. Oktobra pa se je prodaja v trgovini na drobno rahlo znižala za -0,6% v primerjavi z mesecem prej. S srednjeročnega vidika vse višji dohodki od dela še naprej podpirajo temeljni zagon zasebne potrošnje. Poleg tega nadaljnja krepitev bilanc gospodinjstev ostaja pomemben dejavnik, ki prispeva k vztrajni rasti potrošnje.

**Podjetniške investicije (kot približek se uporabljal negradbene investicije) so se v tretjem četrtletju 2019 medčetrtletno rahlo povečale za 0,2% po močni rasti v predhodnem četrtletetu, ki je bila posledica investicij v intelektualno lastnino na Irskem.** Novi podatki kažejo umirjeno rast podjetniških investicij v euroobmočju. Zaupanje v proizvodnji investicijskega blaga se je novembra nekoliko ustalilo, čeprav se je četrtletno povprečje še naprej zmanjševalo v okolju svetovne negotovosti, h

kateri so prispevali tudi številni strukturni dejavniki, na primer okoljski predpisi in tehnološke spremembe. Na umirjeno rast investicij kaže tudi zmanjševanje stopnje izkoriščenosti zmogljivosti v predelovalnih dejavnostih, skupaj s šibkimi profitnimi maržami podjetij in pričakovanji o dobičku. Pozitivna plat pa je, da bodo podjetniške investicije še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja.

**Stanovanske investicije so po rahlem povečanju za 0,1% v drugem četrtletju porasle za 0,6% v tretjem četrtletju 2019.** Ob podpori stanovanske in nistanovanske komponente so se v tretjem četrtletju za 0,3% povečale tudi investicije v gradbeništvu. Kljub nadaljnemu okrevanju stanovanskega sektorja so kratkoročni in anketni kazalniki na stanovanskem trgu pokazali razhajajoča se gibanja. Po eni strani so kazalniki na strani povpraševanja, na primer povečanje načrtovanih izdatkov potrošnikov, kar zadeva nove ali obstoječe stanovanske nepremičnine, izkazovali živahno dinamiko. Po drugi strani pa kazalniki na strani ponudbe, na primer gradbena aktivnost, gradbena dovoljenja in poročila gradbenih podjetij o pomanjkanju delovne sile, namigujejo na vedno večje omejitve v gradnji. Po pričakovanjih se bo v zadnjem četrtletju na področju stanovanskih investicij nadaljevala pozitivna dinamika, ki pa se umirja. Oktobra in novembra so se kazalniki zaupanja zmanjšali, čeprav so še vedno presegali preteklo povprečje, indeks PMI o aktivnosti na stanovanskem trgu pa se je s 50,1 v tretjem četrtletju v povprečju rahlo povečal na 50,7.

**Skupni realni izvoz euroobmočja je v tretjem četrtletju 2019 še naprej počasi rasel (0,4%, potem ko se je v drugem četrtletju medčetrtletno povečal za 0,3%).** Izvoz blaga euroobmočja se je okreplil, izvoz storitev pa se je zmanjšal ob rahli normalizaciji izvoza v Združeno kraljestvo in Turčijo. Izvoz v ZDA je še naprej rasel in odtehtal negativno dinamiko izvoza na druga območja, zlasti v Azijo. Prispevek neto trgovinske menjave k rasti BDP je bil rahlo negativen (-0,1 odstotne točke). Glavni kazalniki kažejo, da naj bi se trgovinska dinamika v prihodnje ustalila na šibki ravni. Prvi znaki, da je bilo v zadnjem četrtletju doseženo dno, se kažejo v manj negativnih izvoznih naročilih, medtem ko so špediterski kazalniki mešani. Tudi mednarodni pogoji trgovinske politike negativno vplivajo na novejša gibanja na področju trgovinske menjave, ker je proizvodnja organizirana v okviru močno povezane regionalne mreže, zaradi katere je euroobmočje posebej občutljivo na naraščanje protekcionističnih ukrepov (glej okvir 1).

**Najnovejši ekonomski kazalniki in rezultati anket še naprej kažejo umirjeno rast gospodarstva v euroobmočju.** Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je novembra povečal na raven, ki presega dolgoročno povprečje, čeprav se je do zdaj v zadnjem četrtletju leta medčetrtletno povprečno zmanjšal. Sestavljeni indeks PMI je bil od oktobra do novembra nespremenjen in je ostal na ravni, ki kaže nadaljnjo zmerno rast, kljub povprečnemu medčetrtletnemu zmanjševanju do novembra.

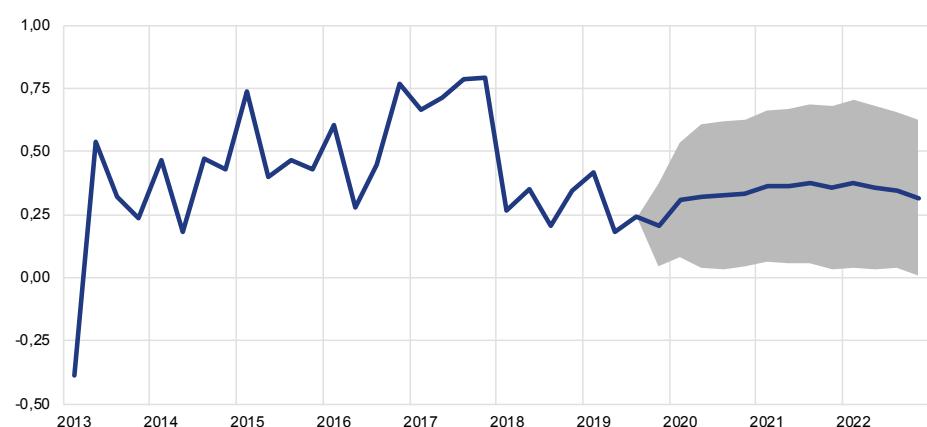
**V prihodnjem obdobju bodo ugodni pogoji financiranja še naprej podpirali rast v euroobmočju.** Spodbujevalno naravnana denarna politika ECB še naprej podpira domače povpraševanje. Sedanja rast zaposlenosti in plač ter izboljševanje bilanc gospodinjstev bi morala še naprej podpirati zasebno potrošnjo. Hkrati se pričakuje, da bo sedanje (čeprav nekoliko počasnejše) povečevanje svetovne aktivnosti podpiralo rast.

**Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,1% ter v letih 2021 in 2022 1,4% (glej graf 12).** V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila realna rast BDP za leto 2020 popravljena rahlo navzdol za 0,1 odstotne točke zaradi popravkov tujega povpraševanja navzdol, ki so bili le deloma odtehtani z bolj spodbujevalno naravnano fiskalno in denarno politiko ter efektivno deprecacijsko eura. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, povezana z geopolitičnimi dejavniki, naraščanjem protekcionizma in ranljivostmi na nastajajočih trgih, ostajajo usmerjena navzdol, vendar so postala manj izrazita.

### Graf 12

#### Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 12. decembra 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolute 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

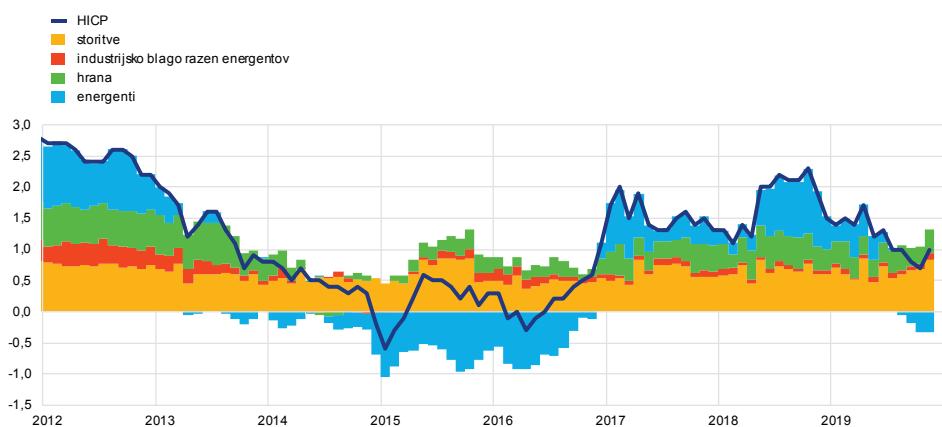
Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, zvišala z 0,7% v oktobru 2019 na 1,0% v novembru, kar odraža predvsem višje cene storitev in hrane. Glede na sedanje terminske cene nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno nekoliko zvišala. Kazalniki inflacijskih pričakovanj so na nizki ravni. Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena, čeprav so prisotni določeni znaki rahlega zvišanja, kar je v skladu s prejšnjimi pričakovanji. Pritiski, ki izhajajo iz stroškov dela, so se zaradi pomanjkanja ustrezne delovne sile sicer okreplili, vendar šibek zagon rasti zavira njihov prenos v inflacijo. Na srednji rok se bo inflacija predvidoma zvišala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in solidna rast plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi letosne decembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,1%, v letu 2021 1,4%, v letu 2022 pa 1,6%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomske projekcijami strokovnjakov ECB je bila napoved inflacije za leto 2020 popravljena rahlo navzgor, za leto 2021 pa nekoliko navzdol, kar je predvsem posledica pričakovanega prihodnjega gibanja cen energentov. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,0%, leta 2020 1,3%, leta 2021 1,4% in leta 2022 1,6%.

**Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija zvišala z 0,7% oktobra na 1,0% novembra.** K temu je prispevalo predvsem zvišanje rasti cen storitev in hrane ter v manjši meri povečanje rasti cen industrijskega blaga razen energentov, oba pa sta več kot odtehtala nadaljnje rahlo znižanje rasti cen energentov.

**Graf 13**

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

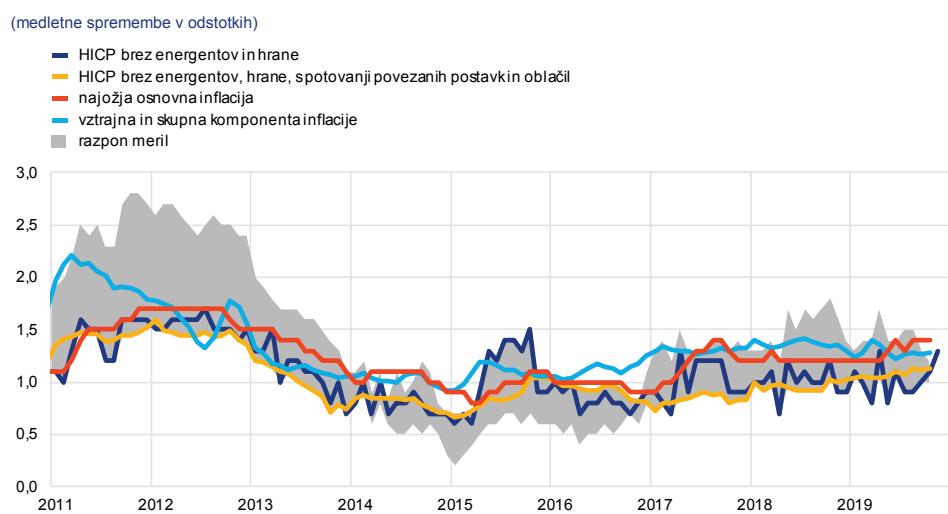
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2019 (prva ocena). Stopnje rasti za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka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

**Merila osnovne inflacije so na splošno ostala umirjena.** Inflacija brez hrane in energentov se je še naprej zviševala, in sicer z 1,0% v septembru in 1,1% v oktobru na 1,3% v novembru, kar je bil tudi odraz popuščanja učinkov, povezanih z metodološkimi

spremembami, ki so zavirali inflacijo.<sup>6</sup> Alternativna merila osnovne inflacije, ki so navadno manj volatilna kot inflacija brez energentov in hrane, so bila v zadnjih četrletjih precej stabilna (podatki so na voljo samo do oktobra, glej graf 14). Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil je oktobra znašala 1,1% in je še naprej sledila trendu zelo postopnega naraščanja, ki se je začel na začetku leta 2017. Signali iz drugih meril osnovne inflacije, vključno s kazalnikom vztrajne in skupne komponente inflacije in kazalnikom najožje osnovne inflacije,<sup>7</sup> kažejo, da osnovna inflacija že več četrletij ostaja nespremenjena.

#### Graf 14

##### Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

**Pritiski iz proizvodne verige na postavke industrijskega blaga razen energentov v indeksu HICP so v poznejših fazah dobavne verige ostali večinoma nespremenjeni.** Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, ki je kazalnik cenovnih pritiskov v poznejših fazah dobavne verige, je oktobra na medletni ravni znašala 0,8% in je bila tako nespremenjena od julija ter nad zgodovinskim povprečjem. V tej skupini se je medletna stopnja rasti uvoznih cen znižala, in sicer z 0,9% v septembru na 0,5% v oktobru. Kazalniki cenovnih pritiskov v zgodnejših fazah dobavne verige so nekoliko oslabeli, saj je medletna rast cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih upadla z –0,7% v septembru na –1,0% v oktobru, rast uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo pa se je znižala z 0,4% v septembru na –0,5% v oktobru. Na šibkejše zunanje cenovne pritiske kaže rast cen industrijskih proizvodov

<sup>6</sup> Spremembe statističnega izračuna počitnic v paketu v Nemčiji so vplivale na znižanje rasti cen storitev in inflacije brez hrane in energentov v euroobmočju, njihov učinek pa zdaj popušča. Podrobnosti so v okvirju z naslovom »Dampening special effect in the HICP in July 2019« iz članka z naslovom »Economic conditions in Germany«, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, avgust 2019, str. 57–59.

<sup>7</sup> Več informacij o omenjenih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 članka z naslovom »Measures of underlying inflation for the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

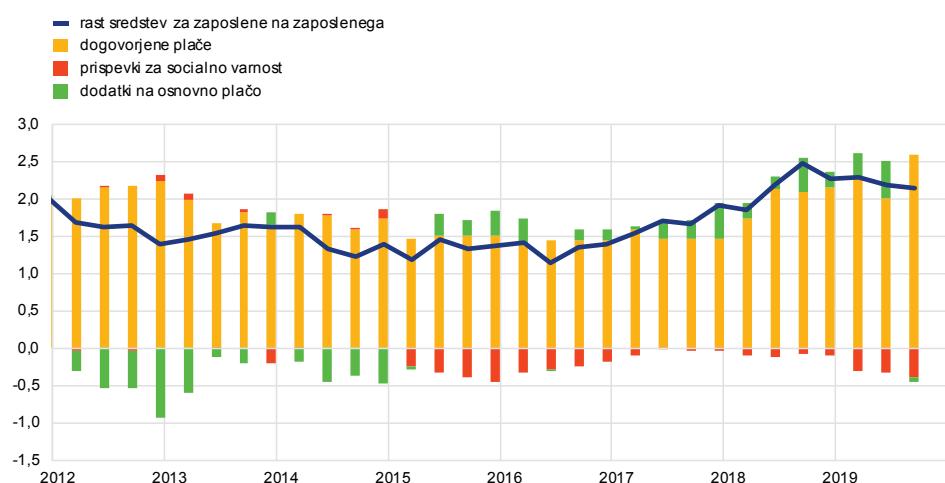
brez energentov pri svetovnih proizvajalcih, ki je zabeležila še nadaljnji rahel upad z 1,2% v septembru na 1,1% v oktobru.

**Rast plač je ostala vztrajna.** Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v tretjem četrletju 2019 rahlo znižala in je znašala 2,1%, potem ko je v drugem četrletju dosegla 2,2% in v prvem 2,3% (glej graf 15). Na stopnjo rasti v letu 2019 je vplival precejšen upad prispevkov za socialno varnost v Franciji.<sup>8</sup> Medletna rast plač na zaposlenega, ki ne vključuje prispevkov za socialno varnost, je v tretjem četrletju znašala 2,5% in se tako ni spremenila od drugega četrletja, potem ko je v prvem četrletju znašala 2,6% in v prejšnjem letu povprečno 2,3%. Medletna rast dogovorjenih plač v euroobmočju se je zvišala z 2,0% v drugem četrletju 2019 na 2,6% v tretjem četrletju. Zvišanje je bilo predvsem posledica enkratnih plačil v predelovalnih dejavnostih v Nemčiji. Če odmislimo začasne dejavnike, različni kazalniki kažejo, da se je rast plač od sredine leta 2018 večinoma gibala okrog dosežene ravni, in sicer bodisi okrog zgodovinskega povprečja bodisi rahlo nad njim.

### Graf 15

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

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2019.

**Tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostali na zelo nizki ravni, medtem ko so anketna merila prav tako na zgodovinsko nizki ravni.** Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj so ostali večinoma nespremenjeni v celotnem obravnavanem obdobju in so se gibali malo nad zgodovinsko nizko ravnijo iz začetka oktobra 2019. Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 11. decembra 2019 dosegla 1,25%, kar je približno ista raven kot v času septembske seje Sveta ECB o denarni politiki. Vseeno pa je verjetnost deflacji na podlagi tržnih pričakovanj ostala majhna, kar pomeni preobrat od trenda naraščanja, ki je bil zabeležen v letu 2019. Gledano v celoti, prihodnja dinamika tržnih kazalnikov inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije. Po anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrletje 2019 ter po novembrski

<sup>8</sup> Glej razpravo v okvirju 5 te številke Ekomskega biltena.

anketi Consensus Economics in Euro Zone Barometer so tudi anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj na zgodovinsko nizki ravni.

### Graf 16

#### Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 11. decembra 2019.

### Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju zvišala.

Projekcije, ki temeljijo na informacijah na voljo konec novembra, predvidevajo, da bo skupna inflacija v letu 2019 v povprečju znašala 1,2%, v letu 2020 1,1%, v letu 2021 1,4% in v letu 2022 1,6%, v primerjavi z 1,2%, 1,0% oziroma 1,5% za ista leta v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB (glej graf 17). Popravke je mogoče pojasniti predvsem s pričakovanim prihodnjim gibanjem cen energentov, ki je bilo popravljeno navzgor za leto 2020 in navzdol za leto 2021, in sicer zaradi kratkoročno višjih cen nafte in rahlo bolj navzdol usločene krivulje naftnih terminskih pogodb. Po zmernem povečanju do konca leta 2019 bo inflacija brez energentov in hrane tekom leta 2020 ostala nespremenjena na ravni 1,3%, nato pa se bo leta 2021 zvišala na 1,4% in leta 2022 na 1,6%. Zviševanje inflacije brez energentov in hrane bodo predvidoma podpirali krepitev gospodarske aktivnosti, razmeroma močna rast plač ob pomanjkanju ustrezne delovne sile in okrevanje profitnih marž, ko bo gospodarska aktivnost ponovno pridobivala zagon, k čemur bodo med drugim pripomogli tudi ukrepi denarne politike ECB iz septembra 2019. Inflacijo brez energentov in hrane bo po pričakovanjih do neke mere podpirala tudi rast cen primarnih surovin razen energentov.

### Graf 17

#### Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 12. decembra 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.  
Opombe: Žadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2019 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2022 (projekcije). Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)«, ECB, december 2009. Presečni datum za podatke v projekcijah je 27. november 2019.

## 5

## Denar in krediti

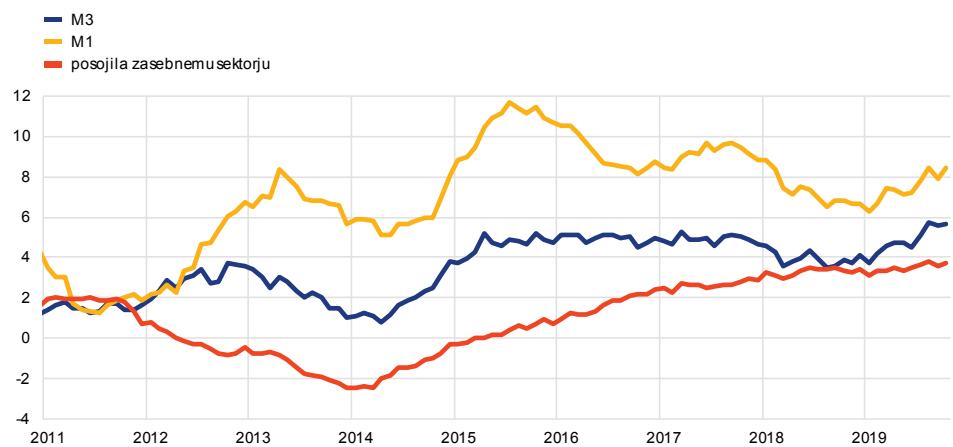
Oktobra 2019 je medletna stopnja rasti širokega denarja ostala trdna, posojila zasebnemu sektorju pa so še naprej postopoma okrevala. Vztrajna rast agregata M3 je odražala predvsem zelo nizke oportunitetne stroške imetja denarja. Ugodni pogoji financiranja za banke in bančni posojilni pogoji so še naprej podpirali tokove posojil in s tem tudi gospodarsko rast. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je v tretjem četrtletju 2019 povečalo z že visoke ravni, dosežene v četrtletju prej. Razmere na obvezniških trgih še naprej podpirajo izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev.

**Rast širokega denarja je bila oktobra močna.** Medletna stopnja rasti agregata M3 je bila oktobra nespremenjena na ravni 5,6% (glej graf 18) ter je rahlo presegla okoli 5-odstotno rast, zabeleženo med letoma 2015 in 2018, ko so bili neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev pozitivni. Rast širokega denarja so podpirali nizki oportunitetni stroški imetja denarnih instrumentov, šibkejša gospodarska rast pa jo je zavirala. Na sestavo agregata M3 vpliva tudi razmerje med obrestnimi merami, ker spodbuja koncentracijo najlikvidnejših instrumentov. Rast agregata M3 je torej enako kot v prejšnjih četrtletjih še naprej spodbujal ožji agregat M1, ki obsega vloge čez noč in gotovino v obtoku. Medletna stopnja rasti agregata M1 se je oktobra povečala na 8,4% (s septembrskih 7,8%) in nadaljevala okrevanje, zabeleženo od začetka leta.

**Graf 18**

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

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

**Vloge čez noč so največ prispevale k rasti denarja.** Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je oktobra še povečala na 9,0% (s septembrskih 8,5%). Stabilna gibanja gotovine v obtoku ob negativnih obrestnih merah ne kažejo na pospešeno menjavo vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (tj. M2 minus M1) so oktobra pozitivno prispevale k rasti agregata M3, kar je zlasti posledica močnejše rasti hranilnih vlog. Hkrati so tržni instrumenti (tj. M3 minus M2) še naprej rahlo negativno

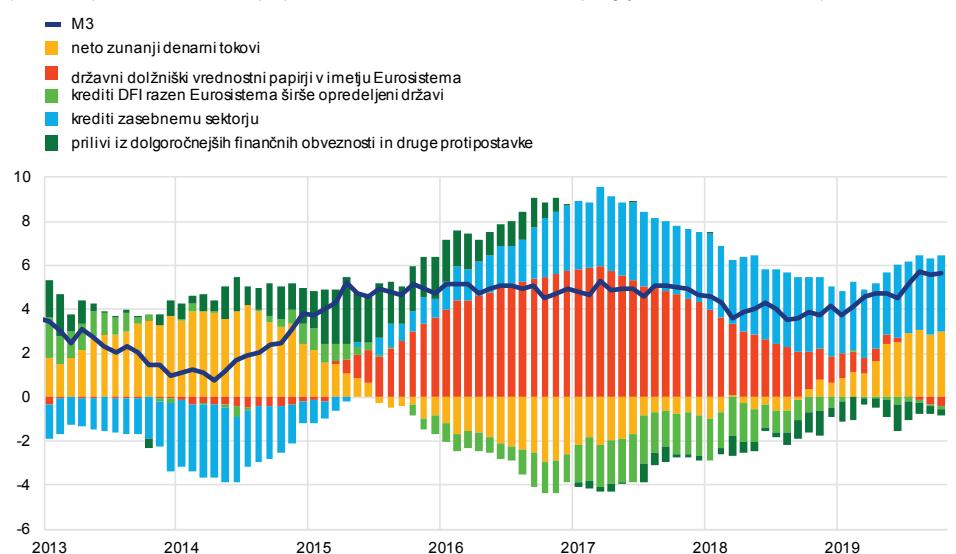
prispevali k rasti širokega denarja zaradi razmeroma nizkega obrestovanja teh instrumentov.

**K rasti širokega denarja je oktobra še vedno največ prispevalo kreditiranje zasebnega sektorja.** Kreditiranje zasebnega sektorja je precej prispevalo k rasti širokega denarja (glej modri del stolpcov v grafu 19). Hitrejša rast širokega denarja od začetka leta 2019 je zlasti posledica gibanj na področju zunanjih denarnih tokov (glej rumeni del stolpcov v grafu 19). To kaže večje zanimanje tujih vlagateljev za vrednostne papirje, izdane v euroobmočju. Hkrati je zaradi zaključka neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev konec leta 2018 prispevek državnih vrednostnih papirjev v imetju Eurosistema postal majhen (glej rdeči del stolpcov v grafu 19). Poleg tega se je zmanjšal zaviralni vpliv dolgoročnejših finančnih obveznosti (glej temno zeleni del stolpcov v grafu 19).

### Graf 19

#### M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

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

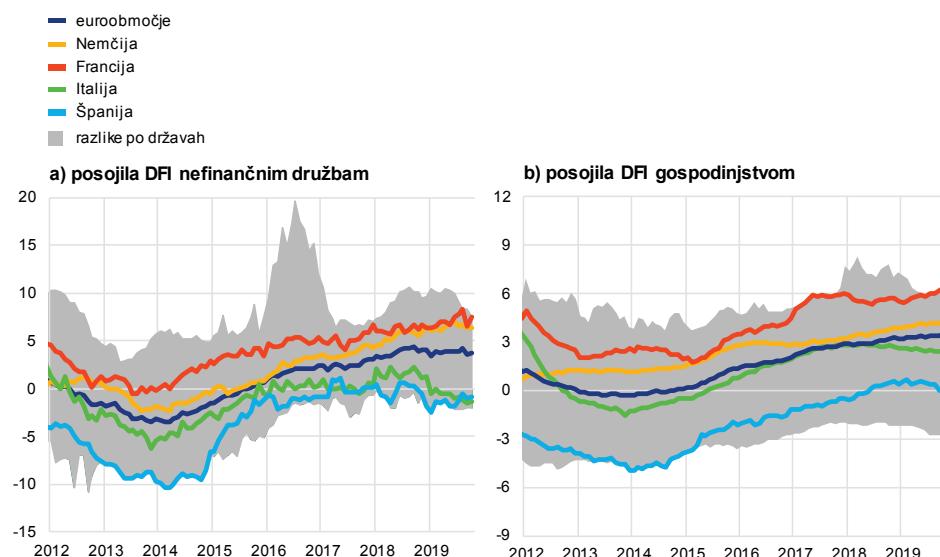
**Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju se je nekoliko okreplila in utrdila postopno okrevanje.** Oktobra se je medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) rahlo povečala na 3,7% v primerjavi s 3,6% v septembru (glej graf 18). To je bilo predvsem posledica povečanja medletne stopnje rasti posojil nefinančnim družbam, ki se je oktobra okreplila na 3,8% (v primerjavi s 3,6% v septembru), tako da se je utrdila stabilizacija na ravneh okoli 4% od sredine leta 2018. Največji delež rasti posojil nefinančnim družbam predstavljajo posojila podjetjem v storitvenih dejavnostih, vključno s podjetji, ki opravljajo nepremičinske storitve. Medletna rast posojil gospodinjstvom je še naprej sledila postopnemu trendu naraščanja, ki so ga zlasti spodbujali ugodni posojilni pogoji in gibanja na stanovanjskih trgih. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je

oktobra rahlo povečala na 3,5% v primerjavi s 3,4% v septembru. Rast posojil podjetjem in gospodinjstvom je še naprej zaznamovana s precejšnjo heterogenostjo po državah (glej graf 20), kar je med drugim posledica razlik med državami v gibanju poslovnega cikla, različne razpoložljivosti drugih virov financiranja, stopnje zadolženosti gospodinjstev in nefinančnih družb ter raznolikih gibanj cen stanovanj po državah.

### Graf 20

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru nefinančnih družb. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2019.

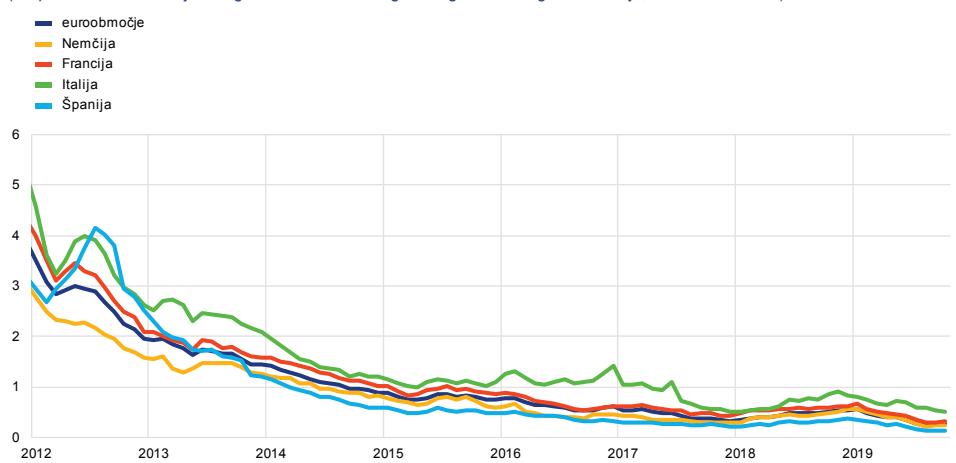
**Pogoji dolžniškega financiranja so za banke še naprej ugodni.** Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, ki so se od začetka leta zmanjšali v skladu z gibanjem tržnih obrestnih mer, so ostali v tretjem četrletju 2019 zelo nizki (glej graf 21). To je bilo zlasti posledica precejšnjega znižanja donosnosti bančnih obveznic kljub rahlemu povečanju donosnosti obveznic od septembra, kar je odražalo splošno povečanje netveganih obrestnih mer. Hkrati so obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita v euroobmočju oktobra dosegle nove najnižje vrednosti. Medtem ko so gibanja stroškov bančnega dolžniškega financiranja v največjih državah euroobmočja večinoma sovpadala zaradi ukrepov denarne politike ECB, je ostala raven stroškov financiranja za banke raznolika. V odgovorih na anketo ECB o bančnih posojilih oktobra 2019 so banke euroobmočja poročale, da bodo ponovni neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev po pričakovanjih omogočili nadaljnjo sprostitev pogojev tržnega financiranja in s tem prispevali k nadaljnemu izboljšanju pogojev financiranja. Poleg tega je navzdol usmerjene pritiske na posojilne in depozitne obrestne mere bank euroobmočja, ki zmanjšujejo dobičkonosnost, odtehtal povečan obseg posojil, pa tudi skupni vpliv na neto obrestne prihodke (kot produkt posojilnih obrestnih mer in obsega) je bil rahlo pozitiven. Kljub napredku bank na področju konsolidiranja svojih bilanc, na primer z

zmanjševanjem obsega nedonosnih posojil, ostaja stopnja dobičkonosnosti bank v euroobmočju glede na mednarodne in pretekle standarde nizka, to pa bi lahko ogrožalo sposobnost bank kot finančnih posrednikov in prenašalcev signalov denarne politike. Glede na te okoliščine so nekateri nestandardni ukrepi denarne politike, ki jih je pred kratkim sprevjela ECB (npr. tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in dvostopenjski sistem obrestovanja rezervnih imetij), usmerjeni v podporo bančnega posredništva.

### Graf 21

#### Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

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

**Ugodne obrestne mere za posojila še naprej podpirajo gospodarsko rast.** V zadnjih nekaj mesecih so ostale skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam na splošno nespremenjene, v skladu z gibanjem tržnih referenčnih obrestnih mer, medtem ko so se enakovredne obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom še naprej zmanjševale. Oktobra 2019 so skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 22) znašale 1,56%, kar je le malo več od najnižje ravni, medtem ko so skupne obrestne mere za stanovanjska posojila dosegle novo najnižjo stopnjo, ko so se znižale na 1,44% (glej graf 22). Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom v euroobmočju so zavirali konkurenčni pritiski in ugodnejši stroški bančnega financiranja. Od napovedi ukrepov ECB za sprostitev kreditnih pogojev junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom na splošno precej znižale. Od maja 2014 do oktobra 2019 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 140 bazičnih točk, za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa za okoli 150 bazičnih točk.

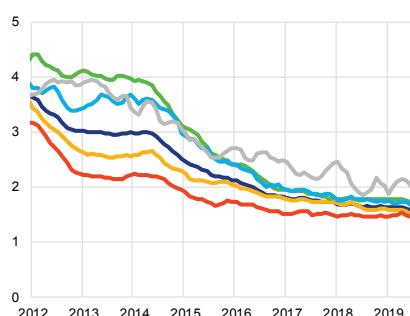
## Graf 22

### Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah euroobmočja

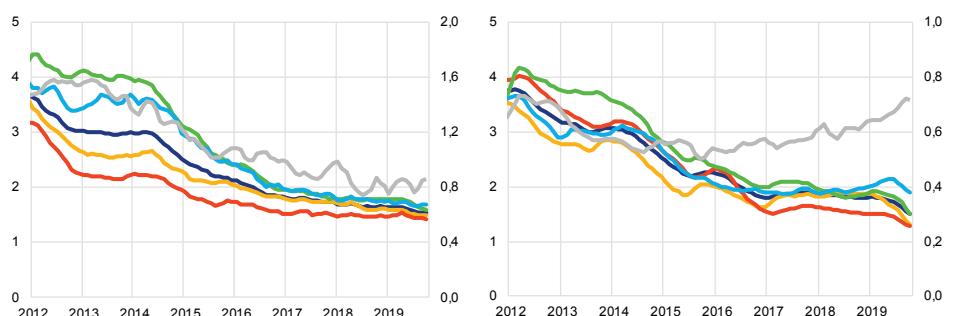
(v odstotkih na leto; 3-mesečna drseča sredina)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- standardni odklon med državami (lestvica na desni strani)

a) obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Vir: ECB.

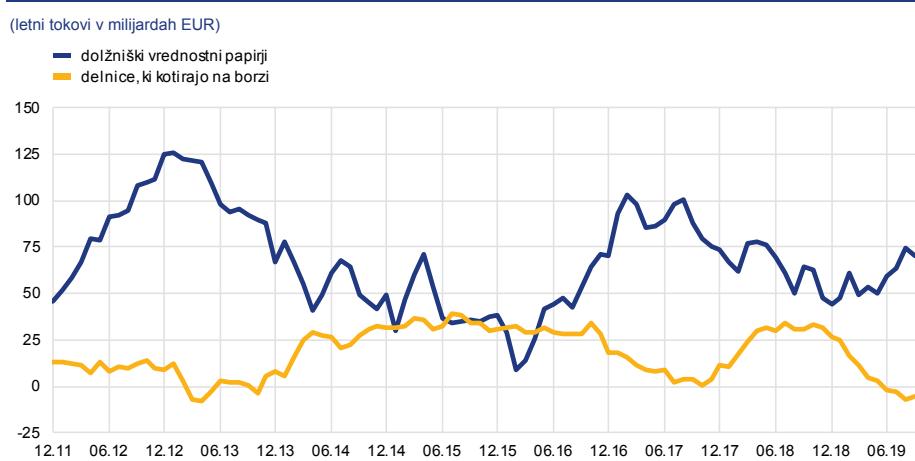
Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2019.

### Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

**euroobmočja so ostali v tretjem četrtletju 2019 močni.** Ker so na splošno pogoji financiranja trenutno ugodni, so tokovi dolžniškega financiranja v nefinančne družbe ostali precej odporni proti trenutno šibkim gospodarskim gibanjem. Glede tega je [anketa o dostopu malih in srednje velikih podjetij v euroobmočju do financiranja \(SAFE\)](#) pokazala, da mala in srednje velika podjetja, ki so pri financiranju kritično odvisna od bank, poročajo o trajni pripravljenosti bank, da jim te odobrijo financiranje. Zunanje financiranje podjetjem se je v tretjem četrtletju 2019 rahlo povečalo zaradi nizkih in padajočih stroškov finančnih instrumentov. V tretjem četrtletju 2019 se je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb povečalo, tako da je do zdaj v letu 2019 blizu rekordnih ravni. Do povečanja neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev je v tretjem četrtletju 2019 prišlo v okviru postopnega okrevanja kreditov nefinančnim družbam na splošno (vključno s posojili DFI) in nadaljnjega izboljšanja pogojev financiranja podjetniških obveznic, ki je bilo izrazitejše od izboljšanja bančnih pogojev financiranja. S srednjeročnega vidika je okrevanje izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev leta 2019 povzročilo, da so se tokovi letnega neto izdajanja v septembri vrnili na ravni, dosežene spomladi 2018, in precej presegli najnižjo vrednost, doseženo decembra 2018 (glej graf 23). Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je bilo septembra pozitivno, vendar je ostalo v celotnem tretjem četrtletju 2019 negativno zaradi skromnih prevzemnih aktivnosti in tudi zaradi povečanja stroškov financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji v tem obdobju. Najnovejši tržni podatki kažejo, da je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev oktobra in novembra 2019 ostalo močno in da so v tem okviru prevladovali izdajatelji naložbenega razreda, čeprav se je povečala tudi aktivnost izdajanja visoko donosnih dolžniških vrednostnih papirjev.

### Graf 23

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



Vir: ECB.

Opombe: Mesečni podatki temeljijo na 12-mesečnem tekočem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na september 2019.

**Septembra 2019 so bili stroški financiranja za nefinančne družbe blizu najnižjih ravni, zabeleženih aprila 2019.** Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so septembra znašali 4,6%. To je bilo 9 bazičnih točk več kot aprila, ko so bili stroški financiranja najnižji, vendar še vedno zelo ugodni. Po ocenah naj bi ostali do konca novembra skupni stroški financiranja na splošno nespremenjeni glede na september. To je posledica nekoliko nižjih stroškov lastniških vrednostnih papirjev, kar so odtehtali rahlo višji stroški tržnega dolžniškega financiranja. Nižji ocenjeni stroški lastniških vrednostnih papirjev so bili predvsem posledica znižanja premije za tveganje lastniškega kapitala, k čemur je prispevalo izboljšanje svetovnega dojemanja tveganj. Medtem je bilo rahlo povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja posledica povečanja netveganih obrestnih mer, razmiki v donosnosti podjetniških obveznic pa so se v istem obdobju zmanjšali.

## Javnofinančna gibanja

*Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju 2019–2021 vztrajno povečeval zaradi manjšega primarnega presežka. Zmanjševanje primarnega salda je predvsem posledica predvidene ekspanzivne naravnosti fiskalne politike, ki podpira gospodarsko aktivnost. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal zaradi ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter pozitivnega primarnega salda, čeprav se ta zmanjšuje. Vendar pa je v več državah javni dolg še vedno visok. V teh državah morajo vlade izvajati preudarne politike in izpolniti cilje na področju strukturnega salda, s čimer bodo ustvarile pogoje za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev. Ob slabšanju gospodarskih obetov bi morale biti vlade, ki imajo fiskalni manevrski prostor, pripravljene ukrepati učinkovito in pravočasno.*

### **Proračunski saldo širše opredeljene države naj bi se v euroobmočju v obdobju 2019–2021 po napovedih vztrajno zmanjševal in se v letu 2022 stabiliziral.<sup>9</sup>**

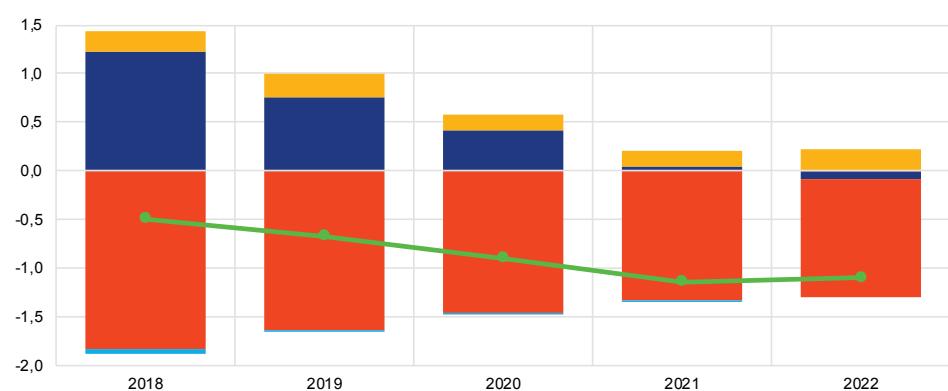
Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih decembrskih makroekonomskeh projekcijah napovedujejo zvišanje stopnje javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 0,5% BDP v letu 2018 na 0,7% BDP v letu 2019. Primanjkljaj naj bi se v letih 2020 in 2021 še naprej povečeval in se nato stabiliziral pri 1,1% BDP (glej graf 24). Zmanjšanje proračunskega salda v obdobju 2019–2021 je predvsem posledica manjšega ciklično prilagojenega primarnega salda, kar delno odtehtajo nižji odhodki za obreste, medtem ko ostaja ciklična komponenta v obdobju projekcij na splošno nespremenjena.

**Graf 24**

#### Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)

- ciklično prilagojeni primarni saldo (bez pomoči finančnemu sektorju)
- ciklična komponenta
- plačila obreste
- pomoč finančnemu sektorju
- proračunski saldo



Viri: ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

### **Glede na javnofinančne obete v euroobmočju za leti 2020 in 2021 naj bi bila fiskalna politika nekoliko bolj spodbujevalno naravnana kot v letošnjih**

<sup>9</sup> Glej Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, objavljene 12. decembra 2019 na spletnem mestu ECB.

**septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB.** Po rahlem popravku navzgor v letu 2019 je manjši proračunski saldo v letih 2020 in 2021 posledica dodatnega popuščanja fiskalne politike, medtem ko napovedi ciklične komponente in plačil obresti ostajajo večinoma nespremenjene.

**Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju bo po ocenah v obdobju 2019–2021 ekspanzivna, v letu 2022 pa približno nevtralna.<sup>10</sup>** Fiskalna politika je v letu 2019 po ocenah postala bolj spodbujevalno naravnana in naj bi v letih 2020 in 2021 po napovedih ostala ekspanzivna, s čimer bo podpirala gospodarsko aktivnost. K temu prispevajo predvsem znižanje neposrednih davkov v Franciji in na Nizozemskem, višji transferji in javne naložbe v Italiji in Nemčiji ter večja državna potrošnja v Nemčiji, na Nizozemskem in v Španiji. V letu 2022 naj bi bila naravnost fiskalne politike približno nevtralna ob manjšem dodatnem znižanju nekaterih neposrednih davkov v Franciji ter dodatnih izdatkih v Nemčiji in Španiji.

**Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal.** Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP s 85,8% leta 2018<sup>11</sup> na 81,1% leta 2022. K predvidenemu zmanjšanju tega deleža naj bi prispevala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP<sup>12</sup> ter primarni presežek, ki pa se zmanjšuje (glej graf 25). V primerjavi s septembrskimi projekcijami naj bi bil delež javnega dolga rahlo večji zaradi popravkov preteklih podatkov navzgor (za 0,5 odstotne točke BDP v letu 2018), manjšega predvidenega primarnega presežka ter manj ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP v obdobju 2020–2021.

---

<sup>10</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finans na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembu ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »*The euro area fiscal stance*«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

<sup>11</sup> Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

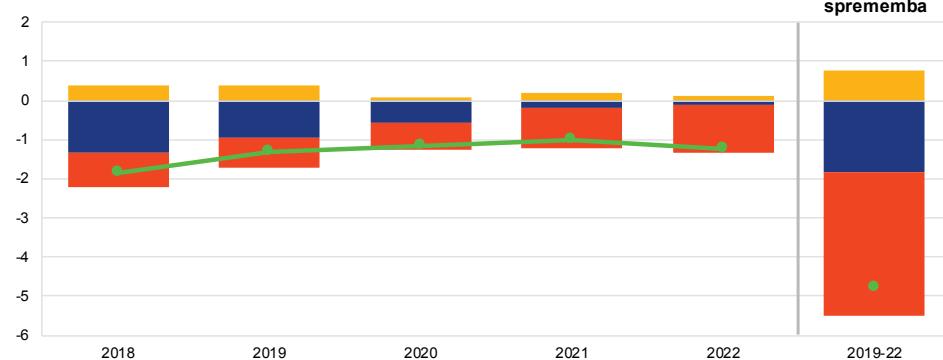
<sup>12</sup> Več informacij je v okvirju z naslovom »*Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter gibanje javnega dolga*«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, marec 2019.

## Graf 25

### Dejavniki sprememb javnega dolga

(v odstotnih točkah BDP)

- primarni saldo (-)
- prilagoditev med primanjkljajem in dolgom
- razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP
- konsolidirani bruto dolg



Viri: ECB in decembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

**Čeprav naj bi se delež javnega dolga v večini držav euroobmočja zmanjšal, bo v nekaterih še naprej precej večji od referenčne vrednosti 60% BDP.** V državah, ki imajo še vedno visok javni dolg, morajo vlade izvajati preudarne ekonomske politike in izpolniti cilje na področju strukturnega salda, s čimer bodo ustvarile pogoje za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev. Ob slabšanju gospodarskih obetov in še naprej izrazitih navzdol usmerjenih tveganjih bi morale biti vlade, ki imajo fiskalni manevrski prostor, pripravljene ukrepati učinkovito in pravočasno. Hkrati bi morale vse države povečati prizadevanja v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ.

# Okvirji

1

## Učinki zvišanj carin v svetu globalnih vrednostnih verig

Pripravil Philipp Meinen

**V kontekstu trgovinskega spora med ZDA in Kitajsko so globalne vrednostne verige (GVV) eden od dejavnikov, ki lahko okrepijo vpliv višjih carin na gospodarsko aktivnost.** Zvišanje carin ima v globaliziranem svetu lahko resne negativne posledice za gospodarsko aktivnost. Višje carine, ki so ponavadi uvedene za zaščito domače industrije, lahko povzročijo, da se zaradi globalnega oskrbovanja oz. uporabe dobaviteljev z vsega sveta zvišajo vhodni stroški za domače proizvajalce. Poleg tega učinke višjih carin lahko okrepijo tudi globalne vrednostne verige, še zlasti v primeru večfaznih proizvodnih procesov, kjer se dobrine v zaporednih korakih premikajo od začetka proti koncu verige, pri čemer se v vsaki fazi doda vrednost.<sup>13</sup> V luči teh dveh dejavnikov so v tem okvirju predstavljeni nekateri pokazatelji negativnih učinkov carin na gospodarsko aktivnost zaradi globalnega oskrbovanja in globalnih vrednostnih verig.

**Trgovina v zvezi z globalnimi vrednostnimi verigami, ki je tu opredeljena kot tiste trgovane dobrine, ki prečkajo vsaj dve mednarodni meji, je v desetletju pred finančno krizo naraščala (kot delež skupne trgovinske menjave), zatem stagnirala in v zadnjih letih, za katera so na voljo podatki, upadala (glej graf A).**<sup>14</sup> Trgovinsko menjavo, povezano z globalnimi vrednostnimi verigami, lahko razčlenimo v t. i. povezave nazaj in povezave naprej. Trgovinska menjava po povezavah naprej označuje izvoz z dodano vrednostjo posamezne države, ki ga ne absorbira končno povpraševanje neposrednih trgovinskih partneric te države, ampak se (navadno po določeni obdelavi) ponovno izvozi na tretje trge. Trgovinska menjava po povezavah nazaj pa obsega tuje blago, ki se uporabi za proizvodnjo izvoza posamezne države.<sup>15</sup> Panoge, ki se nahajajo bliže začetku dobavne verige (npr. rudarstvo, razvoj izdelkov) imajo običajno večji delež povezav naprej, medtem ko imajo sektorji bliže koncu verige, kot so številne predelovalne dejavnosti, navadno več povezav nazaj. Ti dejavniki so pomembni v kontekstu stopnjevalnih učinkov višjih

<sup>13</sup> Za takšne zaporedno organizirane vrednostne verige se uporablja tudi izraz »kače«. Drugačne od njih so vrednostne verige, imenovane tudi »pajki«, pri katerih se več udov (tj. sestavnih delov) brez izrazitega zaporedja steka proti telesu (kjer poteka sestavljanje izdelkov). Baldwin, R. in Venables, A.J., »Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy«, *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, str. 245–254.

<sup>14</sup> To pomeni, da so trgovane dobrine, povezane z globalnimi vrednostnimi verigami, vsaj enkrat ponovno izvožene, preden jih absorbira končno povpraševanje (Borin in Mancini, 2019). Takšne trgovinske tokove je mogoče izračunati na podlagi vhodno-izhodnih tabel znotraj države (tabele ICIO). V tem okvirju so uporabljene tabele ICIO, ki jih objavlja OECD. Opozoriti velja, da je raven trgovinske menjave, povezane z GVV, lahko odvisna od vira tabel ICIO (npr. podatki OECD nasproti tabelam World Input Output Tables), vseeno pa je prikazana dinamika v časovnem obdobju (graf A) navadno precej podobna. Tu sta za podaljšanje vzorčnega obdobja uporabljeni dve zaporedni OECD-jevi tabeli ICIO. Borin, A., in Mancini, M., »Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade«, *Policy Research working paper*, WPS 8804, World Bank, 2019.

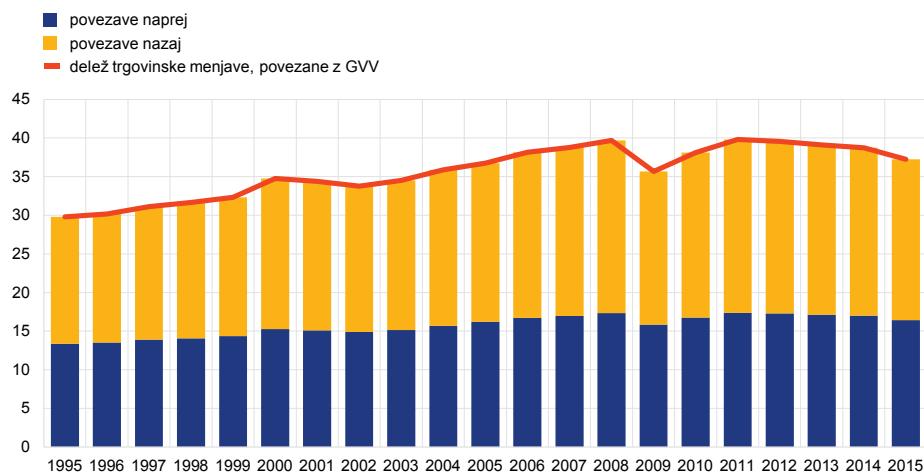
<sup>15</sup> Povezave nazaj vključujejo tudi domačo dodano vrednost, ki je v razčlenitvi bruto izvoza šteta dvakrat. Te dvakrat štete postavke so navadno majhne.

carin zaradi globalnih vrednostnih verig, saj so te carine med drugim odvisne od deleža tuje dodane vrednosti v izvozu.

### Graf A

#### Gibanje trgovinske menjave, povezane z GVV, med leti 1995 in 2015

(svetovni delež izvoza, povezanega z GVV, v skupnem (bruto) izvozu, v odstotkih)



Viri: Tabele ICIO (OECD) in izračuni ECB na podlagi Borin in Mancini (2019).

Opomba: Trgovinska menjava, povezana z GVV, zajema vse trgovane dobrine, ki prečkajo vsaj dve mednarodni meji. Graf predstavlja tehtano povprečje kazalnikov v 64 državah.

**Trgovinska menjava s proizvodi za vmesno porabo lahko okrepi vpliv carin na gospodarstvo, še posebej v primeru mednarodne večfazne proizvodnje.** Modeli mednarodne trgovine, ki vključujejo povezave med sektorji in trgovino s proizvodi za vmesno porabo, kažejo večje povečanje blaginje zaradi liberalizacije trgovinske menjave kot modeli, ki ne vključujejo teh dejavnikov. To je povezano z dejstvom, da se – ob upoštevanju globalnega oskrbovanja – zaradi zmanjšanja trenj v trgovinski menjavi ne zniža le cena končnih dobrin, ampak so nižji tudi vhodni stroški podjetij.<sup>16</sup> Učinek carin lahko okrepi tudi računovodenje za globalno večfazno proizvodno strukturo, kjer so proizvodne faze organizirane zaporedno čez več državnih meja.<sup>17</sup> Prvič, ko dobrine večkrat prečkajo mejo v mednarodnem večfaznem proizvodnem procesu, so lahko obdavčene vsakič, ko prečkajo mejo. Drugič, carine se navadno obračunajo za celotno (bruto) uvozno vrednost dobrine in ne samo za dodano vrednost v zadnji fazi proizvodnje. Zaradi tega je efektivna carinska stopnja, ki se obračuna v zadnji fazi proizvodnje, tem večja, čim manjša je dodana vrednost v zadnjem proizvodnem procesu (v razmerju do njegove bruto vrednosti).

<sup>16</sup> Glej npr. Caliendo, L. in Parro, F., »Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA«, *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, str. 1–44. Glej tudi Jones, C.I., »Intermediate goods and weak links in the theory of economic development«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, str. 1–28, ki bolj splošno obravnava, kako proizvodi za vmesno porabo ustvarjajo povezave med podjetji, zaradi katerih lahko nastanejo multiplikativni oz. stopnjevalni učinki.

<sup>17</sup> Kvantitativni pomen teh stopnjevalnih učinkov se navadno preučuje v trgovinskih modelih splošnega ravnovesja, rezultati pa so mešani. Tako na primer Yi ter Antràs in de Gortari ugotavljajo, da so takšni stopnjevalni učinki večfazne proizvodnje lahko dokaj veliki, medtem ko Johnson in Moxnes menita, da ti učinki niso posebej pomembni, če jih primerjamo z modelom, ki dopušča globalno oskrbovanje. Glej Yi, K.M., »Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?«, *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, str. 52–102; Yi, K.M., »Can multistage production explain the home bias in trade?«, *American Economic Review*, 100, 2010, str. 364–393; Antràs, P., in de Gortari, A., »On the Geography of Global Value Chains«, mimeo, Harvard University, 2019; Johnson, R.C. in Moxnes, A., »GVCs and trade elasticities with multistage production«, *NBER Working Paper*, št. 26108, 2019.

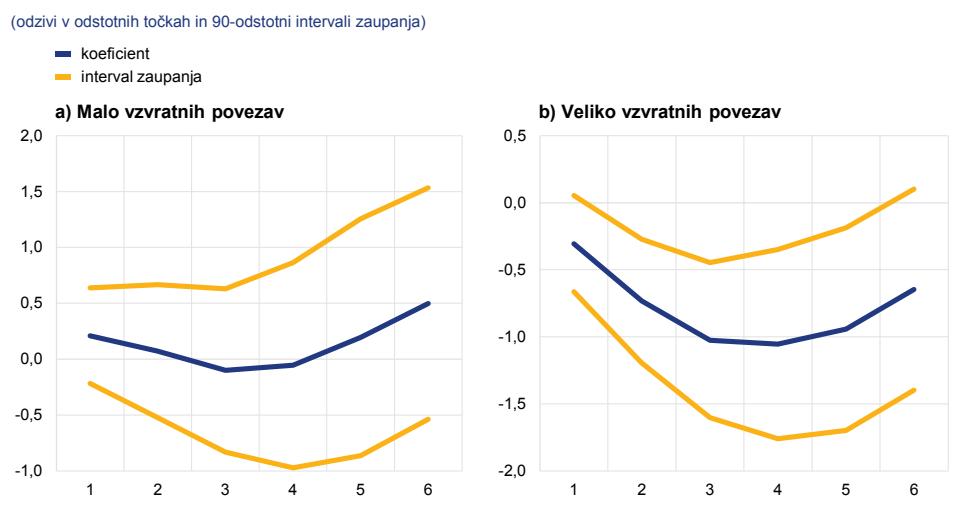
**Empirične analize nakazujejo, da zvišanje carin lahko na srednji rok močno upočasni gospodarsko aktivnost v panogah, ki so odvisne od tujih inputov.** Zaradi globalnega oskrbovanja podjetij lahko carine, katerih namen je bil zaščititi posamezne sektorje gospodarstva, istočasno prizadenejo domače proizvajalce v drugih panogah, ker se zvišajo njihovi vhodni stroški. Poleg tega mednarodna večfazna proizvodnja pomeni, da na vhodne stroške ne vplivajo samo carine države same, ampak tudi carine, ki se zaračunajo v zgodnejših fazah proizvodnje v dobavni verigi. Na primer carina, ki jo ZDA naložijo na kitajski izvoz, lahko prizadene mehiška podjetja v kasnejši fazi v dobavni verigi, če ta uporablajo ameriške inpute s kitajsko vsebino. Zaradi tega je vpliv carin na gospodarsko aktivnost odvisen od tega, kje v dobavni verigi se nahaja država-panoga. Graf B prikazuje impulzni odziv realne industrijske proizvodnje, če se spremenljivka, ki meri carine v zgodnejših fazah oziroma »carine po toku navzgor« za države-panoge z malo in veliko povezavami nazaj, spremeni za en standardni odklon.<sup>18</sup> Medtem ko povečanje carin v zgodnejših fazah nima večjega vpliva na realno aktivnost v panogah z malo povezavami nazaj, pa se za panoge v poznejših fazah v vrednostni verigi (tj. z veliko povezavami nazaj) ugotavljajo veliki negativni učinki, kar se zdi logično, saj je njihov proizvodni proces odvisen od inputov iz tujine.<sup>19</sup> Za takšne panoge je zvišanje carin v zgodnejših fazah za eno standardno deviacijo povezano z zmanjšanjem industrijske proizvodnje za eno odstotno točko po treh letih. Ta učinek postane statistično nepomemben po šestih letih.

<sup>18</sup> Carine v zgodnejših fazah se izračunajo kot tehtano povprečje carin na proizvode za vmesno porabo, ki jih uporablja država-panoga, pri čemer so uteži odvisne od deleža inputov v celotni proizvodnji države-panoge. To merilo se razširi tako, da vključuje tudi carine, ki jih naložijo države v zgodnejših fazah v dobavni verigi, pri čemer se upoštevajo spoznanja o kumulativnih carinah, ki sta jih predstavila Rouzet in Miroudot z uporabo OECD-jevih tabel ICIO. Podatki o carinah so pridobljeni na podrobni ravni posameznih izdelkov iz zbirke podatkov TRAINS in od Svetovne trgovinske organizacije, pri čemer se uporablja orodje Svetovne banke WITS (*World Integrated Trade Solution*), podatki pa se agregirajo na raven panoge z uporabo konstantnih trgovinskih deležev, izpeljanih iz podatkovnega niza BACI, ki ga pripravlja organizacija CEPII. Izpostaviti želimo, da carine, ki so naložene v zgodnejših fazah v vrednostni verigi lahko vplivajo tudi na obseg proizvodnje v panogah v poznejših fazah, kar pa v tem okvirju ni obravnavano. Rouzet, D. & S. Miroudot, »The cumulative impact of trade barriers along the value chain», *June 2013 Conference Paper*, GTAP resource No 4184, 2013.

<sup>19</sup> Impulzni odzivi se pridobjijo z uporabo Jordajevih lokalnih projekcij s standardnimi napakami, ki so zbrani v gruče na ravni države-panoge. Enota opazovanja je država-panoga v danem letu. Izhodna spremenljivka, ki nas zanima, je realna industrijska proizvodnja (pridobljena od organizacije UNIDO), ki se spreminja na dvomestni ravni klasifikacije panog v klasifikaciji ISIC. Zaradi uporabe lokalnih projekcij se spremembe te spremenljivke regresirajo na spremembe carin in vektor kontrolnih spremenljivk, ki vključuje dve zakasnitvi (vsake) spremembe odvisne spremenljivke, spremembe carin na inpute in zaščitnih carin, in nominalno rast dodane vrednosti. Ta model dodatno vsebuje fiksne učinke država-panoga, panoga-čas in država-čas, s katerimi se kontrolirajo različne druge vrste dejavnikov, ki lahko vplivajo na aktivnost v panogi. Carinske spremenljivke so postavljene v interakcijo z merilom država-panoga za povezave nazaj, izračunane iz OECD-jeve tabele ICIO za leto 2005, ki je v sredini vzorčnega obdobja. Vzorec zajema obdobje med leti 1995 in 2017 ter zajema 54 držav in 22 panog. Usmeritev na carine v zgodnejših fazah verige lahko zmanjša nevarnost endogenosti glede carinske spremenljivke, pri čemer je treba izpostaviti, da analiza ne predstavlja nujno vzročnih učinkov. Jorda, O., »Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95(1), 2005, str. 161–182.

## Graf B

Impulzni odzivi realne industrijske proizvodnje na povečanje carin v zgodnejših fazah verige (inputi) v obdobju šestih let



Viri: UNIDO, OECD, WITS, BACI, izračuni ECB.

Opombe: Impulzni odzivi se nanašajo na carinski šok v velikosti enega standardnega odklona. Države-panoge z veliko (malo) povezavami nazaj so države-panoge na 80. (20.) percentilu porazdelitve spremenljivke. Povezave nazaj merijo tujo vsebine v izvozu države-panoge, izračunajo pa se s pristopom Borin in Mancini (2019). Več podrobnosti o podatkih in pristopu k ocenjevanju modela je predstavljenih v opombi 7.

**Zaradi stopnjevalnih učinkov, ki nastajajo zaradi mednarodne večfazne proizvodnje, so trgovinski tokovi, povezani s sektorji v poznejših fazah verige, še posebej občutljivi na carine, kar je skladno z rezultati ocene, pridobljenimi iz gravitacijskega modela.** Ker se vrednost proizvodnje akumulira vzdolž vrednostne verige, so trgovinski stroški *ad valorem* (kot so carine) v absolutnem smislu višji za proizvajalce v poznejših fazah verige. Poleg tega mednarodna večfazna proizvodnja pomeni, da znižanje stroškov, doseženo s selitvijo, velja samo za dodano vrednost proizvodne faze, ki se preseli, medtem ko so se trgovinski stroški *ad valorem* naložijo na celotno vrednost proizvodnje v tej fazi. Iz obojega sledi, da se za panoge v poznejših fazah verige lahko pričakuje, da so posebej občutljive na carine, kar bi lahko bilo skladno s stopnjevalnimi učinki carin zaradi večfazne proizvodnje.<sup>20</sup> To je mogoče empirično preveriti z uporabo empiričnega gravitacijskega okvira s carinami, pri katerem se dvostranski izvoz na ravni panoge regresira na časovno spremenljivo dvostransko carinsko stopnjo na ravni panoge, z množico fiksnih učinkov pa se kontrolira za druge komponente trgovinskih stroškov.<sup>21</sup> Tu je dopuščeno, da se carinski koeficient spreminja s stopnjo tuje vsebine v dvostranskem izvozu, tako da je mogoče preučiti, ali je večji delež tuje vsebine (tj. več povezav nazaj) povezan z večjo

<sup>20</sup> Za več podrobnosti glej Johnson, R.C. in Moxnes, A., »GVCs and trade elasticities with multistage production«, *NBER Working Paper*, št. 26108, 2019.

<sup>21</sup> Uporabljena empirična postavitev je podobna kot pri Bergstrand et al., ki obravnavajo pristope k določanju ocenjene vrednosti za strukturne gravitacijske modele. Na primer, model vsebuje fiksne učinke izvoznik-panoga-čas in uvoznik-panoga-čas, kot tudi finske učinke izvoznik-uvoznik-panoga. Model se oceni na podlagi podatkov o trgovinski menjavi in proizvodnji v panogi, ki so izpeljani iz OECD-jevih tabel ICIO za obdobje od leta 1995 do leta 2015 ter pokrivajo 62 držav in 18 predelovalnih panog. Podatki o carinah so pridobljeni iz orodja WITS. Standardne napake so zbrane v gruči na dvostranski panogni ravni. Rezultati, predstavljeni v grafu C, se nanašajo na model, ocenjen z metodo OLS. Ocenjevanje modela z metodo Poisson Pseudo Maximum Likelihood daje kvalitativno podobne rezultate, ocenjene elastičnosti pa so na splošno večje. Glej Bergstrand, J. H., Larch, M., in Yotov, Y.V., »Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation«, *European Economic Review*, 78, 2015, str. 307–327.

občutljivostjo na trgovinske stroške. Empirični rezultati dejansko nakazujejo, da se občutljivost trgovinske menjave na carine strmo povečuje z obsegom tuje vsebine v dvostranskih trgovinskih tokovih (glej graf C). Medtem ko imajo sektorji z malo povezavami nazaj trgovinsko elastičnost blizu  $-0,8$ , pa pri sektorjih s srednjim obsegom tuje vsebine ta znaša  $-1,4$ , pri trgovinskih tokovih z veliko povezavami nazaj pa poskoči na  $-2,1$ .<sup>22</sup> Te ugotovitve so torej skladne z velikimi stopnjevalnimi učinki carin pri zaporedno organiziranih mednarodnih dobavnih verigah.

### Graf C

#### Občutljivost izvoza na carine po povezavah nazaj



Vir: OECD, WITS, BACI, izračuni ECB.

Opombe: Malo, srednje malo, srednje veliko in veliko povezav nazaj se nanaša na štiri kvartile porazdelitve spremenljivke povezav nazaj. Povezave nazaj merijo tujo vsebino v izvozu države-panoge, izračunajo pa se s pristopom Borin in Mancini (2019). Odvisna spremenljivka se nanaša na dvostranski izvoz na ravnih panogih, ki je regresiran na dvostranske carinske stopnje, značilne za panogo, pri čemer se druge dejavnike, ki vplivajo na izvoz, kontrolira z ustreznimi fiksнимi učinki. Več podrobnosti o podatkih in pristopu k ocenjevanju modela je predstavljenih v opombi 9.

**V luči slednjega se pogosto predpostavlja, da so globalne vrednostne verige eden od dejavnikov v sedanjem trgovinskem sporu med ZDA in Kitajsko, saj povečujejo vpliv zvišanja carin.** Poleg tega prejšnji rezultati nakazujejo, da carine, s katerimi se zvišajo vhodni stroški, lahko bistveno zmanjšajo proizvodnjo v sektorjih, v katerih so proizvodni procesi odvisni od tujih proizvodov za vmesno porabo. Ker so bile carine, ki so jih ZDA uvedle proti Kitajski, usmerjene na veliko število proizvodov za vmesno porabo, je ta kanal dejansko lahko pomemben v sedanjem trgovinskem sporu.<sup>23</sup> Po drugi strani je pomen stopnjevalnih učinkov, ki nastajajo zaradi globalne večfazne proizvodnje, manj jasen in je odvisen od deleža trgovinske menjave, povezane z GVV, v dvostranskih trgovinskih odnosih. Podatki OECD za leto 2015 nakazujejo, da skupno približno 25% trgovinske menjave med ZDA in Kitajsko poteka po povezavah v okviru GVV (nemodri del stolpcov v grafu D).<sup>24</sup> To je za obe državi

<sup>22</sup> Gravitacijski model omogoča dolgoročno perspektivo. Elastičnost  $-1$  kaže, da bi 10-odstotno zvišanje dvostranskih carin povzročilo 10-odstotni upad dvostranskega izvoza.

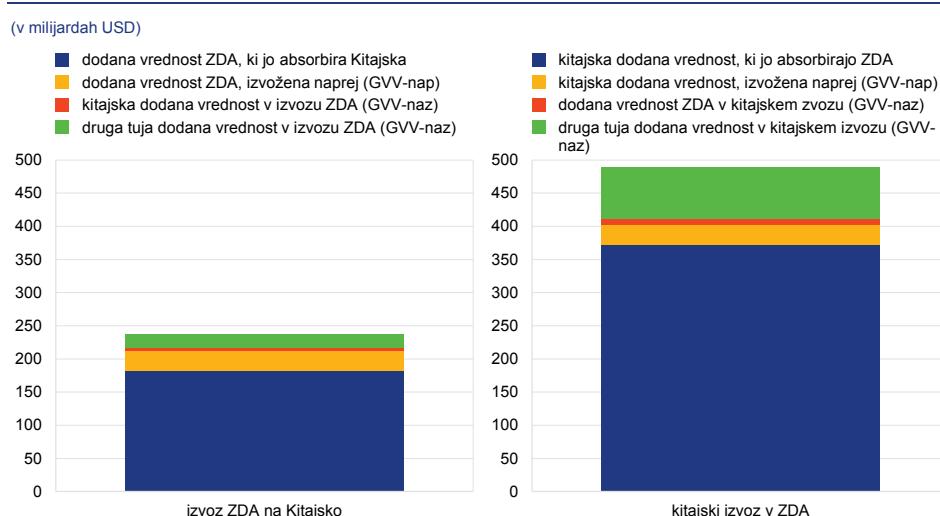
<sup>23</sup> Proizvodi za vmesno porabo predstavljajo več kot polovico vrednosti proizvodov, na katere vplivajo carine, ki so jih v trejem četrletju 2018 ZDA uvedle za uvoz iz Kitajske (v vrednosti 250 milijard USD). Glej npr. Bown, C. P., Jung, E. in Lu, Z., »Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase«, *Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch*, 20. september 2018.

<sup>24</sup> Opozoriti velja, da kitajska in ameriška dodana vrednost, ki jo absorbira uvoznik (modri del v grafu D), zajema proizvode za vmesno porabo in končne proizvode.

manj od skupnega deleža trgovinske menjave, povezane z GVV, v skupnem izvozu in manj od (tehtanega) povprečnega deleža trgovinske menjave, povezane z GVV, v svetovni trgovinski menjavi (graf A), kar je po drugi strani mogoče razložiti z veliko geografsko razdaljo med obema državama. Poleg tega so za ameriški izvoz na Kitajsko (rumeni del v grafu D) povezave naprej relativno bolj pomembne, kar kaže, da se ameriški izvoz na Kitajsko umešča v dokaj zgodnje faze v vrednostni verigi.<sup>25</sup> Nasprotno je za kitajski izvoz v ZDA delež povezav nazaj večji (zeleni in oranžni del v grafu D), zato so ti trgovinski tokovi lahko bolj občutljivi na stopnjevalne učinke zvišanja carin, povezane z večfazno organizacijo proizvodnje, ki je obravnavana zgoraj.<sup>26</sup>

### Graf D

Sestava dvostranskega izvoza med ZDA in Kitajsko v letu 2015



Vir: OECD-jeve tabele ICIO in izračuni ECB na podlagi Borin in Mancini (2019).

Opombe: Modri del obsega proizvode za vmesno porabo in končne proizvode. GVV-nap in GVV-naz označujeta povezave naprej in nazaj. Izvoz vključuje blago in storitve.

<sup>25</sup> Takšne povezave naprej lahko pomenijo, da se stroški carin prevalijo na tretje trge v poznejših fazah vrednostne verige. Glej npr. Mao, H. & H. Görg (2019), »Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains«, Kiel Center for Globalization Working Paper št. 17.

<sup>26</sup> Kar zadeva sektorsko razčlenitev bruto dvostranske trgovinske menjave, po podatkih OECD za leto 2015 prihaja 90% skupnega (tj. blago in storitve) kitajskega izvoza v ZDA iz predelovalnega sektorja, manj kot 10% iz storitvenega sektorja, vloga kmetijskega sektorja pa je zanemarljiva. Nasprotno prihaja okrog 50% skupnega ameriškega izvoza na Kitajsko iz predelovalnega sektorja, približno 7% iz kmetijskega, ostane pa je večinoma povezan s storitvenimi dejavnostmi. Če se osredotočimo samo na blagovno menjavo, skoraj 55% kitajskega bruto izvoza v ZDA predstavljajo proizvodi za široko porabo (telefoni, računalniki in osebni avtomobili), medtem ko na proizvode za vmesno porabo odpade okrog 30%, na investicijsko blago pa okrog 15%. Večino ameriškega izvoza na Kitajsko predstavljajo proizvodi za vmesno porabo (več kot 55%), medtem ko investicijsko blago in proizvodi za široko porabo predstavljajo vsak po 15% (še 15% pa drugi proizvodi).

## 2

## Odziv trgov na dvostopenjski sistem obrestovanja

Pripravili Luca Baldo, Cristina Coutinho in Nick Lighthart

**ECB je 30. oktobra 2019 uvedla dvostopenjski sistem obrestovanja, po katerem je del imetij presežne likvidnosti, ki jih imajo kreditne institucije pri Eurosistemu, izvzet iz obrestovanja po negativni obrestni meri.** Dvostopenjski sistem obrestovanja se ne uporablja za imetja v okviru odprte ponudbe mejnega depozita, ampak velja le za presežno likvidnost, ki jo imajo banke na tekočem računu pri Eurosistemu.<sup>27</sup> Imetja presežne likvidnosti (tj. rezervna imetja nad obveznimi rezervami), ki so izvzeta, se obrestujejo po 0-odstotni obrestni meri namesto po obrestni meri za mejni depozit, ki trenutno znaša –0,5%.

**Cilj dvostopenjskega sistema je podpreti transmisijo denarne politike preko bančnega sistema ter tako ohraniti na splošno pozitiven prispevek negativnih obrestnih mer k spodbujevalno naravnani denarni politiki.** Svet ECB je obseg izvzetih imetij presežne likvidnosti (priznano izvzetje) določil kot šestkratnik obveznih rezerv institucije. Večkratnik je enak za vse institucije, njegov namen pa je spodbuditi prenos negativne obrestne mere za mejni depozit na bančne posojilne obrestne mere, pri čemer se deloma nevtralizira neugoden vpliv negativnih obrestnih mer na dobičkonosnost bank ter obenem zagotavlja, da ostanejo eurske kratkoročne obrestne mere denarnega trga blizu omenjene obrestne mere denarne politike. Večkratnik in stopnja obrestovanja izvzete presežne likvidnosti se lahko sčasoma spremenita, da bi banke svojim strankam še naprej ponujale posojila po pogojih, ki so popolnoma skladni z zaželeno naravnostjo denarne politike.

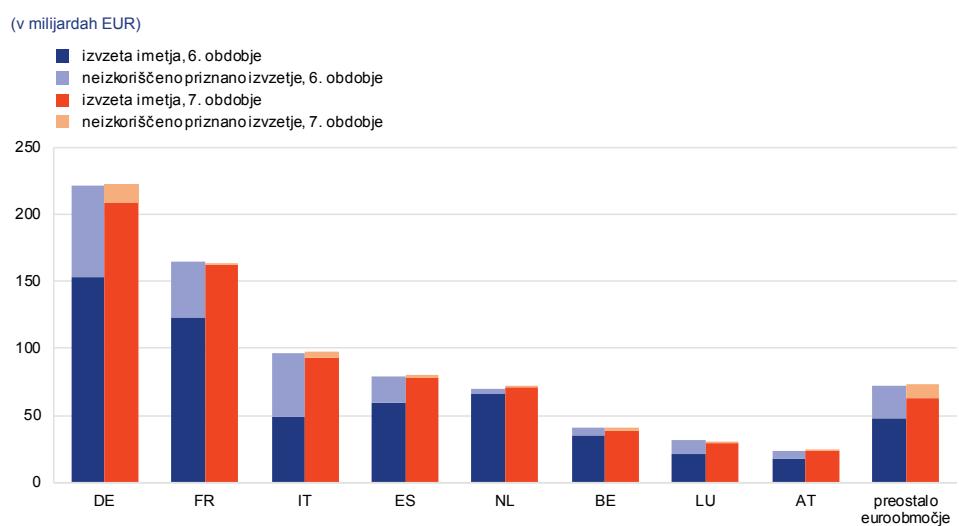
**Z uvedbo dvostopenjskega sistema so banke, katerih presežna likvidnost je manjša od priznanega izvzetja, povečale imetja presežne likvidnosti, in sicer z izposojanjem pri bankah, ki presegajo priznano izvzetje.** Na dan 30. oktobra 2019, ko je dvostopenjski sistem začel veljati, so banke neizkorističeno priznano izvzetje zmanjšale z 28% na 13% skupnega priznanega izvzetja. V naslednjih dneh so banke, ki niso v celoti izkoristile svojega priznanega izvzetja, še naprej postopoma povečevale imetja presežne likvidnosti, dokler ni do 11. decembra ostalo neizkorističenih manj kot 5% priznanega izvzetja (glej graf A). Obenem se je presežna likvidnost v imetju bank, ki so presegle priznano izvzetje, rahlo zmanjšala, kar kaže na prerazporejanje presežne likvidnosti preko denarnih trgov in drugih kanalov v skladu s spodbudami, ki jih daje dvostopenjski sistem (glej graf B).

---

<sup>27</sup> ECB je objavila dodatne informacije o [dvostopenjskem sistemu obrestovanja presežnih rezerv](#).

## Graf A

### Izvzeta imetja presežne likvidnosti in priznano izvzetje po državah



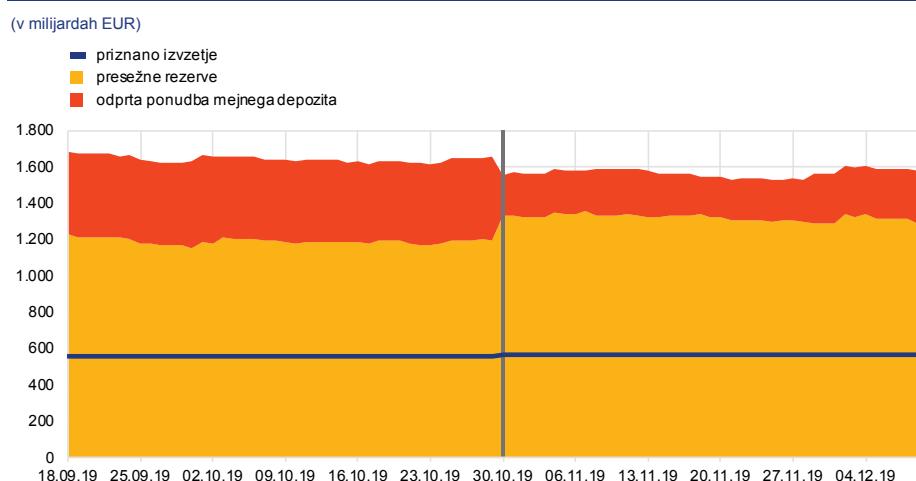
Vir: ECB.

Opombe: Dejansko izvzeta imetja in neizkoriščeno priznano izvzetje so izračunani na podlagi posameznih povprečnih imetij presežne likvidnosti (presežnih rezerv plus uporabe odprte ponudbe mejnega depozita) v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv (6. obdobje) ter na podlagi povprečnih imetij presežnih rezerv (do 24. novembra) v sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv (7. obdobje).

Zadnji podatki: 11. december 2019.

## Graf B

### Gibanje presežne likvidnosti v bankah, ki presegajo priznano izvzetje



Vir: ECB.

Opombe: Presežne rezerve in uporaba odprte ponudbe mejnega depozita v bankah, ki so priznano izvzetje presegle v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv in na začetku sedmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Siva črta označuje začetek sedmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (30. 10. 2019).

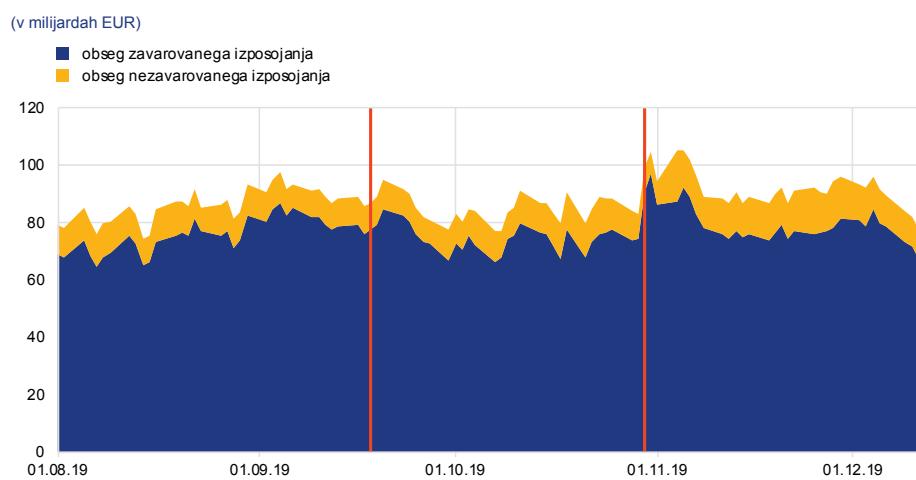
Zadnji podatki: 11. december 2019.

**Večina povečanega izposojanja bank na denarnem trgu je potekala preko zavarovanih transakcij.** Podatki o transakcijah za podskupino bank z neizkoriščenim priznanim izvzetjem kažejo, da so te v prvih dneh po uvedbi dvostopenjskega sistema povečale povprečno dnevno zavarovano izposojanje za okrog 15 milijard EUR, medtem ko je njihovo nezavarovano izposojanje ostalo večinoma nespremenjeno (glej graf C). Zatem se je zapolnile neizkoriščenega priznanega izvzetja z zadolževanjem na denarnem trgu zmanjšala. Poleg denarnega trga lahko banke za

zapolnитеv neizkoriščenega priznanega izvzetja sprejmejo tudi druge strategije, kot je na primer prodaja finančnega premoženja.

### Graf C

#### Obseg kratkoročnega zavarovanega in nezavarovanega izposojanja denarja v bankah z neizkoriščenim priznatim izvzetjem



Viri: ECB, statistika denarnega trga.

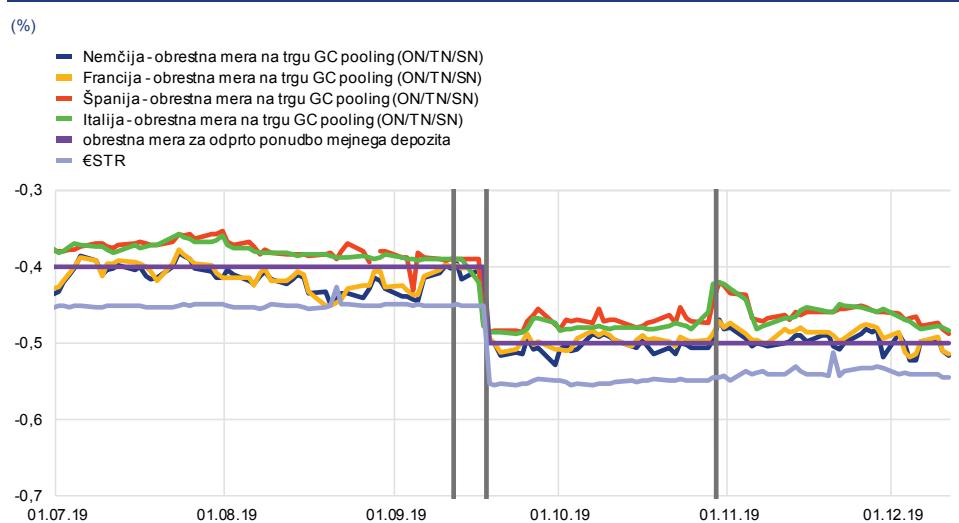
Opombe: Izposojanje denarja v zavarovanem in nezavarovanem segmentu na podlagi transakcij z najkrajšimi ročnostmi (O/N, T/N in S/N) v bankah, ki poročajo o denarnem trgu in imajo neizkoriščeno priznano izvzetje, izračunano na podlagi njihove presežne likvidnosti v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Rdeči črti označujejo začetek šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (18. 9. 2019) in sedmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (30. 10. 2019).

Zadnji podatki: 11. december 2019.

**Čeprav je povečanje trgovalne aktivnosti začasno sovpadlo z višjimi obrestnimi merami denarnega trga, izkušnje po prvih šestih tednih uporabe dvostopenjskega sistema kažejo, da je bil vpliv na obrestne mere denarnega trga malenkosten ter da te obrestne mere še naprej tesno sledijo obrestnim meram denarne politike.** Po uvedbi dvostopenjskega sistema je ostala €STR (obrestna mera za nezavarovano izposojanje čez noč na grosističnih trgih) blizu povprečne ravni, izračunane za obdobje od 1. do 29. oktobra. Obrestne mere v zavarovanem segmentu so se v največjih državah euroobmočja začasno zvišale (za največ 6 bazičnih točk), vendar so se odtlej vrnilile na ravnini, ki so znotraj razpona volatilnosti, zabeleženega pred uvedbo dvostopenjskega sistema (glej graf D).

## Graf D

### Obrestne mere na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu



Viri: ECB, MTS, NEX.

Opombe: Repo obrestne mere na trgu GC Pooling so povprečne obrestne mere, tehtane z obsegom trgovanja, za nemško, francosko, špansko in italijansko finančno premoženje za zavarovanje terjatev, transakcije z zapadlostjo O/N, T/N in S/N pa imajo isti datum. Sive črte označujejo septembrsko sejo Sveta ECB (12. 9. 2019), začetek šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (18. 9. 2019), ko je začelo veljati znižanje obrestne mере za odprto ponudbo mejnega depozita za 10 bazičnih točk, ter začetek sedmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (30. 10. 2019), ko se je začel uporabljati dvostopenjski sistem. Uvajalna €STR do 30. septembra ter €STR od 1. oktobra dalje.

Zadnji podatki: 11. december 2019.

### 3

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. julija do 29. oktobra 2019

Pripravila Luca Baldo in Denis Lungu

**V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019, ki sta trajali od 31. julija do 17. septembra 2019 oziroma od 18. septembra do 29. oktobra 2019.** Obravnavano obdobje zajema obsežen sveženj ukrepov denarne politike, ki ga je Svet ECB sprejel 12. septembra 2019. V svežnju je pet elementov: (i) znižanje obrestne mera za odprto ponudbo mejnega depozita z –0,40% na –0,50%, ki je začelo veljati 18. septembra, medtem ko sta obrestna mera v operacijah glavnega refinanciranja in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila ostali nespremenjeni na ravni 0,00% oziroma 0,25%, (ii) prilagoditev prihodnje usmeritve denarne politike glede gibanja ključnih obrestnih mer ECB, (iii) ponoven začetek izvajanja neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev s 1. novembrom, (iv) spremenjen način izvajanja nove serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), (v) uvedba dvostopenjskega sistema obrestovanja rezervnih imetij z začetkom izvajanja v sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se je začelo 30. oktobra 2019. Hkrati je Eurosistem še naprej v celoti ponovno investiral glavnico zapadnih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Poleg tega je ECB 2. oktobra 2019 začela objavljati novo referenčno obrestno mero za nezavarovane transakcije čez noč v euroobmočju – eursko kratkoročno obrestno mero (€STR). Z navedenim dnem se je spremenila tudi metodologija izračunavanja obrestne mere EONIA (povprečja indeksov transakcij čez noč v eurih), tako da se ta zdaj izračunava kot obrestna mera €STR, ki se ji doda fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.559,5 milijarde EUR, kar je za 48,2 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019) (glej tabelo A).** Povečanje likvidnostnih potreb je bilo predvsem posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 45,6 milijarde EUR na 1.426,9 milijarde EUR.

**Povečanje neto avtonomnih dejavnikov je bilo posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti, kar je več kot odtehtalo rast dejavnikov povečevanja likvidnosti.** K povečanju dejavnikov umikanja likvidnosti so prispevali predvsem »drugi avtonomni dejavniki«, ki so se v povprečju povečali za 57,6 milijarde EUR na 846,4 milijarde EUR. Bankovci v obtoku so se v povprečju povečali za 17,8 milijarde EUR na 1.251,8 milijarde EUR. Vloge države so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 11,9 milijarde EUR na 282,4 milijarde EUR in v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv dosegle rekordno vrednost v višini 298,6 milijarde EUR. Med avtonomnimi dejavniki povečevanja likvidnosti se je neto tuja aktiva povečala za

38,5 milijarde EUR na 737,9 milijarde EUR, medtem ko je neto aktiva v eurih ostala približno nespremenjena na ravni 216,1 milijarde EUR (povečala se je za 3,2 milijarde EUR). Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja so se v obravnavanem obdobju zmanjšale, njihova sezonska dinamika pa je bila ob koncu septembra manj izrazita kot ob koncu prejšnjega četrletja in ob koncu septembra 2018.<sup>28</sup>

**Tabela A**  
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 31. julij–29. oktober 2019					Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. julij–17. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–29. oktober	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>2.380,7</b> <b>(+87,3)</b>	<b>2.345,3</b> <b>(+6,3)</b>	<b>2.421,9</b> <b>(+76,6)</b>	<b>2.293,3</b> <b>(+57,2)</b>			
Bankovci v obtoku	1.251,8 <b>(+17,8)</b>	1.251,1 <b>(+10,2)</b>	1.252,7 <b>(+1,7)</b>	1.234,1 <b>(+21,8)</b>			
Vloge države	282,4 <b>(+11,9)</b>	268,5 <b>(−27,4)</b>	298,6 <b>(+30,1)</b>	270,5 <b>(+7,2)</b>			
Drugi avtonomni dejavniki <sup>1</sup>	846,4 <b>(+57,6)</b>	825,7 <b>(+23,4)</b>	870,5 <b>(+44,8)</b>	788,7 <b>(+28,2)</b>			
<b>Tekoči računi nad obveznimi rezervami</b>	<b>1.225,2</b> <b>(−17,2)</b>	<b>1.199,5</b> <b>(−4,8)</b>	<b>1.255,3</b> <b>(+55,8)</b>	<b>1.242,4</b> <b>(−0,7)</b>			
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>642,6</b> <b>(−74,9)</b>	<b>687,8</b> <b>(−14,5)</b>	<b>589,8</b> <b>(−98,0)</b>	<b>717,5</b> <b>(−40,1)</b>			
Obvezne rezerve	132,6 <b>(+2,5)</b>	132,0 <b>(+0,6)</b>	133,2 <b>(+1,2)</b>	130,1 <b>(+1,9)</b>			
Odprta ponudba mejnega depozita	510,0 <b>(−77,4)</b>	555,7 <b>(−15,1)</b>	456,6 <b>(−99,1)</b>	587,4 <b>(−42,0)</b>			
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>			

Vir: ECB.

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

1) Izračunano kot seštevek računov prevrednotenja, drugih terjatev in obveznosti rezidentov euroobmočja ter kapitala in rezerv.

<sup>28</sup> Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja večinoma sestavljajo računi v eurih, ki jih imajo centralne banke zunaj euroobmočja pri nacionalnih centralnih bankah Eurosistema. Ob koncu vsakega četrletja centralne banke zunaj euroobmočja navadno povečajo svoje vloge pri nacionalnih centralnih bankah Eurosistema, saj so jih komercialne banke manj pripravljene sprejemati. Centralne banke zunaj euroobmočja svoj denar namreč deponirajo tudi pri komercialnih bankah, razen na datum poročanja (tj. ob koncu četrletja), ko komercialne banke praviloma zmanjšujejo vrednost svojih bilanc. Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih so se 30. septembra povečale na 252,2 milijarde EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 223,1 milijarde EUR v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. To pomeni, da je bil učinek manj izrazit kot 30. junija 2019, ko so se te obveznosti povečale na 277,4 milijarde EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 243,7 milijarde EUR v četrtjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Leto prej, 30. septembra 2018, se je navedena bilančna postavka povečala na 301,7 milijarde EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 264,7 milijarde EUR v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018.

## Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. julij–29. oktober 2019					Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019		
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. julij–17. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–29. oktober	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>954,0</b>	<b>(+41,7)</b>	<b>924,7</b>	<b>(+3,9)</b>	<b>988,2</b>	<b>(+63,5)</b>	<b>912,3</b>	<b>(+44,2)</b>
Neto tuja aktiva	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Neto aktiva v eurih	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>3.294,6</b>	<b>(-46,6)</b>	<b>3.307,9</b>	<b>(-17,2)</b>	<b>3.279,2</b>	<b>(-28,7)</b>	<b>3.341,2</b>	<b>(-27,9)</b>
Operacije odprtrega trga	3.294,6	(-46,6)	3.307,9	(-17,2)	3.279,2	(-28,7)	3.341,2	(-27,9)
Avkijski postopki	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
Operacije glavnega refinanciranja	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-III)	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Dokončni portfelji	2.610,7	(-15,1)	2.612,4	(-8,0)	2.608,7	(-3,7)	2.625,9	(-15,4)
Prvi program nakupa kritih obveznic	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Drugi program nakupa kritih obveznic	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Tretji program nakupa kritih obveznic	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.087,6	(-4,8)	2.087,8	(-1,4)	2.087,4	(-0,4)	2.092,4	(-9,2)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Mejno posojilo	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

Vir: ECB.

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

## Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. julij–29. oktober 2019					Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. julij–17. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–29. oktober	Tretje in četrtto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe <sup>1</sup>	1.559,5 (+48,2)	1.552,7 (+2,6)	1.567,4 (+14,8)	1.511,3 (+14,9)			
Neto avtonomni dejavniki <sup>2</sup>	1.426,9 (+45,6)	1.420,6 (+2,0)	1.434,2 (+13,6)	1.381,3 (+13,0)			
Presežna likvidnost <sup>3</sup>	1.735,2 (−94,5)	1.755,2 (−19,9)	1.711,8 (−43,4)	1.829,6 (−42,9)			

Vir: ECB.

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

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

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

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

## Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. julij–29. oktober 2019					Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. julij–17. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–29. oktober	Tretje in četrtto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Odperta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Odperta ponudba mejnega depozita	−0,45 (−0,05)	−0,40 (+0,00)	−0,50 (−0,10)	−0,40 (+0,00)	−0,40 (+0,00)	−0,40 (+0,00)	−0,40 (+0,00)
EONIA <sup>1</sup>	−0,408 (−0,04)	−0,362 (+0,01)	−0,462 (−0,10)	−0,363 (+0,00)	−0,408 (−0,04)	−0,362 (+0,01)	−0,462 (−0,10)
€STR <sup>2</sup>	−0,496 (−0,05)	−0,450 (+0,00)	−0,550 (−0,10)	−0,450 (−0,00)	−0,496 (−0,05)	−0,450 (+0,00)	−0,550 (−0,10)

Vir: ECB.

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

1) Od 1. oktobra 2019 izračunano kot €STR plus 8,5 bazične točke.

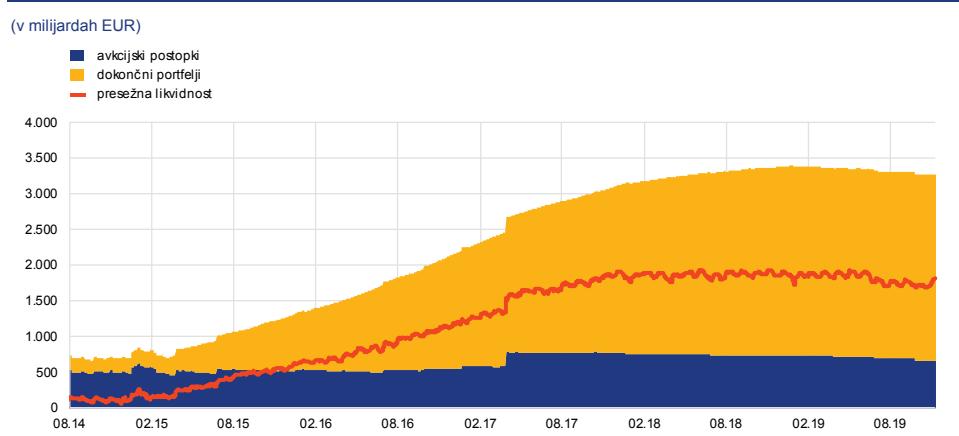
2) V izračun povprečnih vrednosti pred 30. septembrom 2019 so vključeni podatki pred uvedbo obrestne mere €STR.

## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkcijskimi postopki in portfelji denarne politike) se je zmanjšal za 46,6 milijarde EUR na 3.294,6 milijarde EUR (glej graf A).** K zmanjšanju sta prispevala manjše povpraševanje v avkcijskih postopkih in manjša likvidnostna injekcija iz portfeljev denarne politike, kar je bilo posledica unovčenja vrednostnih papirjev, kupljenih v preteklosti v okviru programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev, in majhnega znižanja knjigovodske vrednosti instrumentov, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

### Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtrega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 31,1 milijarde EUR na 683,9 milijarde EUR.** K temu je prispevalo predvsem zmanjšanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja. Stanje sredstev, izposojenih v okviru druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), se je zaradi prostovoljnih predčasnih odplačil v višini 31,8 milijarde EUR, ki so bila poravnana 25. septembra, v obravnavanem obdobju zmanjšalo v povprečju za 29,5 milijarde EUR. To zmanjšanje je le delno odtehtal znesek v višini 3,4 milijarde EUR, dodeljen v prvi operaciji iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-III), poravnani na isti dan. Zaradi manjšega povpraševanja nasprotnih strank se je zmanjšal tudi znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja in s 3-mesečnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, in sicer v povprečju za 2,6 milijarde EUR na 2,5 milijarde EUR oziroma v povprečju za 0,3 milijarde EUR na 2,9 milijarde EUR.

**Zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in manjšega upada vrednosti portfelja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja se je znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi portfelji denarne politike, zmanjšal za 15,1 milijarde EUR na 2.610,7 milijarde EUR.** Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v portfelju prvih dveh programov nakupa kritih obveznic je v

obravnavanem obdobju znašalo 9,1 milijarde EUR. Kar zadeva program nakupa vrednostnih papirjev, so bili neto nakupi med 1. januarjem 2019 in 31. oktobrom 2019 ustavljeni, vendar se je glavnica zapadlih vrednostnih papirjev še naprej ponovno investirala. Tudi če se glavnica ponovno investira v celoti, se lahko zaradi operativnih razlogov pri skupnem obsegu in sestavi programa nakupa vrednostnih papirjev pojavijo manjša začasna odstopanja.<sup>29</sup> Zato se je knjigovodska vrednost portfelja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja v obravnavanem obdobju v povprečju malenkostno zmanjšala za 4,8 milijarde EUR na 2.087,6 milijarde EUR.

## Presežna likvidnost

**Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem zmanjšala za 94,5 milijarde EUR na 1.735,2 milijarde EUR (glej graf A).** K zmanjšanju so prispevali večji neto avtonomni dejavniki in manjša likvidnost, zagotovljena z Eurosistemovimi avkijskimi postopki in portfelji denarne politike. V šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je uporaba odprte ponudbe mejnega depozita zmanjšala za 99,1 milijarde EUR, presežna likvidnost, deponirana na tekočih računih, pa se je povečala za 55,8 milijarde EUR. Ta sprememba kaže, da so začeli nekateri finančni posredniki sredstva preusmerjati z odprte ponudbe mejnega depozita na tekoče račune v pričakovanju uvedbe dvostopenjskega sistema obrestovanja rezervnih imetij, ki je bila napovedana 12. septembra 2019, saj se obrestovanje po ničelnici obrestni meri uporablja samo za sredstva na tekočih računih. Dvostopenjski sistem se uporablja od sedmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se je začelo 30. oktobra 2019, zato ne vpliva na obrestovanje presežne likvidnosti v obravnavanem obdobju. Rezervna imetja nasprotnih strank so izračunana na podlagi povprečnega stanja na tekočih računih kreditnih institucij ob koncu koledarskega dneva v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

## Gibanje obrestnih mer

**V obravnavanem obdobju, in sicer 2. oktobra, je bila prvič objavljena eurska kratkoročna obrestna mera (€STR).**<sup>30</sup> Na podlagi primerjave s podatki pred objavo, ki kažejo t. i. uvajalno €STR, se obrestna mera €STR v času okrog prve objave ni spremenila.

**Znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita na –0,50%, ki je začelo veljati 18. septembra, se je preneslo v kratkoročne obrestne mere denarnega trga.** V nezavarovanem segmentu denarnega trga se je znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita za 10 bazičnih točk v celoti preneslo v obrestno mero €STR, saj je ta v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povprečno znašala –0,550%, v primerjavi z –0,450% v petem obdobju izpolnjevanja

<sup>29</sup> Glej članek z naslovom »[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, 2019.

<sup>30</sup> Glej okvir z naslovom »[Goodbye EONIA, welcome €STR!](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2019.

obveznih rezerv.<sup>31</sup> V istem obdobju se je znižala tudi EONIA, in sicer z  $-0,362\%$  na  $-0,462\%$ . Nižja obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita se je prenesla tudi v obrestne mere na zavarovanem denarnem trgu. Od petega do šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv so se povprečne repo obrestne mere čez noč pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev na trgu GC Pooling<sup>32</sup> znižale za  $0,097\%$  na  $-0,502\%$ , pri razširjeni košarici pa za  $0,094\%$  na  $-0,491\%$ .

---

<sup>31</sup> Zaradi primerjave je pred 30. septembrom 2019 prikazana uvajalna obrestna mera €STR.

<sup>32</sup> Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice premoženja za zavarovanje terjatev.

## 4

# Kazalniki razmer na trgu dela v euroobmočju

Pripravila Vasco Botelho in António Dias da Silva

V tem okvirju sta predstavljeni dve komplementarni orodji za ocenjevanje uspešnosti trga dela v euroobmočju. Prvo je vizualizacijsko orodje v obliki polarnega grafikona, na katerem je prikazanih 18 spremenljivk, ki opisujejo trenutne razmere na trgu dela v euroobmočju. Z drugim orodjem se pri spremenljivkah, prikazanih na polarnem grafikonu, uporabi analiza glavnih komponent. S tem pristopom se razpoložljive informacije o razmerah na trgu dela v euroobmočju strnejo v dveh sintetičnih kazalnikih:<sup>33</sup> raven aktivnosti in dinamika na trgu dela. S kazalnikom ravni aktivnosti primerjamo gibanja na trgu dela skozi čas, s kazalnikom dinamike na trgu dela pa ocenjujemo stopnjo sprememb v uspešnosti trga dela. Predstavljena analiza se nanaša na euroobmočje kot celoto in ne prikazuje v celoti razlik na trgu dela med državami.

### **Vizualizacijsko orodje za trg dela v euroobmočju je prikazano v grafu A, v katerem so razmere na trgu dela predstavljene z uporabo pristopa »večzariščnih leč«.**

<sup>34</sup> To orodje omogoča hiter pregled trga dela tako, da se trenutne vrednosti v vsaki časovni seriji primerjajo z najboljšimi in najslabšimi rezultati od leta 2005. Omogoča tudi primerjavo sedanjih razmer na trgu dela s tistimi v drugih časovnih točkah, kot sta vrh pred krizo (prvo četrletje 2008) in začetek okrevalja gospodarstva (prvo četrletje 2013). Spremenljivke, prikazane v grafu A, odražajo kompleksnost trga dela. Kot take ne obravnavajo le sedanje dinamike zaposlenosti in brezposelnosti, temveč dajejo tudi dodatne informacije o drugih dejavnikih, ki določajo razmere na trgu dela za delavce in podjetja, kot so (i) stanje brezposelnosti z vidika trajanja in starosti, (ii) tokovi na trgu dela in objavljena prosta delovna mesta, (iii) uporaba vložka dela kot proizvodnega dejavnika ter posledice za produktivnost dela in realne plače, (iv) strukturni dejavniki, ki lahko vplivajo na sedanja gibanja na trgu dela.

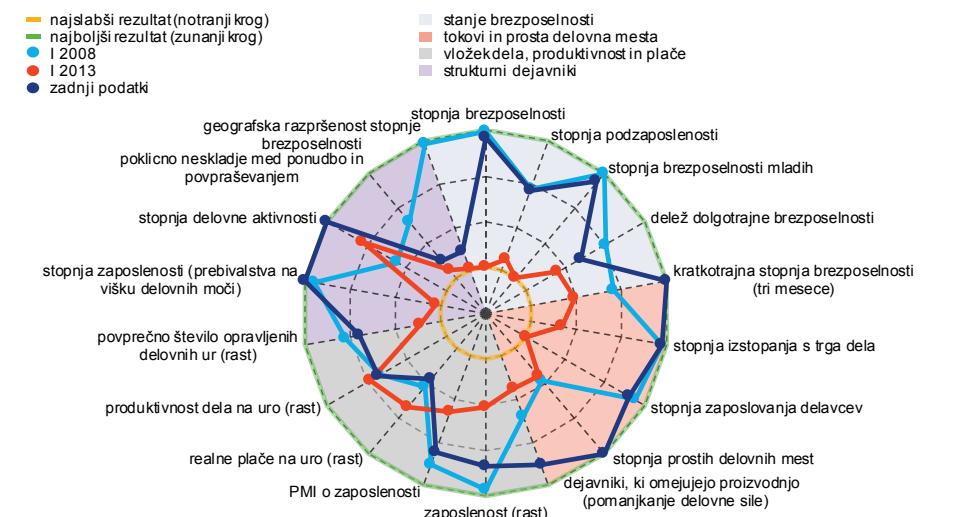
<sup>33</sup> Metodološki pristop sledi pristopu, ki se uporablja pri »[kazalnikih razmer na trgu dela](#)«, ki jih je razvila Federal Reserve Bank of Kansas City. Druge kazalnike razmer na trgu dela so po podobnem pristopu pripravile [Reserve Bank of Australia](#), [Bank of Canada](#) in [Reserve Bank of New Zealand](#).

<sup>34</sup> Predstavitev spremenljivk trga dela v tej obliki se zgleduje po »[polarnem grafikonu porazdelitve spremenljivk trga dela](#)«, ki ga je razvila Federal Reserve Bank of Atlanta, tj. po orodju, razvitem za spremeljanje splošnih gibanj na trgu dela skozi čas. Vizualizacijski pristop, uporabljen v tem okvirju, se rahlo razlikuje od omenjenega grafikona, saj ne vključuje razvrstitev podatkov. Vrednosti so normalizirane, tako da je mogoče najboljše in najslabše rezultate pri posameznih spremenljivkah v vzorcu primerjati med sabo. Datumi gospodarskega cikla, ki opredeljujejo vrh pred krizo v obdobju 2008–2009 in dno, ki označuje začetek okrevalja gospodarstva, so iz objav [odbora za datiranje gospodarskih ciklov v euroobmočju \(Euro Area Business Cycle Dating Committee\)](#) pri Centru za raziskovanje ekonomske politike (Centre for Economic Policy Research, CEPR).

## Graf A

### Helikopterski pogled na trg dela v euroobmočju od leta 2005

(notranji krog: najslabši rezultat od I 2005; zunanj krog: najboljši rezultat od I 2005; vrednosti so normalizirane za vsako spremenljivko)



Vir: Eurostat (kratkoročni statistični podatki in anketa o delovni sili za vse spremenljivke v zvezi z brezposelnostjo, stopnjo zaposlenosti in stopnjo delovne aktivnosti; statistika o prostih delovnih mestih za stopnjo prostih delovnih mest; nacionalni računi za zaposlenost, plače, opravljene delovne ure), Evropska komisija (ankete o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov za dejavnike, ki omejujejo proizvodnjo (pomanjkanje delovne sile)), Markit (za indeks vodij nabave, PMI) in izračuni strokovnjakov ECB. Dodatne informacije o stopnji zaposlovanja delavcev in stopnji izstopanja s trga dela so v opombi 3 in v opombi 4 o geografski razpršenosti brezposelnosti in poklicnem neskladju med ponudbo in povpraševanjem. Zadnji podatki za indeks PMI o zaposlenosti in za dejavnike, ki omejujejo proizvodnjo (pomanjkanje delovne sile), se nanašajo na oktober 2019; zadnji podatki za stopnjo brezposelnosti, geografsko razpršenost stopnje brezposelnosti in rast zaposlenosti (prva ocena) se nanašajo na september 2019, zadnji podatki za preostale spremenljivke pa na drugo četrletje 2019.

Opombe: (i) vse stopnje rasti so medletne; (ii) prebivalstvo na višku delovnih moči vključuje vse posameznike v starosti od 25 do 54 let; (iii) stopnja brezposelnosti mladih je opredeljena za posameznike v starosti od 15 do 24 let; (iv) stopnja podzaposlenosti je za prvo četrletje 2005 do zadnjega četrletja 2007 določena za nazaj z interpolacijo s kubičnim zlepkom, pri čemer je število neprostočasnih delavcev s krajšim delovnim časom v euroobmočju uporabljen kot približek za izračun števila podzaposlenih delavcev s krajšim delovnim časom v tem obdobju; (v) najboljši rezultat je za vsako spremenljivko opredeljen bodisi kot najnižja raven od prvega četrletja 2005, kar velja za vse spremenljivke v zvezi s stanjem brezposelnosti na trgu dela, stopnjo izstopanja s trga dela, deležem dolgotrajne brezposelnosti, kazalnikom poklicnega neskladja med ponudbo in povpraševanjem ter geografsko razpršenostjo stopnje brezposelnosti, bodisi kot najvišja raven, dosežena od prvega četrletja 2005; (vi) najslabši rezultat je opredeljen obratno kot najboljši rezultat.

**Iz grafa A je razvidno, da so vrednosti nekaterih spremenljivk trga dela sicer blizu predkriznim, vendar se je osnovna struktura trga dela precej spremnila.** Stopnja brezposelnosti, stopnja podzaposlenosti in stopnja brezposelnosti mladih so blizu predkriznim ravnem, čeprav je stopnja podzaposlenosti še vedno nekoliko višja od najboljšega rezultata po letu 2005. Stopnja brezposelnosti glede na trajanje je izrazito drugačna kot pred krizo: kratkotrajna stopnja brezposelnosti je na najnižji ravni po letu 2005, medtem ko je sedanji delež dolgotrajne brezposelnosti še vedno višji kot pred krizo. Uspešnost trga dela v euroobmočju z vidika tokov in prostih delovnih mest je dobra, pri čemer vse spremenljivke v tej kategoriji dosegajo vrednosti blizu najboljšim rezultatom po letu 2005. Zadnji podatki o tokovih na trgu dela<sup>35</sup> so podobni kot v obdobju pred krizo, medtem ko so prosta delovna mesta, merjena s stopnjo prostih delovnih mest in kazalnikom »dejavniki, ki omejujejo proizvodnjo«, na ravni preteklih najboljših rezultatov ali blizu nje. Gibanja vložka dela, produktivnosti in plač so rahlo šibkejša kot pred krizo (toda primerljiva). Kar zadeva strukturne dejavnike, sta

<sup>35</sup> Tokovi na trgu dela so izračunani na podlagi Shimer, R., »Reassessing the ins and outs of unemployment«, *Review of Economic Dynamics*, 15, št. 2, 2012, str. 127–148, ter Elsby, M. W. L., Hobijn, B. in Sahin, A., »Unemployment dynamics in the OECD«, *Review of Economics and Statistics*, 95, št. 2, 2013, str. 530–548, pri čemer so prehodi v brezposelnost in iz nje ocenjeni na podlagi podatkov o trajanju brezposelnosti, medtem ko se predpostavlja, da se prehodi v neaktivnost in iz nje ne spreminja.

dve opazni značilnosti sedanjih razmer na trgu dela rekordno visoka stopnja zaposlenosti prebivalstva na višku delovnih moči (oseb, starih od 25 do 54 let) in rekordno visoka stopnja delovne aktivnosti. Nasprotno sta kazalnik poklicnega neskladja med ponudbo in povpraševanjem ter geografska razpršenost stopnje brezposelnosti<sup>36</sup> precej višja kot pred krizo in ostajata na ravneh, primerljivih s tistimi ob začetku gospodarskega okrevanja.

**Pri drugem orodju se z analizo glavnih komponent kompleksni podatki o trgu dela združijo v dva sintetična kazalnika.** Pri tej analizi se uporabijo razpoložljivi podatki o trgu dela v euroobmočju, hkrati pa se izločijo glavni vzorci, ki vplivajo na razmere na trgu dela.<sup>37</sup> S tem pristopom se opredelita dve glavni komponenti. Prva komponenta se nanaša na raven aktivnosti na trgu dela, ki odraža predvsem gibanja stopnje zaposlenosti prebivalstva na višku delovnih moči, stopnje brezposelnosti, stopnje zaposlovanja delavcev, stopnje brezposelnosti mladih in deleža dolgotrajne brezposelnosti. Druga komponenta je večji pokazatelj dinamike na trgu dela, pri čemer se nanaša predvsem na stopnjo rasti skupne zaposlenosti, stopnjo rasti povprečnega števila opravljenih delovnih ur, delež dolgotrajne brezposelnosti, indeks PMI o zaposlenosti in kratkotrajno stopnjo brezposelnosti. Tretja komponenta je opredeljena z izločitvijo učinkov morebitne napake pri izračunu obravnavanih sintetičnih kazalnikov ravni aktivnosti in dinamike na trgu dela v euroobmočju, ki bi se lahko pojavila zaradi možne nestacionarnosti nekaterih spremenljivk trga dela.<sup>38</sup>

**Iz sintetičnih kazalnikov je razvidno, da je v drugem četrletletju 2019 raven aktivnosti na trgu dela v euroobmočju primerljiva z najvišjo vrednostjo pred krizo, medtem ko je dinamika na trgu dela še vedno visoka, čeprav se je nekoliko upočasnila (glej graf B).** Videti je, da kazalnika natančno prikazujeta ciklična gibanja na trgu dela v euroobmočju. Kazalnik ravni aktivnosti na trgu dela je dosegel najvišjo vrednost pred recesijo v prvem četrletletju 2008 in se nato postopno zniževal do začetka okrevanja zaposlenosti, najnižjo vrednost pa je dosegel v drugem četrletletju 2013. Povprečno dolgoročno vrednost je ponovno dosegel ob koncu leta 2016, kar je sovpadalo z vrniljivo skupne zaposlenosti na najvišjo raven pred

<sup>36</sup> Geografska razpršenost stopnje brezposelnosti se meri kot koeficient spremembe stopnje brezposelnosti med vsemi državami euroobmočja, tehtan z njihovim deležem v zaposlenosti. Kazalnik poklicnega neskladja med ponudbo in povpraševanjem je v skladu z metodologijo iz članka Delovne skupine Odbora za denarno politiko Evropskega sistema centralnih bank z naslovom »Euro Area Labour Markets and the Crisis«, Occasional Paper Series, št. 138, ECB, Frankfurt na Majni, oktober 2012.

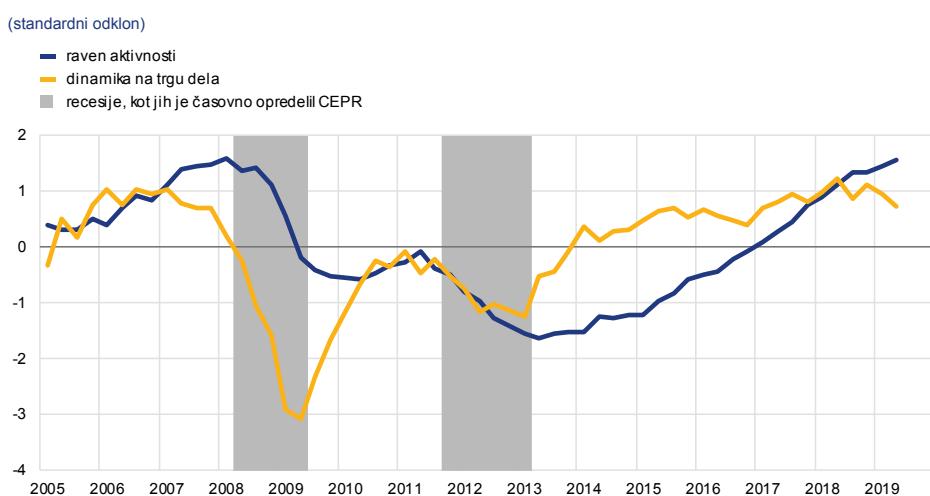
<sup>37</sup> Ta pristop je podoben metodologiji za izračun kazalnikov razmer na trgu dela, ki jih uporablja Federal Reserve Bank of Kansas City (Hakkio, C. S., in Willis, J. L., »Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement«, The Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, julij 2013, ter Hakkio, C. S., in Willis, J. L., »Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators«, The Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, avgust 2014). Glavni komponenti se izbereta glede na dve merili: (i) seštevek vseh izbranih komponent mora pojasnjevati najmanj 80% skupne variance vseh 18 spremenljivk trga dela in (ii) vsaka komponenta mora imeti pripadajočo lastno vrednost, ki je precej višja od ena. Komponenti se nato rotirata po metodi varimax, da bi ju bilo laže interpretirati v skladu s kazalniki razmer na trgu dela, ki jih uporablja Federal Reserve Bank of Kansas City. Kazalniki razmer na trgu dela, izdelani v tem okvirju za euroobmočje, so odporni proti odstranitvi katerekoli posamezne spremenljivke trga dela.

<sup>38</sup> Na to komponento (v grafu B ni prikazana) vplivajo predvsem trendne spremenljivke trga dela, kot so stopnja delovne aktivnosti, kazalnik poklicnega neskladja med ponudbo in povpraševanjem, geografska razpršenost stopnje brezposelnosti, stopnja prostih delovnih mest in kazalnik dejavnikov na trgu dela, ki omejujejo proizvodnjo. Ta komponenta je kot tako povezana z dolgoročnimi spremembami, ki so se na trgu dela zgodile med letoma 2005 in 2019. Če bi to tretjo komponento izločili, bi bila v zadnjih četrletletjih zabeležena raven aktivnosti na trgu dela nižja, dinamika na trgu dela pa višja. Dobljeni trije kazalniki razmer na trgu dela skupaj pojasnjujejo 84,9% skupne variance 18 spremenljivk trga dela v grafu A. Gibanje stopnje zaposlenosti je skladno s kazalnikom ravni aktivnosti.

krizo, v drugem četrtletju 2019 pa je dosegel vrednost, primerljivo s predkrizno. Kazalnik dinamike na trgu dela se je začel zniževati določeno obdobje pred krizo in najnižje vrednosti dosegel v letu 2009, ko je zaposlenost močno upadla. Do konca leta 2013 je ostal pod povprečjem, v letu 2018 pa je dosegel najvišjo vrednost, ki je rahlo višja od predkrizne, in trenutno ostaja nad dolgoročnim povprečjem, iz česar je mogoče sklepati, da obstajajo možnosti za nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v bližnji prihodnosti.

### Graf B

#### Kazalniki razmer na trgu dela za euroobmočje



Viri: Eurostat, Evropska komisija, Markit in izračuni strokovnjakov ECB. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2019.

Opomba: Osenčena polja ponazarjajo obdobja recesije, kot jih je opredelil odbor CEPR za datiranje gospodarskih ciklov v euroobmočju.

**Če sklenemo, v tem okvirju sta predstavljeni dve orodji, ki se dopolnjujeta in pomagata pri analizi kompleksnih podatkov o trgu dela.** Polarni grafikon ponazarja različne sočasne razsežnosti trga dela, npr. stanje brezposelnosti, gibanja tokov na trgu dela in prostih delovnih mest, gibanja vložka dela, produktivnosti in realnih plač ter spremembe strukturnih razmer na trgu dela v euroobmočju. Sintetična kazalnika trga dela povzemata najpomembnejše informacije iz 18 spremenljivk, prikazanih na polarnem grafikonu. Kazalnika merita raven aktivnosti in dinamiko na trgu dela v euroobmočju ter tako pomagata pri ocenjevanju uspešnosti trga dela in cikličnega položaja. Iz analize je razvidno, da obstajajo možnosti za nadaljnje povečevanje ravni aktivnosti na trgu dela v euroobmočju tudi v bližnji prihodnosti, k čemur bo prispevala pozitivna dinamika na trgu dela. Kazalnika ne upoštevata v celoti razlik na trgu dela v euroobmočju med posameznimi državami, izboljšanje razmer na trgu dela pa je odvisno od prihodnjih sprememb cikličnega položaja gospodarske aktivnosti.

## 5

## Novejša gibanja prispevkov za socialno varnost in minimalnih plač v euroobmočju

Pripravili Ferdinand Dreher, Omiros Kouvavas in Gerrit Koester

**Na gibanje stroškov dela lahko močno vplivajo spremembe prispevkov za socialno varnost in minimalnih plač v posameznih državah.** Poznavanje narave in razsežnosti teh dejavnikov je pomembno pri ocenjevanju rasti plač ter njenih posledic za rast cen pri proizvajalcih in cen življenjskih potrebščin. V tem okvirju je analizirano, kako sta omenjena dejavnika vplivala na agregatno rast plač v euroobmočju.

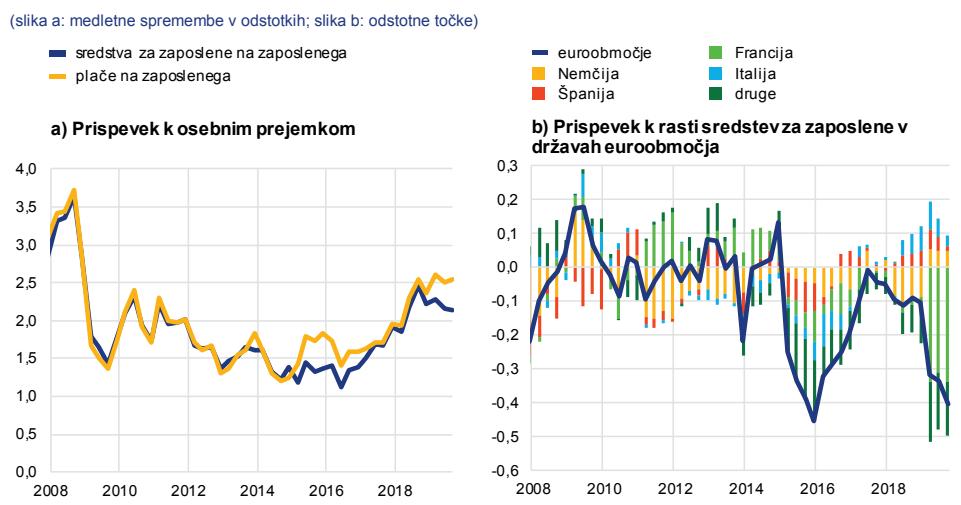
**Na merila stroškov dela, kot so sredstva za zaposlene na zaposlenega,<sup>39</sup> lahko včasih vplivajo merila, povezana s prispevki za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci.** Če se prispevki za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci, obsežno spremenijo, lahko to povzroči razlike med različnimi merili plač (glej graf A, sliko a). Razlika med rastjo sredstev za zaposlene in rastjo plač na zaposlenega v letih 2015 in 2016 je bila denimo povezana z znižanjem prispevkov delodajalcev za socialno varnost v vsaki od štirih največjih držav euroobmočja (glej graf A, sliko b).<sup>40</sup> Od začetka leta 2019 se ta razlika znova povečuje, kar je povezano predvsem s precejšnjim znižanjem prispevkov za socialno varnost v Franciji, medtem ko so se ti v Nemčiji, Italiji in Španiji zvišali. Znižanje prispevkov delodajalcev za socialno varnost v Franciji je bilo povezano z zakonodajno spremembo, s katero je bilo uvedeno trajno znižanje prispevkov delodajalcev za socialno varnost, ki je nadomestilo davčni odbitek za spodbujanje konkurenčnosti in zaposlenosti (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*). Zaradi omenjene zakonodajne spremembe je bila rast sredstev za zaposlene v prvih treh četrtletjih 2019 umirjena ter je v prvem četrtletju znašala 2,3%, v drugem 2,2% in v tretjem 2,1%, kar je le rahlo več od 2,1-odstotne dolgoročne povprečne stopnje rasti od leta 1999. Medletna rast plač na zaposlenega, ki izključuje prispevke delodajalcev za socialno varnost in nanjo omenjena zakonodajna sprememba v Franciji ne vpliva, je bila zato močnejša od rasti sredstev za zaposlene ter je v prvem četrtletju znašala 2,6%, v drugem 2,5% in v tretjem 2,5%, s čimer je zlahkoto presegala 2,2-odstotno dolgoročno povprečno stopnjo rasti od leta 1999. Na splošno je rast plač na zaposlenega trenutno bolj dinamična kot rast sredstev za zaposlene.

<sup>39</sup> Sredstva za zaposlene na zaposlenega so skupni prejemki v denarju ali naravi, ki jih delodajalci izplačajo zaposlenim kot plačilo za delo, tj. bruto plače ter dodatki, plačila za nadurno delo in prispevki delodajalcev za socialno varnost, deljeno s skupnim številom zaposlenih.

<sup>40</sup> Upoštevati je treba, da na razmerje med prispevki za socialno varnost in rastjo plač poleg sprememb stopnje prispevkov za socialno varnost lahko vplivajo tudi drugi dejavniki.

## Graf A

### Prispevki delodajalcev za socialno varnost in rast plač v euroobmočju



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2019.

**Na gibanje plač lahko precej vplivajo tudi spremembe minimalnih plač, saj se uvajajo z indeksacijo ali zakonodajnimi pravili, ne pa v okviru postopkov pogajanj o plačah.** Minimalno plačo imajo v 15 od 19 držav euroobmočja.<sup>41</sup> V juliju 2019 je izplačana mesečna minimalna plača v euroobmočju znašala od 430 EUR (v Latviji) do 2.071 EUR (v Luksemburgu). V zadnjih desetih letih se je minimalna plača vsako leto v povprečju povečala za od 1,5% (na Irskem) do 7% (v Estoniji).<sup>42</sup> Višina minimalne plače se določa na različne načine, vključno z vnaprej določenimi formulami, priporočili strokovnih komisij in posvetovanjem s socialnimi partnerji, a je pogosto odvisna tudi od vladne presoje. Zato se pogostost spremicanja višine minimalne plače med državami razlikuje, vendar večina držav svoje minimalne plače običajno spremeni enkrat letno do enkrat na dve leti.

**Rast minimalnih plač je v letu 2019 zaenkrat precej močnejša kot rast vseh plač na zaposlenega.** Iz indeksa za euroobmočje, izdelanega na podlagi razpoložljivih podatkov za posamezne države,<sup>43</sup> je razvidno, da so se zakonsko določene minimalne plače, potem ko so se v letu 2018 zvišale le za 1%, v prvi polovici leta 2019 zviševale po 4,6-odstotni medletni stopnji (glej graf B).

<sup>41</sup> Štiri države euroobmočja, ki nimajo zakonsko določenih minimalnih plač, so Italija, Ciper, Avstrija in Finska.

<sup>42</sup> Vir: Eurostat.

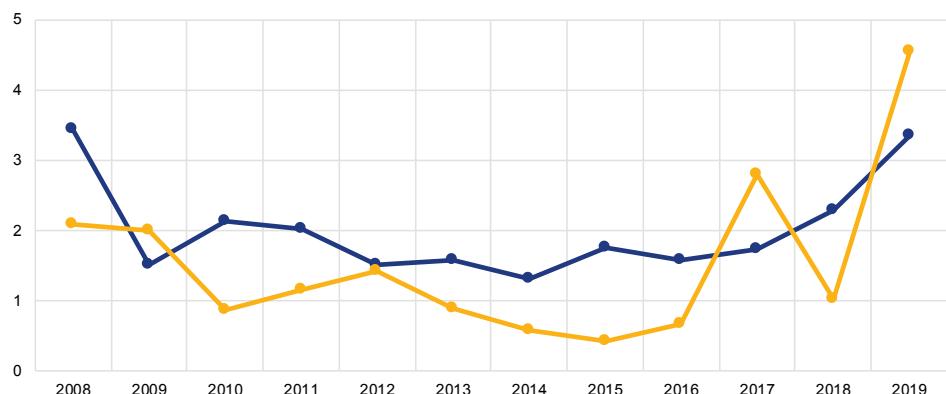
<sup>43</sup> Indeks je ponderiran s številom zaposlenih v zadevnih državah. Za države, ki nimajo minimalne plače, se predpostavlja, da minimalna plača znaša nič. To pomeni, da je zaradi vključitve držav, ki nimajo minimalne plače, stopnja rasti minimalnih plač v euroobmočju, prikazana v grafu B, nižja.

## Graf B

### Rast plač na zaposlenega in minimalnih plač v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; letni podatki)

- plače na zaposlenega
- minimalne plače



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki za leto 2019 temeljijo na podatkih za prva tri četrtletja 2019.

### Minimalne plače so se v prvi polovici leta 2019 zvišale v vseh zadavnih

državah.<sup>44</sup> V letu 2019 so raven zakonsko določenih nacionalnih minimalnih plač prvič po letu 2008 zvišale vse države euroobmočja, ki imajo minimalno plačo, in sicer glede na prejšnje leto za od 1,5% (Francija) do 17,9% (Španija) (glej graf C, slika a).

## Graf C

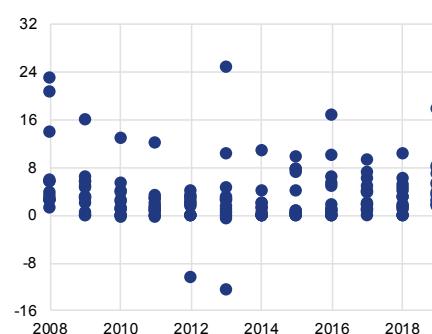
### Gibanje minimalnih plač in vloga pri rasti plač na zaposlenega

(slika a: medletne spremembe v odstotkih; slika b: odstotne točke)

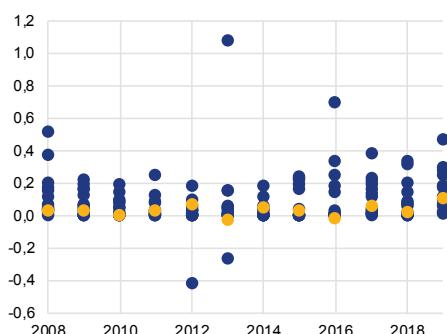
- države euroobmočja

- države euroobmočja
- povprečje euroobmočja

#### a) Rast minimalnih plač v državah euroobmočja



#### b) Ocenjeni neposredni samodejni prispevki



Vira: Eurostat in ECB.

Opomba: Slika b temelji na ocenah (z upoštevanjem izračunov na podlagi podatkov EU-SILC) velikosti skupine prejemnikov minimalne plače v državah euroobmočja in v agregatu euroobmočja.

**Neposredni samodejni vpliv sprememb višine minimalne plače na skupno rast plač v euroobmočju je navadno majhen.** Za izračun neposrednega prispevka so potrebni podatki o številu prejemnikov. V tem okvirju je na podlagi podatkov iz statistike EU o dohodkih in življenjskih pogojih (EU-SILC) določen približek deleža

<sup>44</sup> Za vsako od 15 držav euroobmočja z minimalno plačo je višina nacionalne minimalne plače ocenjena kot povprečje višine minimalne plače na dan 1. januarja in 1. julija vsako leto.

prejemnikov minimalne plače med prejemniki vseh plač.<sup>45</sup> Ob upoštevanju, da je ta približek precej nezanesljiv, podatki za euroobmočje kažejo, da se je v letu 2019 neposredni samodejni prispevek minimalnih plač k rasti plač na zaposlenega povečal, vendar je bil z okrog 0,1 odstotne točke precej omejen (glej graf C, sliko b).

**Za nekatere države je bil neposredni samodejni vpliv sprememb minimalnih plač na rast plač na zaposlenega verjetno obsežnejši.** V prvi polovici leta 2019 naj bi denimo po ocenah, ki temeljijo na zgoraj obravnavanem približku, rast minimalnih plač k rasti nacionalnih plač prispevala do 0,5 odstotne točke (glej graf C, sliki b). Vendar pa te ocene zajemajo le neposredne učinke sprememb minimalnih plač na rast plač v računovodskem smislu. Zato ne upoštevajo posrednih učinkov minimalnih plač na plačno lestvico<sup>46</sup> in učinkov, povezanih z možnimi vplivi sprememb minimalnih plač na zaposlenost<sup>47</sup> ali z dinamičnim medsebojnim vplivanjem med določanjem plač in prilagoditvijo minimalnih plač.

**Gledano v celoti, je v zadnjem obdobju rast plač precej močna, zlasti če upoštevamo gibanje prispevkov za socialno varnost.** Rast sredstev za zaposlene, ki se v zadnjih četrletijih umirja (glej graf A), je predvsem posledica nižjih prispevkov delodajalcev za socialno varnost. Rast plač na zaposlenega, ki ne vključujejo prispevkov delodajalcev za socialno varnost, je še vedno precej močna, v zadnjem času pa nanjo pozitivno vpliva tudi nekoliko večji prispevek minimalnih plač. Na splošno analiza v tem okvirju potrjuje oceno, da je močna rast plač predvsem posledica vztrajnih trgov dela, še posebno po upoštevanju novejših gibanj prispevkov za socialno varnost in minimalnih plač v euroobmočju.

<sup>45</sup> Prvič, delež prejemnikov minimalne plače se izračuna na podlagi podatkov EU-SILC. V ta namen izračunamo delež zaposlenih z dohodkom v razponu od 90% do 110% minimalne plače. Ta delež nato upoštevamo pri skupnem številu zaposlenih v zadevnem gospodarstvu, da dobimo število prejemnikov minimalne plače v gospodarstvu. S tem ko to število pomnožimo z zadevno višino minimalne plače v vsaki državi, dobimo znesek plač, ki ga je mogoče pripisati prejemnikom minimalne plače, in lahko izračunamo delež te skupine v vseh plačah v vsaki državi in – z agregiranjem rezultatov za posamezne države – v euroobmočju. Izločitev učinkov sprememb števila delovnih ur, ki so jih opravili prejemniki minimalne plače, in skupne zaposlenosti ne vpliva bistveno na rezultate. Za oceno odstotnih deležev zaposlenih so bili uporabljeni mikropodatki EU-SILC za vsako leto do zadnjih podatkov za leto 2016. Pri preostalem delu vzorca odstotni deleži ostajajo nespremenjeni, razen kadar so za dopolnitve analize na voljo upravni podatki na ravni države. Za podrobnosti o mikropodatkih EU-SILC glej razpravo v članku z naslovom »The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth«, v tej številki Ekonomskega biltena.

<sup>46</sup> Analiza takih učinkov za primer Francije je predstavljena v Gautier, E., Fougère, D., in Roux, S., »The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France«, *Working Paper Series*, št. 587, Banque de France, april 2016.

<sup>47</sup> Začetno delo, v katerem so se v okviru meta analize primerjale študije o učinkih na zaposlenost, je predstavljeno v Card, D., in Krueger, A. B., »Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis«, *The American Economic Review*, 85, št. 2, maj 1995, str. 238–243. V novejšem delu, tj. v Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A., in Zipperer, B., »The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs«, *The Quarterly Journal of Economics*, 134, št. 3, avgust 2019, str. 1405–1454, avtorji s pristopom DID (*difference-in-differences*) opazujejo učinke na zaposlenost in plače v celotni frekvenčni porazdelitvi plač ter zlasti spremembe na dnu porazdelitve.

## Izvozna aktivnost MSP v euroobmočju: ugotovitve iz ankete o dostopu podjetij do financiranja

Pripravili Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando in Juan Angel Garcia

V tem okvirju so predstavljeni odgovori na ad hoc vprašanje glede izvozne aktivnosti malih in srednje velikih podjetij (MSP), ki je bilo zastavljeno v zadnji anketi o dostopu podjetij do financiranja.<sup>48</sup> Okvir ima dva cilja: prvi je ponuditi pregled nad izvozno aktivnostjo MSP v euroobmočju, tako v okviru euroobmočja kot zunaj njega, drugi pa je raziskati glavne značilnosti izvoznih MSP ter analizirati nekatere finančne razsežnosti, ki so pomembne za odločitev o izvažanju, kot so bile izpeljane iz odgovorov na anketno vprašanje.

**Odgovori v anketi potrujejo, da je prodaja na tujem trgu pomembna za MSP v euroobmočju.** Več kot tretjina MSP je leta 2018 izvažala blago ali storitve. Poleg tega se delež izvoznih podjetij povečuje z velikostjo podjetij, pri čemer samo četrtina mikropodjetij poroča o izvozu zunaj domačega trga, medtem ko o tem poroča več kakso polovica srednje velikih in velikih podjetij. Če primerjamo sektorje, je največji delež MSP, ki so leta 2018 poročala o izvozu blaga in storitev, v industriji, sledita pa ji trgovina in storitvene dejavnosti.<sup>49</sup>

**Kar zadeva izvozno destinacijo, medtem ko so MSP izvažala zlasti znotraj euroobmočja, jih je pomemben delež izvažal tudi v države zunaj euroobmočja, skoraj polovica izvoznih MSP pa je izvažala iz Evrope** (glej graf A, sliko a). Za slednje je najpogosteji izvozni trg Severna Amerika, sledijo pa Azija in Pacifik ter Bližnji vzhod in Severna Afrika (glej Graf A, sliko b). Ta vzorec se spreminja po sektorjih. Trgi zunaj euroobmočja so posebej pomembni za MSP v industriji, medtem ko je Severna Amerika najpogosteja izvozna destinacija za MSP v industriji in storitvenem sektorju.

<sup>48</sup> ECB in Evropska komisija že od leta 2009 dvakrat na leto izvajata anketo o dostopu podjetij do financiranja (SAFE). Tako dobita informacije o dostopu podjetij do zunanjega financiranja v euroobmočju in o njegovi uporabi, razčlenjeno po velikosti podjetja in sektorju dejavnosti. Zadnja (21.) anketa je potekala od 16. septembra do 25. oktobra 2019. Celoten vzorec za euroobmočje je obsegal 11.204 podjetij, od katerih jih je 10.241 (91%) imelo manj kot 250 zaposlenih. Glavni rezultati in vprašalnik so predstavljeni na spletnem mestu ECB.

<sup>49</sup> Več informacij o sestavi vzorca je v članku »Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset«. Rezultati ankete so tehtani s številom zaposlenih, uteži pa so umerjene z (i) državo in razredom velikosti ter (ii) z državo in gospodarsko aktivnostjo.

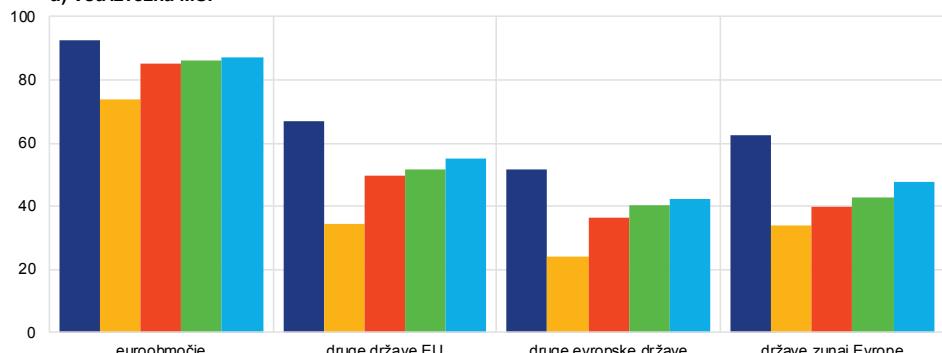
## Graf A

### Izvozni trgi MSP v euroobmočju po sektorjih

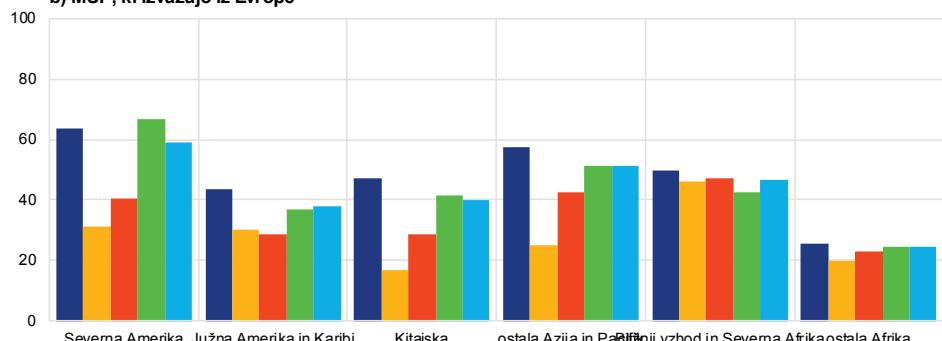
(tehtani odstotki anketirancev)

- industrija
- gradbeništvo
- trgovina
- storitve
- vsi sektorji

a) Vsa izvozna MSP



b) MSP, ki izvažajo iz Evrope



Viri: SAFE in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a se nanaša na vsa MSP v euroobmočju, ki so izvažala, slika b pa na MSP v euroobmočju, ki so izvažala iz Evrope. Rezultati se nanašajo na 21. anketno (od aprila do septembra 2019).

**Če pogledamo finančne značilnosti, je videti, da se MSP srečujejo z veliko izzivi, če želijo izvažati.** Izvoz terja stroške vstopa na tuje trge in – v primerjavi z domačo prodajo – daljše obdobje od izvoznega naročila do končnega plačila za prodani izdelek ali storitev. Poleg tega so to pogosto nepovratni stroški, ki jih je treba plačati vnaprej, izvozniki pa morajo biti finančno dovolj prožni, da se spopadejo z izzivi. Zaradi tega izvoznike verjetno posebej prizadenejo omejitve dostopa do finančnih virov, iskanje dokazov za to pa je predmet številnih akademskih člankov.<sup>50</sup>

<sup>50</sup> Med novejšimi glej Wagner, J., »Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries«, *Open Economies Review*, 30(4), 2019, str. 739–757. Temeljno delo o tem, kako lahko kreditne omejitve ovirajo ali celo preprečujejo izvoz, je Greenaway, D., Guariglia, A., in Kneller, R., »Financial factors and exporting decisions«, *Journal of International Economics*, 73(2), 2007, str. 377–395.

### **Izvozna MSP so ponavadi bolj dobičkonosna in inovativna kakor neizvozna.**

Redno vprašanje v anketi o izvoznih podjetjih<sup>51</sup> nam omogoča, da si ustvarimo celovito sliko finančnih značilnosti izvoznih MSP. V tabeli A je prikazano, ali izvozna MSP pogosteje izkazujejo neko določeno značilnost kakor neizvozna MSP (glej tabelo A, rubriko A). Prikazane so tudi razlike med MSP, ki izvažajo na različne trge, tj. v Evropi in iz nje (glej tabelo A, rubriko B).<sup>52</sup> Značilnosti, o katerih poročajo podjetja, so tiste, s katerimi je mogoče običajno razložiti, zakaj se podjetje odloči za izvoz: lastništvo podjetja, finančna trdnost, inovativnost in razpršitev virov financiranja.<sup>53</sup> Znakov v tabeli ne bi smeli razlagati, kot da kažejo na vzročno povezavo, ampak samo kot opis dejstev iz odgovorov podjetij. Negativen predznak pri spremenljivki »družinsko« na primer kaže, da je delež MSP v družinski lasti med izvozniki manjši kot med neizvozniki (glej prvi stolpec v rubriki A tabele A), zvezdice pa kažejo, da je razlika za neizvozna MSP statistično značilna (glej drugi stolpec v rubriki A tabele A).

Izvozna MSP so ponavadi pogosteje uvrščena na borsne trge. Poleg tega je med njimi večji delež dobičkonosnih<sup>54</sup> in inovativnejših podjetij. Izvozniki se tudi pogosteje poslužujejo zunanjih virov financiranja, zlasti subvencioniranih posojil – pogosto v obliki garancij ali posojil z nižjo obrestno mero – in običajnih bančnih posojil. Tudi komercialni krediti so pomemben zunanji vir obratnega kapitala, saj omogočajo večjo prožnost pri kapitalskih zahtevah.

**MSP, ki izvažajo na trge zunaj Evrope, se ponavadi pogosteje poslužujejo lastnih sredstev in financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji kakor MSP, ki izvažajo samo v okviru Evrope.** Z ad hoc vprašanjem lahko tudi ugotovimo, katere dodatne razsežnosti so značilne za MSP, ki izvažajo iz Evrope in se ne omejujejo na evropski trg.<sup>55</sup> Zaradi dodatnih trgovinskih omejitev (tehnična pravila, predpisi in finančne zahteve, ki se lahko razlikujejo od tistih v EU) in dodatnih čezmejnih stroškov bi morala biti ta podjetja predvsem finančno še odpornejša od MSP, ki izvažajo samo po Evropi. Rezultati, predstavljeni v rubriki B tabele A, potrjujejo, da so MSP, ki izvažajo iz Evrope, inovativnejša in ponavadi pogosteje financirajo svoje aktivnosti z lastnimi sredstvi in s subvencioniranimi posojili kakor podjetja, ki izvažajo samo po Evropi. Hkrati pa več od njih poroča, da zbirajo lastniški kapital.

**MSP, ki poslujejo v industriji in izvažajo iz Evrope, so še inovativnejša in se bolj poslužujejo subvencioniranih posojil in komercialnih kreditov kakor MSP, ki izvažajo samo po Evropi (glej tabelo A).** Dejstvo, da MSP, ki izvažajo iz Evrope, bolj uporabljajo subvencionirana posojila (ali nepovratna sredstva) in komercialne kredite kakor tista, ki izvažajo samo po Evropi, bi lahko bilo posledica obstoja subvencioniranih pogojev financiranja za podjetja, ki izvažajo iz EU.

<sup>51</sup> Več podrobnosti je v vprašanju D7 [vprašalnika SAFE](#).

<sup>52</sup> Vsi rezultati v tabeli A temeljijo na univariatnih analizah. Potrjeni so, ko so opravljene multivariatne regresijske analize na podlagi modelov probit.

<sup>53</sup> Glej Paul, J., Parthasarathy, S., in Gupta, P., »Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda«, *Journal of World Business*, 52(3), 2017, str. 327–342.

<sup>54</sup> To se nanaša na vključujoč kazalnik, izračunan s podatki SAFE za namen ugotavljanja, ali so podjetja finančno trdna z vidika prometa, dobička, odhodkov za obresti in zadolženosti. Za več informacij glej [»Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – april to september 2019«](#).

<sup>55</sup> Glede na značilnosti tega vprašanja je možno, da MSP, ki izvažajo iz Evrope, izvažajo tudi po Evropi.

**Tabela A**

Finančne značilnosti izvoznih MSP

	<b>A. Razlike med izvozniki in neizvozniki</b>	<b>Statistična značilnost</b>	<b>B. Razlike med MSP, ki izvažajo iz Evrope, in tistimi, ki izvažajo samo po Evropi</b>	<b>Statistična značilnost</b>
<b>Značilnosti podjetja</b>				
Družinsko	–	***	–	***
Uvrščeno v borzno kotacijo	+	***	+	***
Finančne omejitve	+	sn	+	sn
Dobičkonosno	+	***	+	sn
Inovativno	+	***	+	***
<b>Struktura kapitala</b>				
Lastna sredstva	+	sn	+	***
Subvencionirana posojila	+	***	+	**
Prekoračitve stanja na računu	+	***	+	sn
Bančna posojila	+	***	+	sn
Komercialni krediti	+	***	+	***
Dolžniški vrednostni papirji	+	sn	–	sn
Lastniški kapital	+	**	+	**

Viri: SAFE in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na podlagi t-testa z dvema vzorcema z enako varianco. Zvezdice označujejo statistično značilnost: \*\*\* = 1%, \*\* = 5%, \* = 10%, sn = statistično neznačilno.

**Če sklenemo, odgovori na vprašanje glede izvozne aktivnosti MSP v euroobmočju, ki je bilo zastavljeno v zadnji anketi o dostopu malih in srednje velikih podjetij do financiranja, kažejo, da je prodaja na tujem trgu pomembna.** Poleg tega precejšen delež izvoznih MSP posluje s trgi zunaj Evrope, zlasti v industriji. Na splošno so izvozna MSP ponavadi bolj dobičkonosna in inovativna kakor neizvozna. S podatki o izvozni aktivnosti MSP lahko bolje razumemo splošno izvozno dinamiko med podjetji euroobmočja in vpliv zunanjih gospodarskih pogojev na gospodarstvo euroobmočja. Vendar pa je treba tudi upoštevati, da se je vprašanje nanašalo samo na neposredni izvoz MSP, čeprav so lahko MSP tudi del dobavne verige velikih podjetij, ki nato izvažajo druge izdelke.

Rezultati ankete so pokazali tudi nekaj pomembnih značilnosti izvoznih MSP v euroobmočju. Delež izvoznih podjetij se na primer povečuje z velikostjo podjetij, kar je najverjetneje posledica zgornj navedenih dodatnih stroškov in potreb po financiranju, ki jih imajo izvozna podjetja. Ponavadi so njihovi viri zunanjega financiranja tudi bolj razpršeni, kar bi skupaj z dejstvom, da so inovativnejša, lahko pomenilo, da morajo biti kapitalsko intenzivnejša, da lahko konkurirajo na mednarodnih trgih. To potrebuje, da so potrebeni dobro delujoči in razviti finančni trgi, ki malim in srednje velikim podjetjem zagotavljajo učinkovit dostop do financiranja, da lahko podpirajo svojo izvozno aktivnost.

## Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2020 in implikacije za reformo javnofinančnega upravljanja

Pripravili Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Nadine Leiner-Killinger

**Evropska komisija je 21. novembra 2019 objavila svoje mnenje o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2020 ter analizo proračunskega stanja v euroobmočju kot celoti.** Mnenje za vsako državo vključuje oceno skladnosti posameznega načrta s Paktom za stabilnost in rast na podlagi letošnje jesenske gospodarske napovedi. Komisija tudi ocenjuje, ali so države v svoj proračunski načrt vključile priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko, ki so jih do bile v okviru evropskega semestra 2019, potem ko jih je Svet za ekonomske in finančne zadeve sprejel 9. julija 2019.<sup>56</sup> Priporočila pozivajo države z visokim deležem javnega dolga v razmerju do BDP, da naj stremijo k zadosti hitremu zmanjševanju zadolženosti. Državam, ki imajo proračunski manevrski prostor, se priporoča, da ta prostor izkoristijo, vključno s povečanjem državnih investicij. V oceni osnutkov proračunskih načrtov so bile ugotovljene pomanjkljivosti pri uresničevanju priporočil. Takšne pomanjkljivosti bi bilo treba odpraviti, med drugim v prihajajoči reviziji »šesterčka« in »dvojčka« uredb, sprejetih leta 2011 oziroma leta 2013, s ciljem okrepliti javnofinančno upravljanje.

**Sodeč po osnutkih proračunskih načrtov za leto 2020 bo naravnost javnofinančne politike v euroobmočju kot celoti rahlo ekspanzivna, medtem ko se javnofinančna gibanja med državami zelo razlikujejo.** Načrtovana javnofinančna naravnost v letu 2020, merjena kot poslabšanje strukturnega primarnega salda v višini 0,4% BDP, naj bi spodbujala gospodarsko aktivnost v euroobmočju. Kar zadeva sestavo, pa je Komisija zaključila, da bi »skladnost s Paktom za stabilnost in rast s strani držav članic euroobmočja, ki niso dosegle svojih srednjeročnih proračunskih ciljev, v kombinaciji z večjo ekspanzijo držav članic euroobmočja s fiskalnim manevrskim prostorom privedla do boljše diferenciacije med državami članicami euroobmočja«.<sup>57</sup> Glede na šibkejše gospodarske obete v euroobmočju in povišano raven negotovosti je Euroskupina izjavila, da je »pripravljena usklajevati« diferenciran javnofinančni odziv, če bi se navzdol usmerjena tveganja uresničila.<sup>58</sup>

**Po mnenju Komisije so osnutki proračunskih načrtov devetih držav euroobmočja skladni s paktom.** To so načrti Nemčije, Irske, Grčije, Cipra, Litve, Luksemburga, Malte, Nizozemske in Avstrije. Te države bodo po napovedih v letu 2020 zabeležile zdravo javnofinančno stanje, kot izhaja iz njihovih srednjeročnih proračunskih ciljev. Ob tem je Euroskupina pozdravila, da so nekatere »države članice z ugodnim proračunskim stanjem to izkoristile in načrtujejo, da ga bodo dodatno izkoristile za povečanje investicij in gospodarske rasti ob hkratnem ohranjanju

<sup>56</sup> Več informacij je v sporočilu za javnost o [priporočilih posameznim državam v evropskem semestru 2019](#). Več osnovnih informacij in nadaljnji podrobnosti je v okviru z naslovom »Priorities for fiscal policies under the 2019 European Semester«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, avgust 2019.

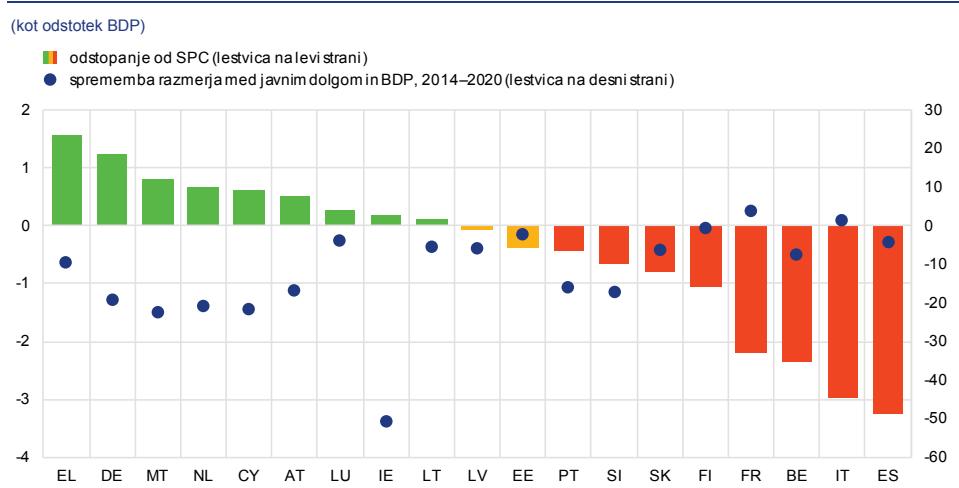
<sup>57</sup> Glej sporočilo Komisije o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2020.

<sup>58</sup> Glej izjavo Euroskupine o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2020.

dolgoročne vzdržnosti javnih financ». Poleg tega Komisija meni, da sta osnutka proračunskih načrtov Estonije in Latvije »večinoma skladna« s paktom.<sup>59</sup> Euroskupina je ti dve državi pozvala, naj »v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovita skladnost z določbami pakta«.

### Graf A

Javni dolg ter razlika med strukturnim saldom in srednjeročnim proračunskim ciljem v letu 2020



Viri: jesenska gospodarska napoved Evropske komisije 2019 in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje odstopanje strukturnega salda držav v letu 2020 od srednjeročnega proračunskega cilja (SPC). Zeleni (oranžni) stolpci označujejo države, katerih osnutek proračunskega načrta za leto 2020 je po oceni Evropske komisije (večinoma) skladen s paktom. Rdeči stolpci označujejo države, katerih osnutek proračunskega načrta za leto 2020 po oceni Evropske komisije tvega neskladnost s paktom.

**Osnutki proračunskih načrtov precejšnjega števila držav v euroobmočju so ocenjeni, da tvegajo neskladnost s paktom, kar je še posebej zaskrbljujoče v primeru držav z visokim deležem javnega dolga.<sup>60</sup>** Po napovedi Komisije naj bi načrtovane strukturne prilagoditve znatno odstopale od zahtev iz pakta v osmih državah, med katerimi so Belgija, Španija, Francija, Italija, Portugalska, Slovenija, Slovaška in Finska (glej graf B). Med njimi so Belgija, Španija in Portugalska predložile načrt na podlagi scenarija nespremenjenih politik, in sicer zaradi izvolitve nove vlade v slednjih dveh državah in zaradi oblikovanja zvezne vlade v Belgiji. Euroskupina je vseh osem držav pozvala, naj »pravočasno razmislijo o uvedbi dodatnih potrebnih ukrepov, s katerimi bodo odpravile tveganja, ki jih je ugotovila Komisija, in zagotovile, da bo njihov proračun za leto 2020 skladen z določbami pakta«. Ob tem je znova poudarila, da »počasno zmanjševanje dolga z visokih ravni v številnih državah članicah ostaja zaskrbljujoče, česar se je treba odločno lotiti, vključno z izkoriscanjem dodatnega manevrskega prostora zaradi nizkih obrestnih mer.« To še posebno velja

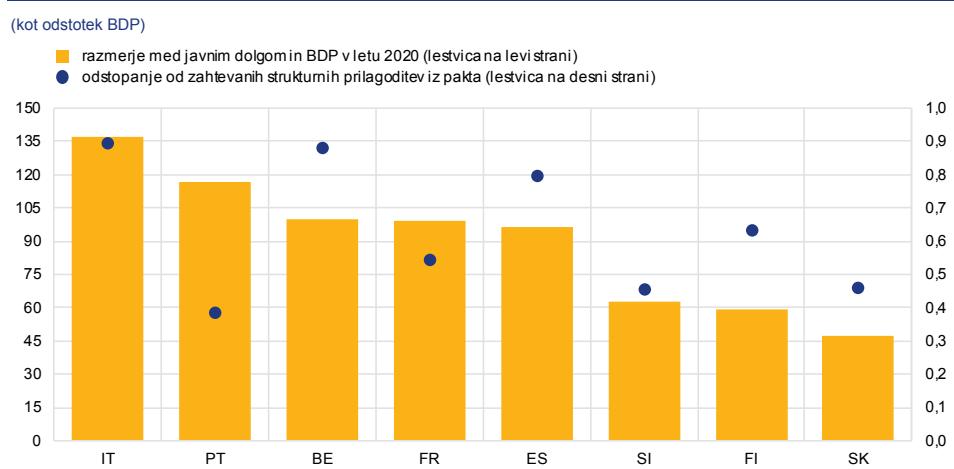
<sup>59</sup> Kar zadeva države, ki so v preventivnem delu pakta, so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če bi načrt po napovedi Komisije privedel do določenega odstopanja od srednjeročnega proračunskega cilja ali od začrtane poti prilagoditev v smeri cilja, pri čemer pa nezadostna prizadevanja glede na zahteve ne predstavljajo znatnega odstopanja. Odstopanje od javnofinančnih ciljev v okviru preventivnega dela pakta je ocenjeno kot »znatno«, če presega 0,5% BDP v enem letu ali v povprečju 0,25% BDP v dveh zaporednih letih.

<sup>60</sup> Kar zadeva države, ki so v preventivnem delu pakta, Komisija oceni, da osnutek proračunskega načrta »tvega neskladnost s paktom«, če napoveduje znatno odstopanje od srednjeročnega proračunskega cilja ali od začrtane poti prilagoditev v smeri cilja v letu 2020 oziroma neskladnost z referenčno vrednostjo znižanja dolga, kjer je taka referenčna vrednost relevantna.

za Belgijo, Španijo, Francijo in Italijo, ki še naprej beležijo zelo visoko stopnjo javnega dolga in še niso stopile na pot vzdržnega trenda zmanjševanja. Nasprotno bosta Slovaška in Finska v letu 2020 po napovedih zabeležili stopnjo javnega dolga, ki je pod 60-odstotno referenčno vrednostjo, medtem ko je javni dolg na Portugalskem in v Sloveniji na poti nadaljnjega zmanjševanja.

### Graf B

Javni dolg v letu 2020 in odstopanje od zahtevanih strukturnih prilagoditev iz pakta v državah članicah, katerih osnutki proračunskih načrtov tvegajo neskladnost s paktom



Viri: jesenska gospodarska napoved Evropske komisije 2019 in priporočila posameznim državam za javnofinancno politiko, ki jih je Svet za ekonomske in finančne zadeve sprejel 9. julija 2019, Komisija pa dopolnila v dokumentih strokovnjakov, ki analizirajo osnutke proračunskih načrtov za leto 2020.

Opomba: Zahtevane strukturne prilagoditev v Italiji še ne vključujejo zahteve italijanske vlade, da se upošteva fleksibilnost po klavzuli iz pakta o neobičajnih dogodkih.

**Ocena osnutkov proračunskih načrtov nas je znova opomnila, da je treba okvir javnofinancnega upravljanja v EU izboljšati, kar bo omogočilo nemoteno delovanje ekonomskih politik v ekonomski in monetarni uniji (EMU).** Pravila v Paktu za stabilnost in rast namreč ostajajo asimetrična in tako ne morejo usmerjati agregatne naravnosti javnofinancne politike v euroobmočju. Države, ki še niso dosegle svojega srednjeročnega proračunskega cilja, morajo doseči napredek v smeri cilja, medtem ko morajo države, ki so svoj cilj dosegle, izkoristiti javnofinancne rezerve. To bi lahko privedlo do procikličnih javnofinancnih politik v času, ko bi gospodarstvu euroobmočja kot celoti koristila podpora s strani proračunskih politik. Poleg tega je v več državah dinamika zmanjševanja javnega dolga z visokih ravni še vedno daleč od zadovoljive, in to kljub okrepitvi pravil v letu 2011, ki so uvedla pravilo o zadolženosti, da bi se pospešilo zniževanje deleža javnega dolga v razmerju do BDP v smeri referenčne vrednosti, kot je določena v Pogodbi (60% BDP). Predvsem zaradi skupnega učinka različnih oblik fleksibilnosti ni mogoče zagotoviti, da se bodo države – še posebno visoko zadolžene države – dovolj hitro približevale svojemu srednjeročnemu proračunskemu cilju. Dejstvo, da so v načrtih številnih držav z visoko ravnijo javnega dolga znatna odstopanja pri strukturnih prilagoditvah od priporočil Sveta, kaže, da ocena osnutkov proračunskih načrtov, ki je bila uvedena z

»dvojčkom« uredb, ne ustvarja potrebnega pritiska v smeri odprave javnofinančnih neravnovesij.<sup>61</sup>

**Evropski fiskalni odbor (EFB), ki ga je predsednica Komisije zadolžila, da oceni delovanje javnofinančnih pravil v EU v luči revizije »šesterčka« in »dvojčka« uredb, je predlagal različne možnosti reformiranja javnofinančnega upravljanja v EU.**<sup>62</sup> EFB je predlagal, da se sidro za pravila premesti s srednjeročnega proračunskega cilja na dolgoročno zgornjo mejo v obliki razmerja med javnim dolgom in BDP. Predlagal je tudi, da naj se to kombinira s pravilom o odhodkih kot edinim operativnim kazalnikom, ki usmerja javnofinančne politike. Po predlogu EFB bi bilo treba obstoječe klavzule o fleksibilnosti združiti v eno samo izstopno klavzulo, ki bi se sprožila na podlagi neodvisne ekonomske presoje. Ob tem je predvideno, da večjo vlogo dobijo neodvisni fiskalni sveti, medtem ko bi morala biti Komisija v svojih ocenah bolj neodvisna. Sankcije, ki jih je očitno težko uporabiti, bi bilo mogoče dopolniti ali jih nadomestiti z mehanizmi spodbud. Takšni mehanizmi bi lahko vključevali pogojevanje dostopa do fiskalne zmogljivosti, ki naj bi zagotavljala makroekonomsko stabilizacijo, z izpolnjevanjem javnofinančnih pravil. Vsi predlogi si zaslужijo poglobljeno razpravo v kontekstu prihajajoče revizije »šesterčka« in »dvojčka« uredb.<sup>63</sup>

**V prihodnje je polno delovanje javnofinančnega okvira v EU predpogoj za nadaljnje poglabljanje EMU.** Poleg nedavno sprejetih proračunskih instrumentov za konvergenco in konkurenčnost<sup>64</sup> je še naprej nujno doseči napredek pri vzpostavljanju prave makroekonomske stabilizacijske funkcije za euroobmočje. Takšna funkcija običajno obstaja v drugih denarnih unijah, z njo pa se je mogoče bolje spoprijeti z gospodarskimi šoki, ki jih ni mogoče obvladati na nacionalni ravni.<sup>65</sup> S takšno vrsto centralnega fiskalnega stabilizacijskega orodja bi se zmanjšalo tveganje preobremenjevanja instrumentov denarne politike ECB v hudi recesiji v celotnem euroobmočju.<sup>66</sup>

---

<sup>61</sup> Razprava o tem, zakaj je ocenjevanje proračunskih osnutkov sčasoma izgubilo učinkovitost, je v okvirju z naslovom »Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2018«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2017.

<sup>62</sup> Glej poročilo EFB z naslovom »[Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#)«, avgust 2019.

<sup>63</sup> Splošen pregled je tudi v Kamps, Christophe, in Leiner-Killinger, Nadine, »[Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 231, ECB, Frankfurt na Majni, avgust 2019.

<sup>64</sup> Več podrobnosti je v [dokumentu](#), ki ga je sprejela Euroskupina v vključujočem formatu 10. oktobra 2019.

<sup>65</sup> Glej članek z naslovom »[Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2019.

<sup>66</sup> Glej članek z naslovom »[Fiscal spillovers in a monetary union](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2019.

# Članki

## 1 What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?

Prepared by Lorenzo Burlon, Maria Dimou, Anna-Camilla Drahonsky and Petra Köhler-Ulbrich<sup>67</sup>

This article examines bank lending conditions for euro area non-financial corporations (NFCs), making use of the wealth of soft information available in the euro area bank lending survey (BLS) since its inception in 2003. One relevant question in this context is whether the tightening of the bank loan supply during the financial and sovereign debt crises has been offset by the easing of bank lending conditions for loans to NFCs since 2014. The article illustrates that the easing over this period has come mainly through a substantial loosening of the actual terms and conditions applied by banks to new loans to firms of average credit quality, while the credit standards that banks have established for their loan approval decisions have eased by less. The article also draws on the responses of individual banks to examine the differences in bank lending conditions for NFC loans over time and across bank business models. This analysis reveals that the change in credit conditions of banks with business models more reliant on stable funding sources, such as deposits, is more muted. In short, it looks at additional aspects that enhance the regular assessment of bank lending conditions faced by firms based on the euro area BLS.

### 1 Introduction

The euro area bank lending survey (BLS) provides a rich set of soft information on changes to bank lending conditions, which complements and potentially enhances hard statistical data on loan growth. When combined with actual loan growth and lending rates, this unique set of information helps us to understand developments in loan supply and demand and the related driving factors. In addition, BLS data have been shown to have strong leading indicator properties vis-à-vis aggregate movements in loan volumes. Against this background, BLS survey information is regularly monitored and assessed to gain insights into bank lending conditions directly from reporting euro area banks.<sup>68</sup> This article focuses on bank lending conditions for euro area firms, drawing on the wealth of information available in the BLS, from both an aggregate and individual bank-level perspective.

**What can the euro area BLS tell us about the credit conditions faced by euro area firms over the past 10-15 years?** Following the severe tightening of banks'

<sup>67</sup> Bettina Farkas provided data support.

<sup>68</sup> See the ECB's website for the [euro area bank lending survey](#). The quarterly BLS report focuses on aggregate developments in net terms. With respect to credit standards, the net percentage is the difference between the sum of the percentages of banks responding "tightened considerably" and "tightened somewhat" and the sum of the percentages of banks responding "eased somewhat" and "eased considerably".

approval criteria for loans to non-financial corporations (NFCs) during the financial and sovereign debt crises, an unprecedented extended easing period was observed from the beginning of 2014 up to early 2019. More recently, there has been some variation in the changes made by banks to their loan approval criteria amid concerns about the euro area economic outlook. Against this background, the article takes a longer-term perspective on the BLS evidence, covering the period since the onset of the global financial crisis, and focuses on three distinct aspects.

**First, this article reviews the long-term developments in credit standards and the related contributing factors.** Differences in the importance of these driving factors over time are analysed with a view to gaining a better understanding of changes in bank lending conditions. It turns out that the perception of risks in relation to the economic outlook is an important driving factor behind bank lending conditions, particularly during periods when credit standards are tightened.

**Second, it examines whether the tightening of bank lending conditions during the financial and sovereign debt crises has been offset by the easing of bank lending conditions for NFC loans since 2014.** The article analyses the information from changes in banks' credit standards and terms and conditions, which cover complementary aspects, mainly relating to loan supply. While actual bank lending conditions for average NFC loans have loosened substantially since 2014 and appear to have returned to levels similar to those seen at the beginning of the financial crisis, banks' credit standards have eased by less. In this context, banks' supervisory requirements, the need to strengthen their balance sheets and the avoidance of heightened credit risk emerge as likely factors behind the moderate loosening of banks' loan approval criteria.

**Third, the article provides evidence on bank lending conditions across bank business models.** Based on a new BLS dataset that makes it possible to group banks' responses based on their business model, bank loan supply conditions are analysed over time, and similarities as well as differences across business models are highlighted. Importantly, business models with relatively stable funding sources show more moderate variations in credit conditions compared with other bank types. In short, this article looks at additional aspects that enhance the regular assessment of bank lending conditions based on the euro area BLS.

## 2 Bank loan supply conditions for euro area firms

### 2.1 Banks' credit standards for loans to euro area firms

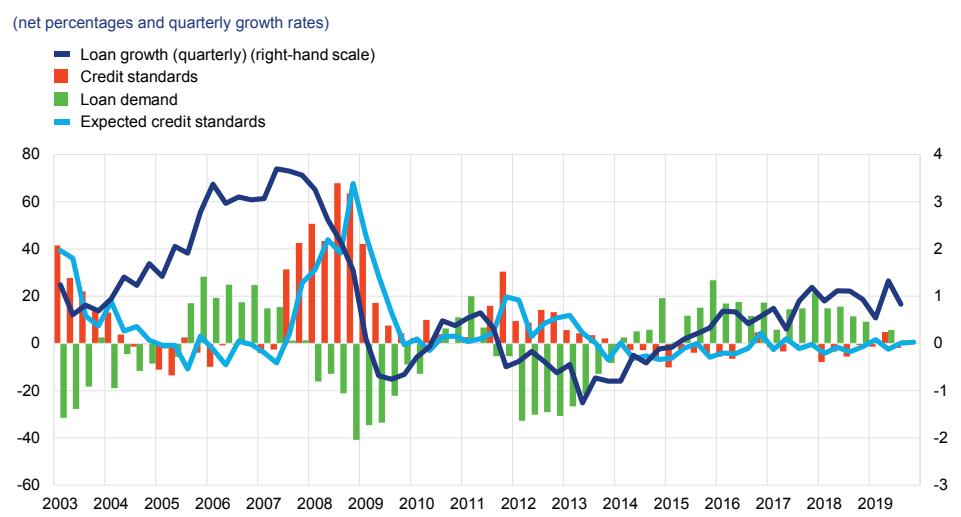
**Credit standards, which reflect banks' internal guidelines or loan approval criteria, are a key indicator of bank lending conditions.<sup>69</sup>** They help to disentangle loan supply and demand in the analysis of loan growth developments (see

---

<sup>69</sup> See Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. and Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, No 179, European Central Bank, 2016.

Chart 1).<sup>70</sup> In addition, changes in credit standards for NFC loans lead actual NFC loan growth by around one year.<sup>71</sup> They are therefore helpful for assessing loan growth developments over the coming year. Moreover, banks' expectations in relation to the development of their credit standards are generally an accurate reflection of their actual development, thereby providing further lead information on the development of bank lending conditions.

**Chart 1**  
NFC loan supply, demand and NFC loan growth



Source: ECB.

Notes: For credit standards, net percentages are defined as the difference between the sum of the percentages of banks responding "tightened considerably" and "tightened somewhat" and the sum of the percentages of banks responding "eased somewhat" and "eased considerably". For loan demand, net percentages are defined as the difference between the sum of the percentages of banks responding "increased considerably" and "increased somewhat" and the sum of the percentages of banks responding "decreased somewhat" and "decreased considerably". While actual developments of credit standards and loan demand refer to the past three months, expected credit standards refer to banks' expectations over the next three months and have therefore been shifted by one quarter.

**The net easing of credit standards from 2014 up until early 2019 has been the longest net easing period since the inception of the BLS at the beginning of 2003.** Following a drastic tightening of credit standards for euro area NFC loans between the third quarter of 2007 and the second half of 2011 during the euro area financial and sovereign debt crises (with a net peak of 68% at the time of the Lehman Brothers collapse in the third quarter of 2008), euro area banks started to ease credit standards in net terms in the first quarter of 2014. This net easing lasted for about 20 quarters (with an interruption in the second half of 2016) until the first quarter of 2019, equivalent to the longest net easing period since the BLS began. By comparison, the net easing period before the start of the financial crisis, from the third quarter of 2004 until the second quarter of 2007, lasted for 12 quarters. The net easing of banks' approval criteria for corporate loans since 2014 supported the recovery in NFC bank loan growth and economic activity in the aftermath of the financial crisis. In the second and third quarters of 2019, there was some variation in the changes made by banks to

<sup>70</sup> See Altavilla, C., Darracq Paries, M., Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.

<sup>71</sup> See De Bondt, G., Maddaloni, A., Peydro, J.-L. and Scopel, S., "The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth", *Working Paper Series*, No 1160, European Central Bank, 2010.

their credit standards amid concerns about the euro area economic outlook, while actual lending rates remained at historically low levels.

## 2.2 Which factors have driven changes in credit standards for NFC loans?

**The factors driving changes in credit standards provide a better understanding of the reasons behind changes in banks' loan approval criteria.** Euro area banks also report the underlying factors which contribute to changes in credit standards. The importance of these factors evolves over time, depending on the state of the economy (see Chart 2). They help us gain additional insight into alterations in bank lending conditions and to differentiate between changes in bank loan growth that have been driven mainly by changes originating in the banking system, such as in banks' funding cost or risk tolerance, and changes in the general economic environment that have an impact on bank loan supply owing to changes in borrowers' credit risk or collateral, but which do not reflect pure loan supply effects.<sup>72</sup>

**Risk perceptions regarding the economic outlook are the most important factor for explaining the changes in credit standards and are closely related to real economic developments.** When looking at the factors that contribute to the changes in credit standards from the banks' perspective, two main observations emerge (see Chart 2). First, and in keeping with the changes in credit standards for NFC loans, the tightening impact of these factors has been greater than the easing impact. Second, risk perceptions have been the most important factor for explaining the changes in credit standards over time (contributing an average net tightening of 13% since 2003). The high correlation with credit standards applies in particular to tightening periods, but risk perceptions also play an important role when banks ease their credit standards. They are closely related to the development of real economic and business sentiment indicators (see Chart 3). Therefore, risk perceptions signal the impact of changes in the economic outlook on credit standards, over and above the changes that originate in the banking system itself.<sup>73</sup>

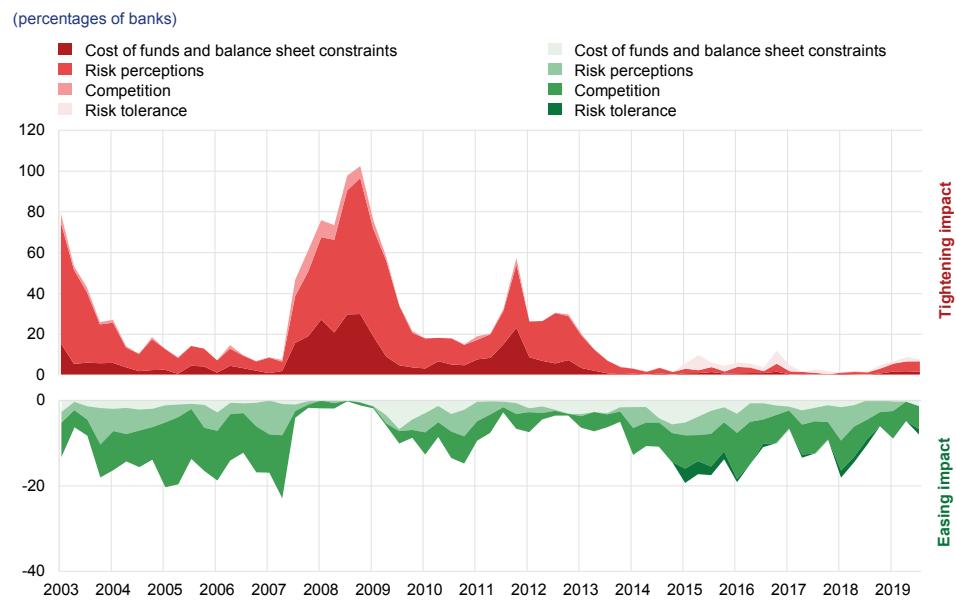
---

<sup>72</sup> See Hempell, H. S., Kok Sorensen, C., "The impact of supply constraints on bank lending in the euro area. Crisis induced crunching?", *Working Paper Series*, No 1262, European Central Bank, 2010.

<sup>73</sup> With regard to the relationship of the BLS factors with other macroeconomic indicators, see the analysis in Chapter 3 of Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. and Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, No 179, European Central Bank, 2016.

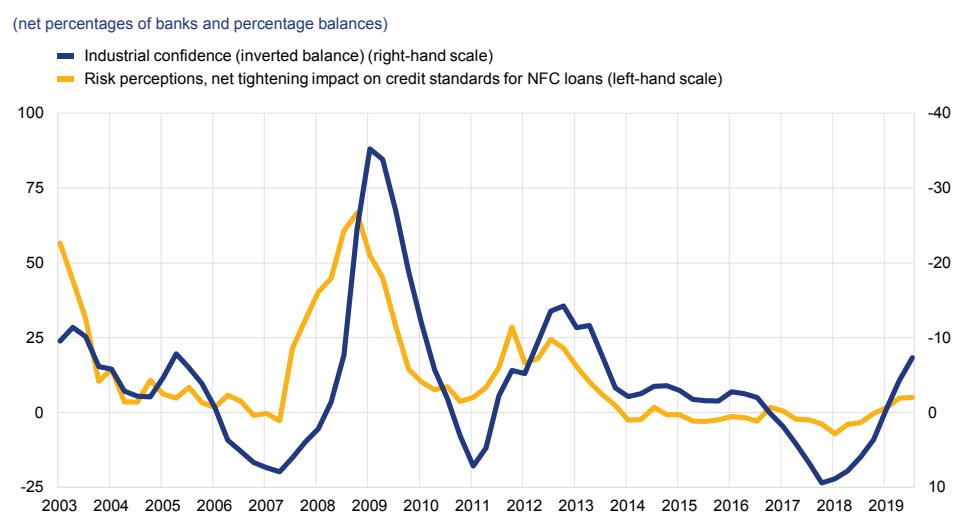
## Chart 2

### Factors contributing to NFC credit standards



## Chart 3

### Banks' risk perceptions and industrial confidence



**Banks' cost of funds and balance sheet constraints play an important role, mainly in the tightening of credit standards, whereas the correlation between this factor and an easing of credit standards is rather small.** In particular, banks' capital position has had, on average, a tightening impact (with an average net percentage of 7% since 2003). In addition, banks' cost of funds and balance sheet

constraints contributed to a tightening of credit standards, particularly during the financial crisis, against the background of banks' losses and associated deleveraging pressure as well as an increase in banks' funding cost. As regards the relationship between the driving factors, a tightening contribution of risk perceptions has often been connected with a parallel tightening contribution of banks' cost of funds and balance sheet situation. This is because a worsening of the economic outlook tends to lead to a deterioration in borrowers' creditworthiness and increased credit risk, with negative implications for banks' balance sheets.

**By contrast, competitive pressure, mainly from other banks, is the most important factor for explaining an easing of credit standards.** Specifically, the net easing of credit standards on NFC loans since 2014 has, to a large extent, been related to competitive pressures.

**Lastly, banks' risk tolerance has overall had a broadly neutral and, in some periods, small tightening impact on credit standards for NFC loans since 2015.** This signals that, according to the banks, they have not reacted to low or negative interest rates by increasing their risk-taking.<sup>74</sup>

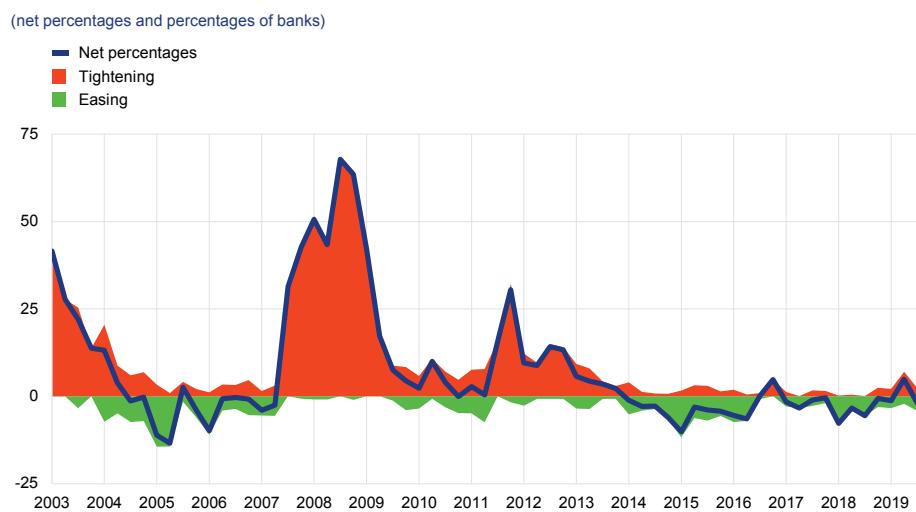
### 2.3 Why has the net easing of credit standards since 2014 been rather moderate?

**Banks' overall easing of credit standards on corporate loans since 2014 appears moderate compared with the previous tightening (see Chart 4).** When summing up the net percentage changes, the cumulated net easing of credit standards over the past five years, compared with the cumulated net tightening of credit standards for loans to euro area NFCs during the financial crisis, appears moderate despite the extended net easing period. Banks indicated the strongest net easing of their credit standards in the first quarter of 2015 (-10%), when the ECB introduced its asset purchase programme, close to the values reached before the onset of the financial crisis (with a negative peak of -13% in the second quarter of 2005).

---

<sup>74</sup> The factor "banks' risk tolerance" was introduced in the first quarter of 2015.

**Chart 4**  
Credit standards on NFC loans



Source: ECB (BLS).  
Note: See Chart 1.

**The overall moderate net easing suggests that credit standards are currently tighter than they were before the crisis.** Corroborating evidence is also provided by the BLS ad hoc question on the level of credit standards, which complements the quarterly question on changes in credit standards on an annual basis. According to the banks' responses, the level of banks' credit standards for euro area NFC loans in the first quarter of 2019 was still tighter than the historical range of credit standards since 2003.<sup>75</sup> Several reasons may be behind the limited net easing of banks' loan approval criteria.

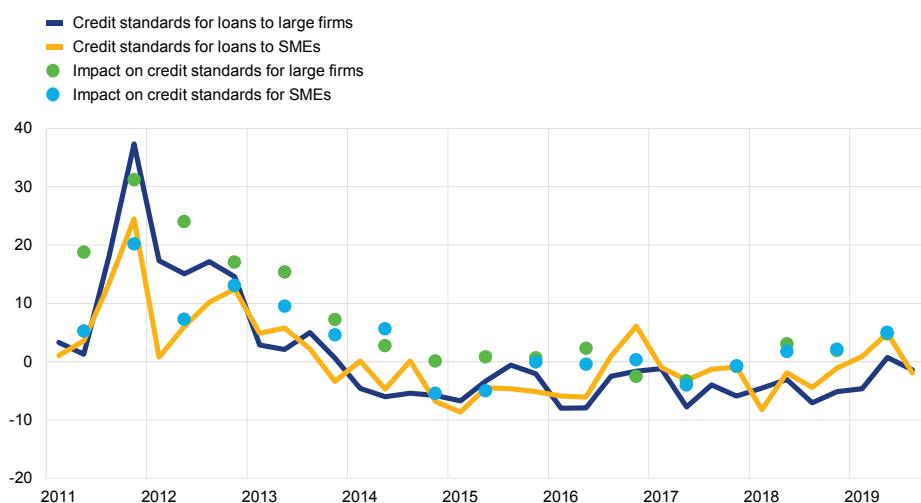
**First, generous lending conditions before the financial crisis have probably contributed to higher risk awareness of banks in their lending decisions since the crisis.** Among the driving factors behind credit standards mentioned above, banks' risk perceptions and willingness to take on credit risk matter considerably. They may contribute to explaining why banks have eased their credit standards only moderately since the financial crisis. In fact, while lax credit standards may have contributed to fuelling high NFC loan growth before the onset of the financial crisis, there are currently no indications of a heightened risk tolerance of euro area banks (see Section 2.2 above).

<sup>75</sup> See the ECB's website on the [euro area bank lending survey](#). At the same time, it should be acknowledged that an assessment of the current level of credit standards compared with the long-term range since 2003 may be difficult for the banks and therefore needs to be viewed with some caution.

## Chart 5

### NFC credit standards and impact of supervisory and regulatory requirements on credit standards

(net percentages of banks)



Source: ECB (BLS).

Notes: See Chart 1. The question refers to regulatory or supervisory actions relating to capital, leverage, liquidity or provisioning that have recently been approved/implemented or that are expected to be approved/implemented in the near future. "SMEs" denote small and medium-sized enterprises.

**Second, banks' need to fulfil additional supervisory and regulatory requirements in the wake of the financial crisis has had a tightening impact on their credit standards.** Euro area banks have stated that new regulatory and supervisory requirements have had, on average since 2011 (when the question was introduced), a tightening impact on their credit standards (see Chart 5). During the net easing period of NFC credit standards since 2014, the regulatory and supervisory impact on credit standards was neutral on average, suggesting that the previous tightening impact was not reversed. This is consistent with the broadly neutral impact of banks' capital positions on banks' credit standards for NFC loans during the net easing of credit standards since 2014.

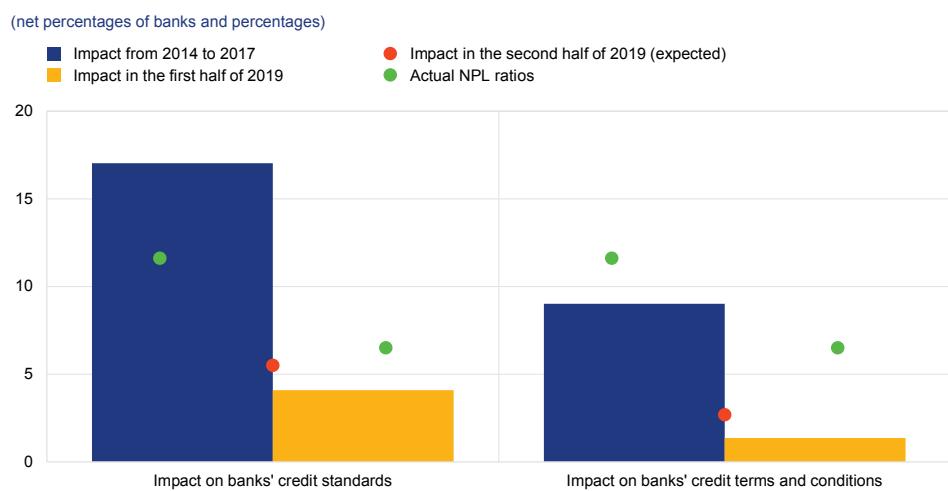
**Third, in relation to banks' need to clean up their balance sheets, non-performing loan (NPL) ratios have also had a tightening impact on banks' credit standards.** The tightening impact was particularly relevant in the period from 2014 to 2017 according to euro area banks,<sup>76</sup> in line with the level of actual NPL ratios of banks, but NPLs have also more recently continued to exert a tightening impact on banks' credit standards (see Chart 6). Overall, banks have strengthened their balance sheets and, specifically, reduced their NPL ratios since 2014, supported by the ECB's unconventional monetary policy measures. This has improved banks' resilience. While this should contribute to favourable lending conditions in the medium term,<sup>77</sup> banks' efforts to increase their resilience help to explain why the net easing of banks' credit standards was not greater.

<sup>76</sup> See also the July 2018 BLS report on the [euro area bank lending survey](#) website for the impact of NPLs on banks' lending policy from 2014-17 and the July 2019 BLS report for more recent evidence.

<sup>77</sup> See Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S., Ongena, S., "Credit supply and demand in unconventional times", *Working Paper Series*, No 2202, European Central Bank, 2018.

### Chart 6

Impact of banks' non-performing loan (NPL) ratios on bank lending conditions and actual NPL ratios for NFC loans



Source: ECB (BLS and Supervisory banking statistics).

Notes: In the BLS, the NPL ratio is defined as the stock of gross non-performing loans on banks' balance sheets as a percentage of the gross carrying amount of loans. The actual NPL ratios refer to euro area significant institutions and are defined as the gross carrying amount of non-performing loans (and advances), as a percentage of total loans (and advances). They are calculated as an average over the respective periods (Q2 2015–Q4 2017 and the second half of 2019 respectively).

## 2.4 Credit terms and conditions for loans to euro area firms

**Banks' credit terms and conditions for new loans point to a considerable easing of the actual agreed lending conditions for NFC loans, which is more marked than for credit standards.** While credit standards are defined as banks' internal guidelines or loan approval criteria, banks' terms and conditions are defined as the actual terms and conditions applied to a new loan, as agreed in the loan contract. The analysis of banks' terms and conditions therefore complements the analysis of credit standards to provide an overall view on bank lending conditions.<sup>78</sup> Following a strong net widening of banks' margins on loans of average credit risk (defined as the spread of bank lending rates over a relevant market reference rate) during the financial and sovereign debt crises, margins have narrowed since the second quarter of 2013 (see Chart 7). This trend has become more acute since the second quarter of 2014 in light of the new wave of ECB unconventional measures (see Chart 8 below), signalling an improved pass-through of monetary policy measures to bank lending rates. According to reporting banks, margins on average NFC loans narrowed continuously from 2014 until the first quarter of 2019. In the second and third quarters of 2019, banks' overall terms and conditions tightened somewhat. Specifically, their margins on riskier NFC loans widened, while margins on average NFC loans in total broadly stabilised.

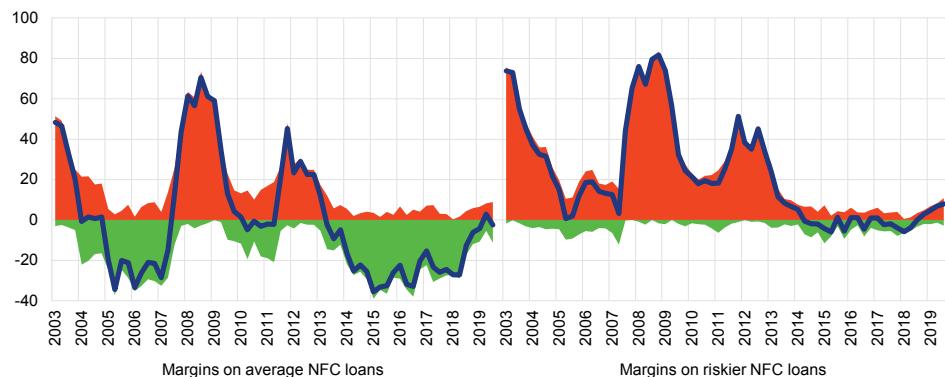
<sup>78</sup> Given that data on banks' overall terms and conditions have only been available since the first quarter of 2015, the focus here is on banks' loan margins, which are an important component of banks' overall terms and conditions.

## Chart 7

### Margins on NFC loans

(net percentages and percentages of banks)

- Net percentages
- Widening
- Narrowing



Source: ECB (BLS).

Notes: "Margins" are defined as the spread over a relevant market reference rate. Net percentages are defined as the difference between the sum of the percentages of banks responding "tightened/widened considerably" and "tightened/widened somewhat" and the sum of the percentages of banks responding "eased/narrowed somewhat" and "eased/narrowed considerably".

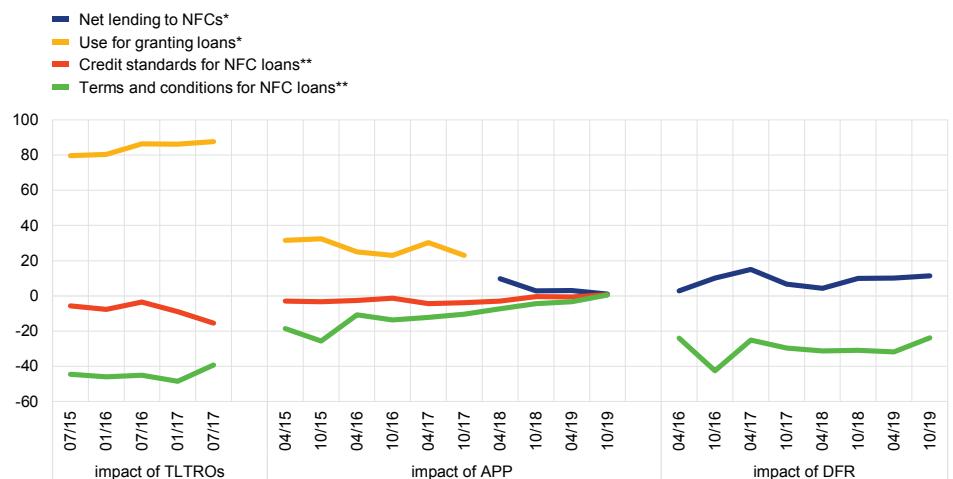
**Hence, while euro area banks have eased their credit standards for NFC loans only moderately since 2014, they have eased their actual terms and conditions for new NFC loans of average riskiness substantially.** Borrowers who have met the bank's loan approval criteria have benefited from considerably more favourable actual lending conditions for average NFC loans. The evidence is in line with banks' responses that the ECB's monetary policy measures have had a substantial net easing impact on banks' actual terms and conditions, while such measures had a more limited impact on their credit standards (see Chart 8).<sup>79</sup>

<sup>79</sup> For the impact of the ECB's monetary policy measures, see, for example, Demiralp, S., Eisenschmidt, J., Vlassopoulos, T., "Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, No 2283, European Central Bank, 2019; Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., Holton, S., "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", *Working Paper Series*, No 2289, European Central Bank, 2019.

## Chart 8

### Impact of the ECB's non-standard measures on bank lending conditions

(net percentages and percentages of banks; impact over the previous six months)



Source: ECB (BLS).

Notes: The horizontal axis refers to the BLS rounds in which the respective questions were included. The ad hoc question on the TLTRO-II was included until July 2017.

\*Use of TLTRO liquidity for granting loans. Use of increased liquidity arising from the ECB's asset purchase programme (APP) for granting loans out of sales of marketable assets and increased customer deposits until October 2017. Net impact of APP on lending volumes from April 2018. Net impact of the ECB's negative deposit facility rate (DFR) on lending volumes.

\*\*The TLTRO question asks for the easing impact only. Net easing impact for APP and DFR. Net easing is defined as easing minus tightening impact. Loan margins instead of overall terms and conditions for DFR.

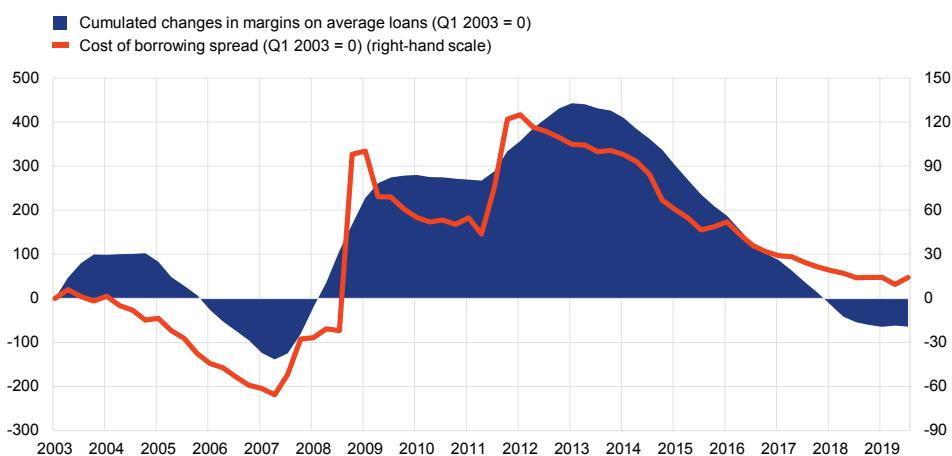
**In contrast to margins on average NFC loans, margins on riskier loans have narrowed only a little in net terms since 2014 (see Chart 7).** The more cautious attitude towards riskier loans may indicate that banks have not been willing to take on major risks when lending to firms in order to boost returns in a low interest rate environment. This is also consistent with banks' limited net easing of credit standards against a background of heightened regulatory requirements and, in some jurisdictions, still considerable levels of NPLs, as well as with the more modest risk tolerance of banks following the financial crisis.

**Taking a longer-term perspective, banks' margins on new loans to firms with an average risk profile have returned to levels not far off those prevailing around the beginning of the financial crisis, whereas previously they were lower.** The cumulation of the changes in loan margins (i.e. the spread of bank lending rates over a relevant market reference rate), as reported by BLS banks, can help when assessing the current state of bank lending conditions for firms. As shown in Chart 9, the widening of margins on average NFC loans during the financial and sovereign debt crises has been broadly offset by the narrowing of loan margins since the second quarter of 2013. When computed on the basis of actual lending rates for NFC loans and money market interest rates, loan margins did not return to the very low levels that prevailed before the onset of the financial crisis, which possibly represented an underpricing of borrowers' credit risk at that time. Interestingly, cumulated changes in NFC loan margins have moved broadly in line with actual bank lending rate spreads, in keeping with the definition of loan margins (see Chart 9). This evidence suggests that banks' margins on new loans have returned to levels around those seen at the beginning of the financial crisis, whereas previously they were lower.

### Chart 9

Cumulated changes in margins on average NFC loans and cost of borrowing spread for NFC loans

(cumulated net percentages and spread in basis points)



Source: ECB.

Notes: Margins are defined as the spread of bank lending rates over a relevant market reference rate. Net percentages for the margins on average loans have been cumulated from the first quarter of 2003 onwards. The spread is calculated as the difference between the cost of borrowing indicator for NFC loans and the three-month overnight interest swap rate. It has been indexed at Q1 2003 = 0, corresponding to the cumulated change in the spread since Q1 2003. The cost of borrowing indicator for NFC loans is calculated by aggregating short- and long-term rates using a 24-month moving average of new business volumes.

### 3 Bank lending conditions across bank business models

**A new dataset on bank business models makes it possible to detect differences in bank loan supply conditions across different types of bank business models for the BLS banks.<sup>80</sup>** The analysis in this section is based on a confidential individual bank-level dataset covering 13 euro area countries. Individual bank data have been aggregated following the BLS methodology to report aggregate changes in bank lending conditions at the euro area level across bank business models.<sup>81</sup> Universal banks are the dominant business model in this dataset both in terms of number of banks and main assets. In addition, global systemically important banks (G-SIBs) are important in terms of their assets, while retail lenders play an important role in terms of their number, albeit less in terms of assets. By contrast, corporate wholesale banks and specialised lenders in particular play a limited role in this dataset.

**Overall, while the direction of the movements in credit standards over time has been consistent across bank business models, there have been notable variations (see Chart 10).** Across all bank business models, a pronounced tightening of credit standards for NFC loans during the period from 2007 to 2014 preceded a more recent period of moderate easing, reflecting changes at the euro area level (see

<sup>80</sup> For a methodological explanation of the bank business model classification and an overview of asset- and liability- structures by business model, see Altavilla, C., Andreeva, D.C., Boucinha, M. and Holton, S., "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, No. 222, European Central Bank, 2019.

<sup>81</sup> An explanation of the BLS aggregation methodology can be found in the BLS user guide on the [euro area bank lending survey](#) website. In addition, for some parts of the analysis, individual bank BLS data were merged with bank balance sheet and interest rate data.

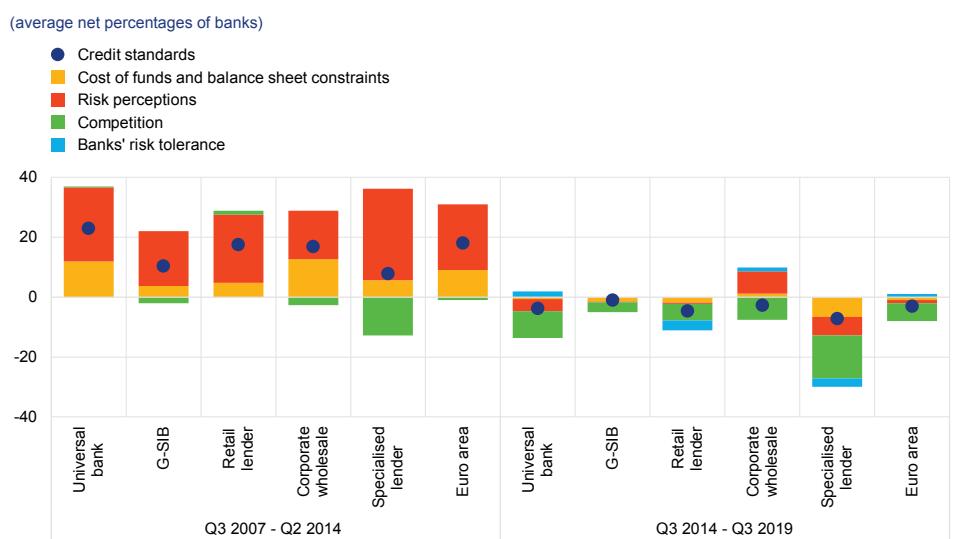
Section 2.1). Universal banks and retail lenders on average tightened their bank lending conditions by more than other lenders during the crisis period. Both business models also widened their margins for NFC loans (see Chart 11 below) considerably, reflecting the increased credit risk faced by borrowers during the crisis. By contrast, from 2007 to 2014, the net tightening of credit standards on average was contained for specialised lenders owing to intense competitive pressures.

**Across all bank types, risk perceptions were the most important factor for changes in credit standards for NFC loans during the period from 2007 to 2014, reflecting borrowers' heightened credit risk.** While this factor has tended to contribute to an easing of credit standards since 2014 across most business models, it continued to contribute to a net tightening of credit standards for corporate wholesale lenders. This may be linked to the specific business model of this bank type specialised in financing large investment projects which tend to have a higher risk profile.

**For some bank types, especially universal banks and corporate wholesale banks, funding costs and balance sheet constraints were an important factor for the tightening of their credit standards.** The co-movement of this factor with risk perceptions signals the interlinking between borrowers' heightened credit risk and banks' balance sheet constraints, as weaker borrower quality translated into banks' balance sheet fragility. While risk perceptions have played a leading role in the tightening of credit standards for loans to firms across bank business models, competition has been the biggest contributing factor over the net easing period since 2014. Finally, banks' risk tolerance had a rather small impact on changes in credit standards across bank business models.

### Chart 10

#### Credit standards on NFC loans across bank business models



Source: ECB (BLS).

Notes: See Charts 1 and 2. The figures for the bank business models are based on a confidential dataset comprising data from 13 euro area countries. The euro area figures refer to all euro area countries.

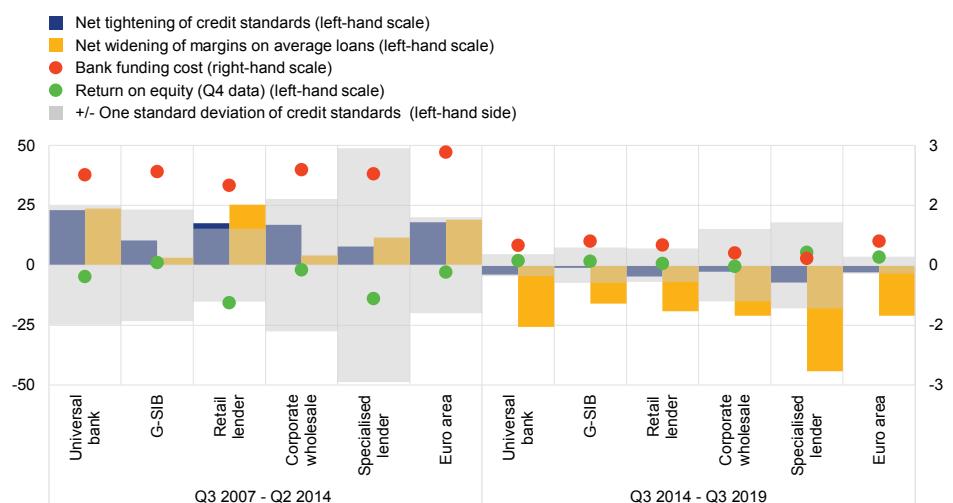
**Mimicking the net easing of bank lending conditions in the overall sample, margins on average loans have narrowed across all business models since 2014, along with a parallel decrease in bank funding costs, following the ECB's credit easing package (see Chart 11).** Following the widening of margins on NFC loans during the financial crisis, the largest net percentage of banks indicating a narrowing of their loan margins can be observed for universal banks and specialised lenders, passing on to their customers the significant decrease in their funding costs. Specialised lenders seem to have benefited particularly from squeezed bond yields, given their stronger dependence on funding through the issuance of debt securities. Importantly, ECB borrowing under attractive terms within the ECB's TLTRO-II operations has additionally benefited all bank types. In the second and third quarters of 2019, G-SIBs tightened their credit standards on NFC loans and reported an increase in margins on average NFC loans, while developments were more mixed for other bank types.

**Differences in business models' reliance on specific customer and market segments can be linked to the heterogeneity in the developments of loan supply as well as in funding conditions and overall profitability.** G-SIBs and retail lenders have shown the least variation in credit standards and average loan margins for NFC loans over time (measured based on the standard deviation, see Chart 11). This is most probably due to the fact that banks following the former business model are in general more diversified and less prone to cyclical variations of macroeconomic variables (also implied by their asset- and liability-structure), and to the fact that lenders belonging to the latter bank group tend to maintain relatively long-lasting relationships with their customers. Retail lenders have also experienced the least variation with respect to their funding costs, resulting from their larger dependence on retail funding and, therefore, their smaller exposure to prevailing market-based financing conditions. In line with this rather stable funding structure, retail lenders tightened their credit standards for loans to firms more moderately than more market-dependent bank types as an immediate reaction to the Lehman Brothers collapse in the third quarter of 2008. The considerable tightening of credit standards by retail lenders on average from 2007 to 2014, mentioned above, may instead be explained by a continuous, but limited tightening of credit standards during the crisis period. By contrast, corporate wholesale and specialised lenders have exhibited significant variability in terms of not only credit standards and average loan margins, but also funding costs across the timespan of the sample, owing to their considerable dependence on the issuance of debt securities and, as a result, on the movement of bond yields. The opposite is true when taking a closer look at the developments in return on equity, with the retail lenders' business model recording the strongest decline and widest variability during the crisis, largely reflecting their lower diversification and related considerable dependence on net interest income.

### Chart 11

#### NFC loan supply, bank funding cost and bank profitability across bank business models

(averages of net percentages of banks, percentages and percentages p.a.)



Sources: ECB, Markit iBoxx, S&P Market Intelligence (SNL Financial) and ECB calculations.

Notes: See Charts 1 and 7. Return on equity refers to figures in the fourth quarter of the respective year and has been aggregated based on individual bank data, weighted by banks' total assets. Bank funding cost is a weighted average of banks' cost of deposits and bank bond yields. It has been aggregated based on individual bank data, weighted by banks' total assets. The figures for the bank business models are based on a confidential dataset including 13 euro area countries. The euro area figures refer to all euro area countries. The standard deviation refers to the standard deviation of the net percentages indicator of credit standards for each category.

## 4 Conclusions

### This article assesses bank loan supply conditions for euro area firms based on BLS indicators for credit standards and terms and conditions for new loans.

While average margins for new loans to NFCs seem to have returned to conditions prevailing around the beginning of the financial crisis, banks' loan approval criteria and margins on riskier loans have remained tighter overall, due to banks' balance sheet cleaning, stricter regulatory and supervisory requirements and a cautious attitude towards risk. Since 2014, bank lending conditions for firms in the euro area have eased considerably, supported by favourable financing conditions to which the ECB's non-standard monetary policy measures have contributed positively.

**In addition, the BLS provides information about the driving factors of bank loan supply developments, which allows a deeper understanding of changes in bank lending conditions.** The importance of these driving factors varies over time. While risk perceptions have played a dominant role, mainly during tightening periods, competitive pressures have been predominant during easing periods.

**Finally, this article gives new insights into the changes in bank lending conditions and the contributing factors across bank business models.** While the broad developments are in line with overall euro area developments across business models, the intensity of changes in credit standards and the relative importance of the driving factors vary across bank types. Interestingly, while the variation of bank lending conditions for NFC loans has been generally more moderate for retail lenders and

G-SIBs, it has been more pronounced for other bank types which are more dependent on financial market funding and less diversified.

## 2

# The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth

Prepared by Omiros Kouavas, Friderike Kuik, Gerrit Koester and Christiane Nickel

## 1 Introduction

### **Until recently, wage growth in the euro area has been low and under-predicted.**

Looking at the period 2013–17, this weakness can be explained to a large extent by the factors traditionally captured in a Phillips curve analysis, such as economic slack and inflation expectations. Slack in the labour market can be measured by a broad range of different indicators, which include “narrow” indicators (e.g. the unemployment rate) or more unconventional measures such as the broad unemployment rate. The latter also includes euro area working age population marginally attached to the labour force – i.e. those members of the labour force categorised as inactive but still competing, albeit less actively, in the labour market.<sup>82</sup> In general it seems that broader measures of labour underutilisation brought some marginal gains in explaining the subdued wage growth observed in the euro area over the period 2013–17.<sup>83</sup> However, the factors traditionally included in a Phillips curve analysis do not paint the full picture.<sup>84</sup>

**Could changes in the composition of employment also have contributed to low wage growth in the euro area?** Wages differ, for example, across sectors and are affected by employees’ personal characteristics and contract types. These “compositional effects” can mean that changes in the composition of employment can affect average wage growth in an economy. They also depend on the degree to which the composition of employment changes and on the size of differences in wages.

**In the euro area, significant changes in the composition of employment have taken place since the beginning of the crisis.** These include shifts in age and level of education, as well as in the prevalence of different contract types reflecting temporary and permanent employment.<sup>85</sup> The sectoral composition of employment has also changed because of shifts in employees working in higher and lower-paying sectors of the economy.

---

<sup>82</sup> See, for example, the box entitled “Assessing labour market slack”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, Frankfurt am Main, 2017.

<sup>83</sup> See, for example, Lane, P.R. et al., “The Phillips Curve at the ECB”, speech given at the 50th Anniversary Conference of the Money, Macro & Finance Research Group, London School of Economics, 4 September 2019; Cœuré, B., “Scars or scratches? Hysteresis in the euro area”, speech given at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 19 May 2017; and Section 2.2. of Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. and Porqueddu, M. (eds.), “Understanding low wage growth in the euro area and European countries”, Occasional Paper Series, No 232, ECB, Frankfurt am Main, September 2019.

<sup>84</sup> For the results of an ESCB Wage Expert Group, see Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. and Porqueddu, M. (eds.), op. cit.

<sup>85</sup> For details, see the box entitled “Compositional changes behind the growth in euro area employment during the recovery”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, Frankfurt am Main, 2018, and the article entitled “Labour supply and employment growth”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, Frankfurt am Main, 2018.

**Shifts in the composition of employment can be driven by trend and cyclical developments.** One case in point is the age structure of employees: this can be affected by trend developments, such as an ageing population, but also by cyclical developments, such as younger workers being at a higher risk of losing their job in a downturn.

**Based on the economic literature, compositional effects can have a substantial impact on wage growth.** Early studies have shown that the impact of changes on the composition of employment can be sizeable,<sup>86</sup> and the results of more recent studies focusing on the period of the crisis are similar.<sup>87</sup>

**Can such compositional effects help us understand the development of wage growth over the cycle?** They can do, for example, if compositional effects are heavily influenced by the cycle, pushing up wage growth in a downturn or depressing wage growth in an upturn. According to the literature, compositional changes in employment may indeed lead to such a countercyclical effect on aggregate wages.<sup>88</sup>

**This article assesses how compositional effects have affected wage growth in the euro area and its member countries since 2007.**<sup>89</sup> For our analysis we mainly rely on microdata from the EU Survey on Income and Living Conditions (EU-SILC). The article also includes cross-checks based on the EU Labour Force Survey (EU-LFS) and national accounts data. After a discussion of some conceptual foundations, we introduce the data used and illustrate recent changes in employment composition in the euro area. This is followed by an outline of our approach to assessing compositional effects and, finally, a discussion of evidence of the role of compositional effects for the euro area as a whole and the contribution of individual euro area countries.<sup>90</sup>

**This article finds that compositional effects have contributed to a subdued reaction of wages in the euro area over the business cycle – including in the period of low wage growth.** Compositional effects pushed up wage growth early in the crisis, but have since decreased and turned negative. This has contributed to a relatively muted response from aggregate wage growth, both to the strong downturn of the labour market early in the crisis and later to cyclical improvements during the years

<sup>86</sup> See, for example, Coleman, T., "Essays on Aggregate Labor Market Business Cycle Fluctuations", *PhD Thesis*, University of Chicago, 1984, Barsky, R. and Solon, G., "Real Wages over the Business Cycle", *Working Paper Series*, NBER, 1988, Blank, R.M., "Why are Wages Cyclical in the 1970s", *Journal of Labor Economics*, 8(1):17-47, 1990, and Kydland, F.E. and Prescott, E.C., "Cyclical Movements of the Labor Input and its Implicit Real Wage", *Economic Review*, (second quarter):12-23, 1993.

<sup>87</sup> For later studies, see the box entitled "Real wages and employment composition effects during the crisis", "[Euro area labour markets and the crisis](#)", *Occasional Paper Series*, No 138, ECB, Frankfurt am Main, October 2012, and the box entitled "Real wage cyclicality in the euro area: disentangling composition from wage structure effects" in "[Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets](#)", *Occasional Paper Series*, No 159, ECB, Frankfurt am Main, February 2015.

<sup>88</sup> For more details on aggregation and selection bias, see, for example, Stockman, A.C., "Aggregation Bias and the Cyclical Behavior of Real Wages", *unpublished manuscript*, 1983, and Keane, M., Moffitt, R., and Runkle, D., "Real Wages over the Business Cycle : Estimating the Impact of Heterogeneity with Micro Data", *Journal of Political Economy*, 96(6):1232-1266, 1988.

<sup>89</sup> The starting point of the analysis has been chosen in line with data availability and quality – see also the discussion in Box 2.

<sup>90</sup> The article builds on extensive analyses of compositional effects pursued in the context of an ESCB Wage Expert Group – see Section 3.1 of Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. and Porqueddu, M. (eds.), op. cit.

after 2013. The most important contributions to compositional effects seem to have been related to changes in the age and educational structure of employment, which have had both a long-term and a cyclical impact. The countercyclical pattern of compositional effects resulted mainly from the group of young and comparatively low-skilled workers with relatively low wages; this group was hit especially hard by job losses early in the crisis (pushing average wage growth up during the downturn) and only experienced higher re-employment probability during the recovery period (with a downward effect on average wage growth). Looking at country-specific evidence, the euro area aggregate results have been influenced by Spain and Italy in particular.

**Conceptually, it would be appealing to estimate a Phillips curve for wage growth net of compositional effects, but this seems to be very difficult to implement.** With respect to data availability, such an approach is complicated by (i) the annual frequency of data needed to calculate compositional effects, (ii) the short length of the time series, and (iii) the substantial time lags in publication of the data.<sup>91</sup>

## 2 The effects of changes in the composition of employment on wage growth – conceptual foundations

**Differences in wages can be observed in various dimensions and can vary based on workers' individual characteristics and across sectors.** As labour productivity differs strongly across sectors, wages vary. They tend, for example, to be higher in the industrial sector of the economy than in the services sector. Another factor accounting for differences in pay is level of education, with higher levels of education being correlated with higher skills and thus higher wages. Contract type may also play a role, depending on whether individuals work part-time or full-time, and whether they are employed on a temporary or permanent basis.<sup>92</sup>

**Based on differences in wages across individuals and sectors, changes in the composition of employment can affect both the average level and the growth rate of wages in an economy.** Key indicators for wages in an economy are compensation per employee (CPE) or compensation per hour (CPH). CPE is the sum total of employees' compensation divided by the total number of employees, and CPH is the sum total of employees' compensation divided by the total number of hours worked in the economy. Employees' compensation includes not only wages and salaries in cash but also wages and salaries in kind, as well as employers' social contributions. Sectoral shifts in employment composition in the industrial sector, with its relatively high wages, can, for example, cause CPE and CPH to increase. In a

---

<sup>91</sup> Additionally, parts of compositional effects are likely to affect average labour productivity developments, are partially captured in Phillips curve analysis by including a productivity parameter.

<sup>92</sup> For studies on contract type and wages, see Blanchard, O. and Landier, A., "The perverse effect of partial labour market reform: fixed-term contracts in France", *Economic Journal*, 112, 214-244, 2002, and Booth, A.L., Francesconi, M. and Frank, J., "Temporary jobs: stepping stones or dead ends", *Economic Journal*, 112(480), 2002. For more details on Germany, see Hagen, T. "Do temporary workers receive risk premiums? Assessing the wage effects of fixed-term contracts in West Germany by a matching estimator compared with parametric approaches", *Labour*, 16(4), 667-705, 2002. For more details on contract type as a proxy for tenure, see Carneiro, A., Guimarães, P. and Portugal, P., "Real Wages and the Business Cycle: Accounting for Worker, Firm, and Job Title Heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2):133–152, 2012.

similar vein, an increasing share of employees with high levels of education can also have a positive effect on average CPE and average CPH in an economy.

**Changes in the composition of employment can have implications for wage growth based not only on differences in wage levels but also on differences in wage growth among different types of workers.** One example is older workers tending to have higher wage levels but experiencing slower wage growth than younger workers. While both effects need to be taken into account, the effects resulting from the difference in wage levels, at least in the short run, seem to be dominating.<sup>93</sup>

**While compositional effects based on sectoral developments can, to a certain extent, be analysed based on macrodata from national accounts, studying the impact of individual employees' characteristics requires the use of microdata.**

The effects of sectoral shifts in employment can, to a certain level of sectoral granularity, be analysed based on national accounts data for employment and compensation. However, comprehensive and consistent datasets for the euro area, including data on employment composition based on individual employees' characteristics and their wages, are only available based on surveys (see Box 2 for a discussion of available data).

**Drivers of compositional effects may be of a cyclical or structural nature.**

Structural developments, such as ageing, are likely to have a slow-moving compositional effect on wage growth, since older employees tend to have higher wages.

**Cyclical developments drive compositional effects, especially due to differences in the risk of losing or gaining employment.** Employment risk over the business cycle is unequally distributed with respect to workers' skills and characteristics. During downturns and upturns, job losses and gains have the greatest effect on lower-skilled and younger workers. This is supported by research both in the United States and Europe.<sup>94</sup>

**Compositional effects can be countercyclical and may contribute to a muted reaction from wage growth to the business cycle.** If lower-skilled and younger workers, who are more likely to receive relatively low wages, are particularly likely to lose their jobs in a downturn, average wage growth (measured by CPE and CPH, for example) is pushed up mechanically. On the other hand, the reintegration of these workers into employment in an upturn depresses average wage growth. Such countercyclical compositional effects can partially mute the "true" cyclical reaction of wages to changes in the labour market.

**Empirical studies have indeed found a countercyclical pattern of compositional effects in the euro area and some EU countries.**<sup>95</sup> Such countercyclical effects

---

<sup>93</sup> See the box entitled "Changes in employment composition and their impact on wage growth: an example based on age groups", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, Frankfurt am Main, 2018.

<sup>94</sup> For a review of the response of income and employment risk over the business cycle, see the box entitled "[Household income risk over the business cycle](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

<sup>95</sup> For a detailed literature review, see Christodouloupolou, S. and Kouvasas, O., "Wages, Compositional Effects and the Business Cycle", *Working Paper Series*, forthcoming, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

have been found in empirical studies of the euro area in the early part of the crisis<sup>96</sup> and also in country-specific studies for Belgium<sup>97</sup>, Italy<sup>98</sup> and the United Kingdom<sup>99</sup>.

**Trend developments might have a pronounced impact on compositional effects but are unlikely to cancel out possible cyclical patterns.** Overall, compositional effects are likely to reflect both trend and cyclical developments, the roles of which can vary over time depending on how pronounced a trend or cyclical development is. However, even if trend developments are very pronounced, they are unlikely to cancel out possible countercyclical patterns. This is because structural changes are usually uncorrelated with the business cycle.

## Box 1

### Effects of changes in the sectoral composition of employment on wage growth

Prepared by Katalin Bodnár and Gerrit Koester

As wage levels differ across sectors in the economy, changes in the sectoral composition of employment can affect aggregate wage growth.<sup>100</sup> These differences are often linked to variations in labour productivity. The size of the effects on aggregate wage growth depends both on the extent of sectoral shifts in employment and on the size of differences in pay. For example, a rise in the share of employment in sectors with low wage levels can dampen wage growth. These sectoral changes can be analysed on the basis of national accounts data, which are available for ten main sectors (see Chart A).

Sectoral shifts are driven both by trend and cyclical developments. For example, a long-term reallocation of employment from industry to market and public services is observable (see Chart A). This longer-term trend is in line with developments in terms of value added, but may also be related to increasing automation in industry and the limited scope for that in the services sector. In the public sector, one main structural driver of increased employment is likely to be the demand for healthcare, which is related to the ageing of a society (among other things). The business cycle also has an impact on the sectoral composition of employment. This is most clearly visible in the concentration of the labour market adjustment during the crisis, primarily in the industrial and construction sectors.

<sup>96</sup> For the early part of the crisis, see Verdugo, G., "Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data", *European Economic Review*, 2016.

<sup>97</sup> De Slaover, F. and Saks, Y., "Is job polarisation accompanied by wage polarisation?", *Economic Review*, 2018.

<sup>98</sup> Adamopoulou, E., Bobbio, E., De Philippis, M. and Giorgi, F., "Allocative efficiency and aggregate wage dynamics in Italy", *Occasional Paper Series*, Bank of Italy, 2016.

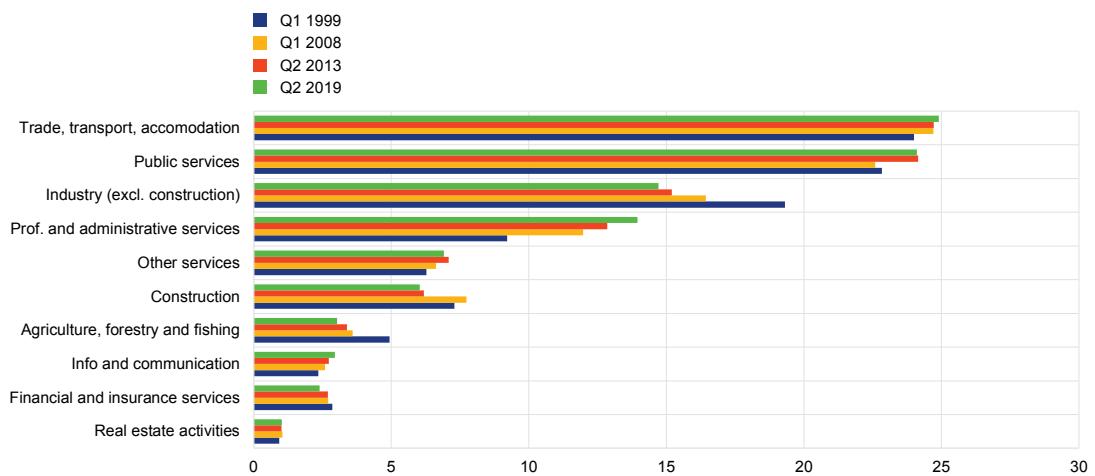
<sup>99</sup> Blundell, R., Crawford, C. and Jin, W., "What can wages and employment tell us about the UK's productivity puzzle?", *Economic Journal*, 124:377-407, 2014, and Elsby, M.W., Shin, D. and Solon, G., "Wage Adjustment in the Great Recession and Other Downturns: Evidence from the United States and Great Britain", *Journal of Labor Economics*, 2013.

<sup>100</sup> See Abraham, K.G. and Haltiwanger, J.C., "Real Wages and the Business Cycle", *Journal of Economic Literature*, 33(3):1215–1264, 1995.

## Chart A

### The composition of euro area employment by sector

(share of sectors in total employment, percentages)



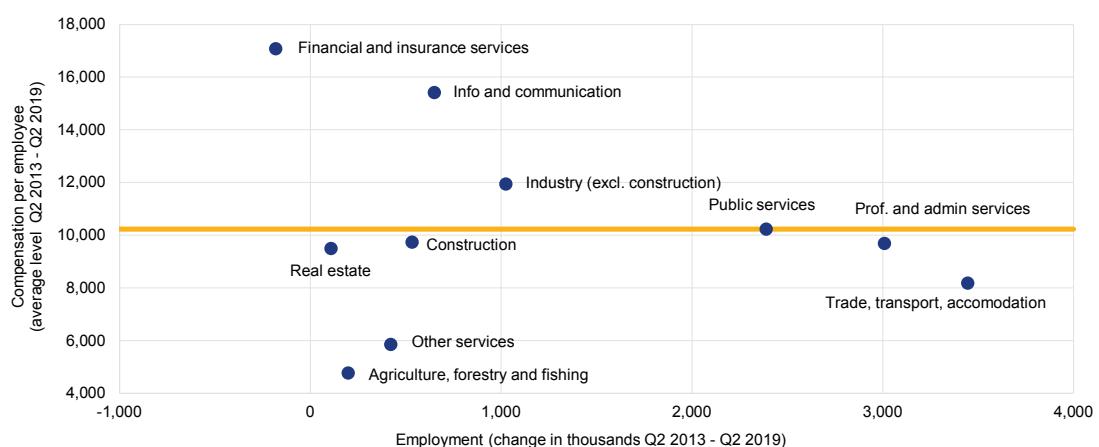
Source: Eurostat.

The sectoral composition of employment growth in the euro area over the recovery period would suggest a downward impact on overall wage growth. Since the second quarter of 2013 – the start of the economic and labour market recovery – employment has grown most strongly in the services sectors. Wage levels in these sectors – such as in professional and administrative services, or trade transport and accommodation – are close to or below euro area averages (see Chart B). At the same time, employment growth was relatively small or negative in some sectors characterised by high wage levels, including financial and insurance services, information and communication services, and industry (excluding construction).

## Chart B

### Changes in euro area employment by sector and sectoral wage levels over the recovery period

(x-axis: change in employment; y-axis: average quarterly compensation in euro)



Source: Eurostat.

However, shifts in sectoral composition seem to have had only a very limited effect on aggregate wage growth in the euro area overall. Effects of changes in the sectoral composition on wage growth can be identified by comparing realised aggregate wage growth with a counterfactual series for wage

growth, which keeps sectoral shares in overall employment constant. Fixing sectoral weights at their 2008 level reveals that such sectoral shifts have most likely had only a very limited effect on overall wage growth (see Chart C).

### Chart C

#### Growth of compensation per employee with changing and fixed sectoral weights

(annual percentage changes)

— Compensation of employees  
— Compensation of employees counterfactual (2008 fixed weights)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

This box finds that shifts in the sectoral composition of employment do not seem to have had a major influence on wage growth. This could also be seen as an indication that microdata studies, like the one pursued in the main text, can also shed some light on within-sector shifts.<sup>101</sup>

### 3 Developments in the composition of employment and wage differences across employee characteristics

In the euro area, significant changes have taken place in the age and educational structure of employment (see Chart 1).<sup>102</sup> This can be illustrated based on microdata from EU-SILC, which are available up to and including 2016<sup>103</sup> (see Box 2 for details and a comparison of EU-SILC data with alternative available datasets; see Box 4 for a cross-check against data from the EU-LFS). Most importantly, the share of older employees has increased, while the share of younger workers has decreased substantially. At the same time, the share of employees with a lower level of education has decreased, while the share of more highly educated employees has increased.

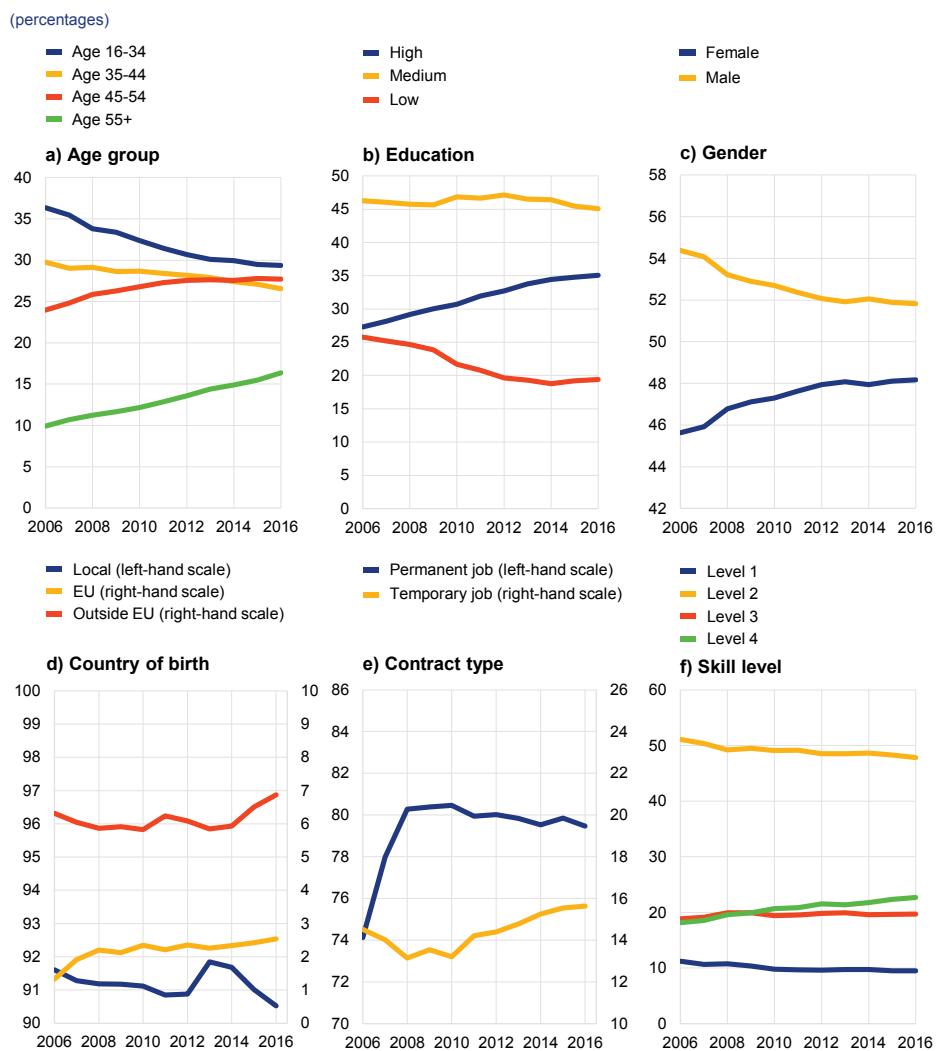
<sup>101</sup> This finding is in line with analyses, for example, for the United Kingdom – see Broadbent, B., “Compositional shifts in the labour market”, speech given at “Understanding the Great Recession: from micro to macro”, Bank of England, 2015.

<sup>102</sup> All results presented in this section are calculated using survey weights.

<sup>103</sup> The 2017 data refers to the 2016 situation for individuals in most countries included in the EU-SILC.

## Chart 1

Development of the main characteristics related to employment in the euro area according to the EU-SILC



Sources: Eurostat (EU-SILC) and ECB staff calculations.

Notes: Euro area aggregate weighted by hours worked; numbers not adding up to 100% indicate missing data. The skill levels are defined by grouping different occupational groups: level 1 includes elementary occupations; level 2 includes clerical support workers, service and sales workers, skilled agricultural, forestry and fishery workers, craft and related trades workers, and plant and machine operators and assemblers; level 3 includes technicians and associate professionals; and level 4 includes managers and professionals.

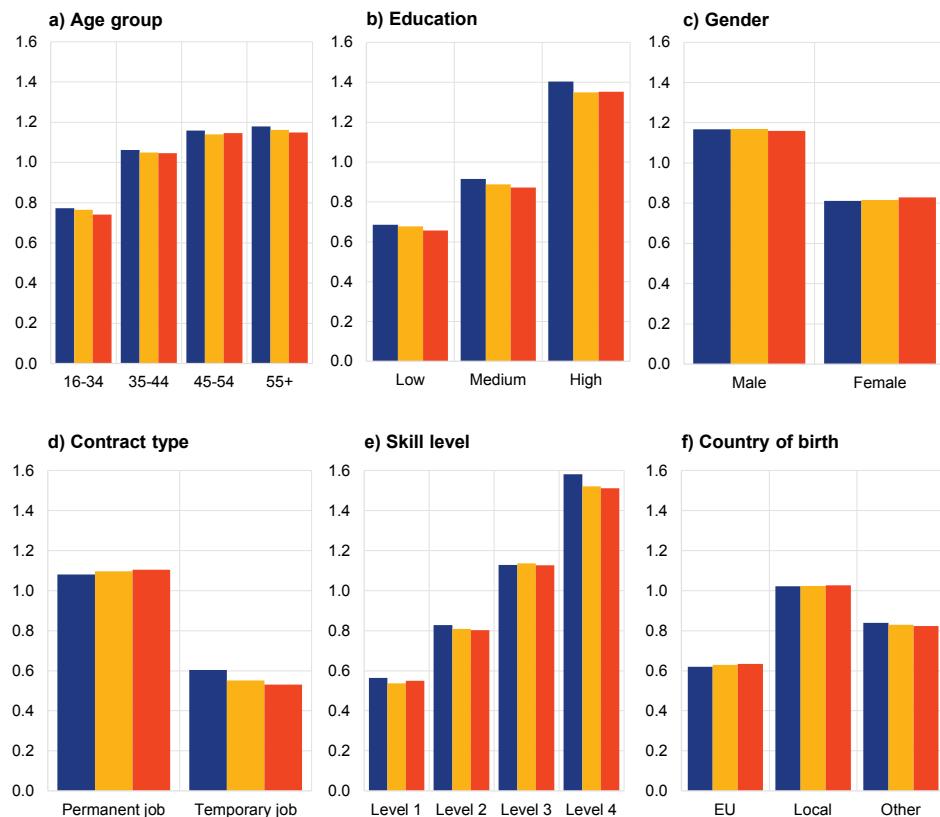
**These developments can be partly attributed to longer-term trends (demographic changes, pension system reforms, the trend towards higher levels of education, etc.) but can be also related to cyclical developments in some countries:** younger and less educated/skilled workers were the first to lose their jobs during the crisis, further increasing the share of older and more highly educated employees. This cyclical pattern is also observed in the development of temporary contracts, the number of which declined early in the crisis in a number of countries but whose share increased during the recovery.

## Chart 2

Mean income per group of employees compared with overall mean income

(euro area, 1 = mean income)

- █ 2008
- █ 2012
- █ 2016



Sources: Eurostat (EU-SILC) and ECB staff calculations.

Notes: Weighted by hours worked. The skill levels are defined by grouping different occupational groups: level 1 includes elementary occupations; level 2 includes clerical support workers, service and sales workers, skilled agricultural, forestry and fishery workers, craft and related trades workers, and plant and machine operators and assemblers; level 3 includes technicians and associate professionals; and level 4 includes managers and professionals. The income variable used is wage per hour as derived from EU-SILC variables.

**The developments in the composition of employment, together with considerable differences in the mean income of the different groups, motivates the assessment of compositional effects on wage growth.** A comparison of the euro area mean income of different age groups with the mean income of all employees (see Chart 2) shows that workers over the age of 44, in particular, earn considerably more than workers between the ages of 16 and 34, the wages of the latter being, on average, less than 80% of the overall mean. The difference is even more notable when comparing employees across different levels of education: while less highly educated employees earn around 60% of the mean, more highly educated employees earn between 20% and 40% more than the mean (depending on the year). Similar differences can be observed when comparing employees' occupations, skill levels, genders, contract types and nationalities.

## Box 2

### Available microdata for studying compositional effects in euro area wage growth

Prepared by Friderike Kuik

Microdata that include characteristics of individual workers and cover EU or euro area countries in a consistent way are only available on the basis of surveys. Administrative data based on social security systems, for example, are only available in some countries,<sup>104</sup> which does not allow for a consistent approach covering all euro area countries.

The main survey-based microdata that can be used to describe the labour market and income statistics in EU countries are the Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC), the EU Labour Force Survey (EU-LFS) and the Structure of Earnings Survey (SES). Their main features are depicted in Table A. Contrary to macro-level data, e.g. from national accounts, which provide aggregate information, these datasets include micro-level data at the individual and/or household level.

**Table A**

Main features of different sets of microdata describing the labour market

	EU Labour Force Survey (EU-LFS)	Structure of Earnings Survey (SES)	EU Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC)
Coverage	EU members, plus some non-EU countries	EU members, plus candidate countries and EFTA countries	EU members and candidate countries, plus Iceland, Norway and Switzerland
Surveyed entities	Households and individuals	Firms with at least ten employees	Households and individuals
Frequency	Quarterly	Every four years	Annual
Availability	Most countries covered since 2000, some since 1983	Since 2002	Since 2004/2005

The analysis presented in this article is based on the EU-SILC dataset, which is “the reference source for comparative statistics on income distribution and social inclusion in the European Union”<sup>105</sup>. It is an annual survey conducted in all EU and some non-EU countries.<sup>106</sup> The data are collected by National Statistical Institutes and disseminated by Eurostat. The survey offers a wide range of variables related to individual, job-related and firm-related characteristics as depicted in Table B. For the analysis in this article, the cross-sectional dataset<sup>107</sup> is used, which is currently available for the survey years from 2005 to 2017<sup>108</sup>.

<sup>104</sup> For more details on Spain, see Puente, S. and Galán, S., “Analysis of composition effects on wage behaviour”, *Economic Bulletin, Banco de España*, February 2014.

<sup>105</sup> See Eurostat.

<sup>106</sup> EU-SILC data are based on a common framework and harmonised definitions, but implementations at the country level are different, particularly with regard to sampling methods and data sources. For example, some countries base the income information they include in the EU-SILC mostly or completely on administrative registers, while others base their information entirely on household and personal interviews. Income data are gross of taxes and social contributions, but a few countries collect net incomes and convert them to gross income. These differences may lead to differences in data quality for different countries. For further information, see, for instance, Atkinson, A.B., Guio, A.-C. and Marlier, E. (eds.), “Monitoring social inclusion in Europe”, *Statistical Books*, Eurostat, 2017.

<sup>107</sup> The EU-SILC data includes a cross-sectional and a longitudinal dataset. While the cross-sectional data is related to a given time or time period, the longitudinal data also tracks changes in the individual level over a four-year period. However, the longitudinal data does not cover all countries (e.g. Germany is not covered) and includes fewer variables.

<sup>108</sup> Available from 2004 for Austria, Belgium, Denmark, Estonia, Finland, France, Greece, Iceland, Ireland, Italy, Luxembourg, Norway, Portugal, Spain and Sweden, and gradually for all EU countries.

**Table B**

Selected variables included in the different sets of microdata, including variables with potential relevance for compositional effects

	EU Labour Force Survey (EU-LFS)	Structure of Earnings Survey (SES)	EU Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC)
<b>Individual characteristics</b>			
Gender	x	x	x
Age	Age category	Age category	x
Education	x	x	x
Citizenship	x	-	x
<b>Job-related characteristics</b>			
Employment status	x	Only employed	x
Income	Income deciles	x	x
Occupation	x	x	x
Permanent/temporary	x	x	x
Self-employed	x	-	x
Full-time/part-time	x	x	x
Length of service in firm	x	x	-
Length of total work experience	Can be derived	-	x
<b>Firm characteristics</b>			
Sector	x	x	x

Compared with EU-LFS and SES data, the EU-SILC data offer a range of advantages for an analysis of the contribution of compositional changes in the labour force to wage growth. Most importantly, the EU-LFS only provides information on income in the form of income deciles for a country as a whole, which does not allow for an analysis of the effects of individual characteristics on wages.<sup>109</sup> Still, it is a valuable data source that – unlike the EU-SILC – offers very timely statistics on labour market developments (see also Box 4). The SES, on the other hand, includes rich and detailed information on the relationship between wages and workers' individual characteristics, but is only conducted once every four years. This prevents analyses of changes in compositional effects from year to year. Furthermore, the survey includes individuals in firms with at least ten employees for most countries (see Table A), and thus excludes an important share of individuals who would ideally be included in an analysis of compositional effects.

Trends in aggregate hourly wage growth as calculated from the EU-SILC are broadly consistent with wage growth from national accounts. In some cases, however, differences exist.<sup>110</sup> Mismatches may relate to differences between the survey target population and national accounts, and small differences in variable definitions (e.g. hourly wages). For example, the survey might not fully capture special (i.e. temporary) working time adjustments or short-term changes. Furthermore, the EU-SILC target population is the resident population in private households of the survey country but excludes cross-border workers and “collective households”, e.g. immigrants in temporary housing arrangements.

<sup>109</sup> In some cases, more detailed income information is available from National Statistical Offices.

<sup>110</sup> See also <https://ec.europa.eu/eurostat/web/experimental-statistics/ic-social-surveys-and-national-accounts>

## 4 Evidence of compositional effects in the euro area

### 4.1 Microdata evidence for compositional effects based on individual characteristics of the euro area

**Analysing the effects of changes in the composition of employment on aggregate wage growth requires the effects from changes in the characteristics of employment to be disentangled from the changes in the individual returns.**

Disentanglement can be achieved using the “Oaxaca-Blinder decomposition” technique, which is the general approach we have taken for our analysis.

**The compositional effect calculated using the Oaxaca-Blinder decomposition measures the mechanical differences in aggregate wages due only to the changed composition of employees.** Box 3 describes the methodology in greater detail.

**The dependent variable in our analysis is hourly gross wage growth, while the independent variables in a “baseline” configuration include the individual characteristics of age, education, gender and nationality.<sup>111</sup>** Owing to the nature of the survey, the data represent annual averages. We weight all results with hours worked<sup>112</sup> during the decomposition.<sup>113</sup>

**Sectoral and firms’ characteristics are not included in the analysis, as they are part of the market structure and would lead to an “artificial” inflation of the compositional effect.** There are several arguments against including these characteristics: first, sectoral and firm characteristics may be correlated with individual characteristics, decreasing the impact of the individual characteristics. Furthermore, adding a covariate correlated to wages will increase the overall estimated composition effect, leading to overestimation.<sup>114</sup> Finally, as shown in Box 1, changes in sectoral composition do not seem to have had a decisive influence on wage growth in the euro area.

#### Box 3

Estimating compositional effects on euro area wage growth based on microdata from the EU Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC)

Prepared by Omiros Kouavas

The Oaxaca-Blinder<sup>115</sup> decomposition is the standard approach used to study the effects of compositional changes on labour market outcomes. The method has been used in studies covering a

<sup>111</sup> Dummies are used for the different sub-groups of each characteristic.

<sup>112</sup> Along with the survey weights.

<sup>113</sup> For a detailed explanation on the correct weighting of the EU-SILC for wage aggregation, see Christodouloupolou, S. and Kouavas, O., “Wages, compositional effects and the business cycle”, *Working Paper Series*, forthcoming, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

<sup>114</sup> An alternative approach is to include the firms’ characteristics as controls and not to include them in the composition effects.

<sup>115</sup> Oaxaca, R., “Male-Female Wage Differentials in Urban Labour Markets”, *International Economic Review* 14(3): 693-709, 1973.

wide array of topics, from inequality to discrimination and demographics, in order to explain the change in the means of an outcome variable between groups. This gap is decomposed into the part that is due to changes in the determinants of an outcome and the part that is due to changes in the effects of these determinants. In our case the outcome variable is the wage, and the determinants are worker skills and characteristics. The Oaxaca-Blinder decomposition of aggregate wage growth disentangles effects owing to a change in the weighting of groups (composition change), a change in individual returns (returns effect) and a simultaneous change of both (interaction term).

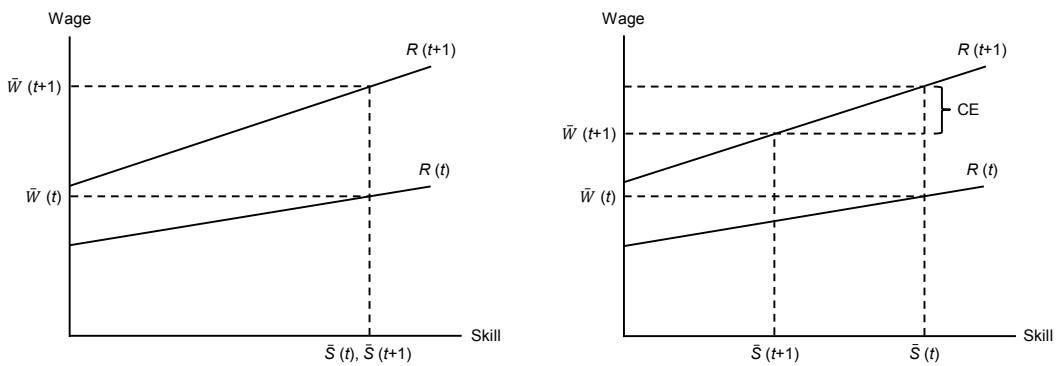
The estimation of compositional effects requires the availability of individual-level data containing wages and skill characteristics. In order to determine, for example, whether an increase in the average wage is due to a nominal increase in returns to skills or to a change in the skill distribution of employment, an accurate estimate of the returns to skills for each year is required. As shown in Chart A, if both the average skills ( $S$ ) and the returns to skills ( $R$ ) change at the same time (right-hand figure), the observed wage growth ( $\bar{W}(t+1) - \bar{W}(t)$ ) may be understated. Thus, to accurately estimate the impact of the composition changes we first need to determine the returns to skills using individual-level wages and characteristics.

### Chart A

#### Decomposing wage growth into returns growth and average skill level

##### Aggregate wages and skills over two consecutive years

(average wage, average skill level)



Note: Authors' illustration.

The Oaxaca-Blinder decomposition uses a series of regressions to disentangle compositional effects from changes in individual returns. First, the two different years are defined as two groups of employed individuals (group  $t$  and group  $t + 1$ ), the individual wage ( $Y$ ) and workers' characteristics ( $X$ ). The difference of the mean wage can be written:

$$\Delta E(Y) = E(Y_{t+1}) - E(Y_t) \quad (1)$$

Given a linear model:

$$Y_T = X'_T \beta_T + \epsilon_T, E(\epsilon_T) = 0 \quad T \in (t, t + 1) \quad (2)$$

it can be proven that:

$$\Delta E(Y) = \underbrace{[E(X_{t+1}) - E(X_t)]' \beta_t}_{\text{Compositional Effect}} + \underbrace{E(X_t)(\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Returns to Skills}} + \underbrace{[E(X'_{t+1}) - E(X'_t)](\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Interaction Term}} \quad (3)$$

The first term on the right-hand side of equation (3) is the compositional effect, measuring the differences in predicted wages due only to changes in the composition of the employed workforce. The second term is the coefficient effect, which measures the difference in wages (or the returns to the covariates) if the skillset of the workers is kept constant. The last term is the interaction effect, which accounts for the fact that differences in skills and returns coexist.

**The interaction term captures changes in wages resulting indirectly from a change in the composition of the workforce.** An example would be low-skilled immigration lowering the average wage of domestic workers (as a result of an increase in labour supply in this segment). In this article we exclude this term, as it goes beyond the direct (mechanical) effects of changes in the composition of employment on wage growth and could also capture effects other than those related to changes in the composition of employment. This is because shocks that are happening at the same time as the change in composition might, to some extent, be captured by the interaction term. For example, if a technology shock only hits low wage earners (i.e. the specific group that experiences the compositional change in a way different from the other groups) then the effects will be captured by the interaction term. Furthermore, this term is usually small<sup>116</sup> and would change the results only marginally. Nevertheless, we choose not to include it in the compositional effect, as it also captures an endogenous change in market conditions due to the composition change.

---

## 4.2 Evidence for the euro area

**Euro area aggregate<sup>117</sup> results suggest that compositional effects pushed up wage growth early in the crisis, but the effect has since decreased and turned negative, thereby contributing to a relatively muted response from aggregate wage growth to cyclical improvements (see Chart 3).** According to the results from the “baseline” configuration (see panel a in Chart 3), the largest positive contribution of compositional effects can be observed between 2008 and 2012, with compositional effects contributing more than 1 percentage point, up to about 1.5 percentage points, to wage growth.<sup>118</sup> The effect has been declining steadily since then, turning negative in 2015 and 2016.

**The largest contribution to the overall effect comes from changes in the composition of the age and education structure.** This is consistent with aggregate changes in the composition of employment, as discussed in Section 3, with the changes in age and education structure being dominant.

**The declining and eventually negative impact of compositional effects is consistent with compositional effects having contributed to subdued wage**

---

<sup>116</sup> On average an order of magnitude smaller than the other two terms.

<sup>117</sup> The results for euro area countries are weighted based on hours worked taken from the national accounts data.

<sup>118</sup> The lower two specifications are also included in Chart 15 of the paper by Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. and Porqueddu, M. (eds.), op. cit. The results presented in Chart 3 add an additional year of data (2016). Furthermore, they are based on an improved weighting methodology that does not simply rely on survey weights but also uses hours worked for individual observations to determine the within-country weights. This reflects within-country weights more accurately, as differences in patterns of hours worked are accounted for. While the general pattern of the results is not affected, the improved approach leads to a slightly more negative effect for 2015 for all specifications.

**growth in the euro area in recent years.** Hence compositional effects could have contributed to the subdued reaction of wage growth to cyclical changes in the labour market – with compositional effects pushing up wage growth early in the crisis and the strong recovery of the labour market from 2013 onwards dampening this growth.

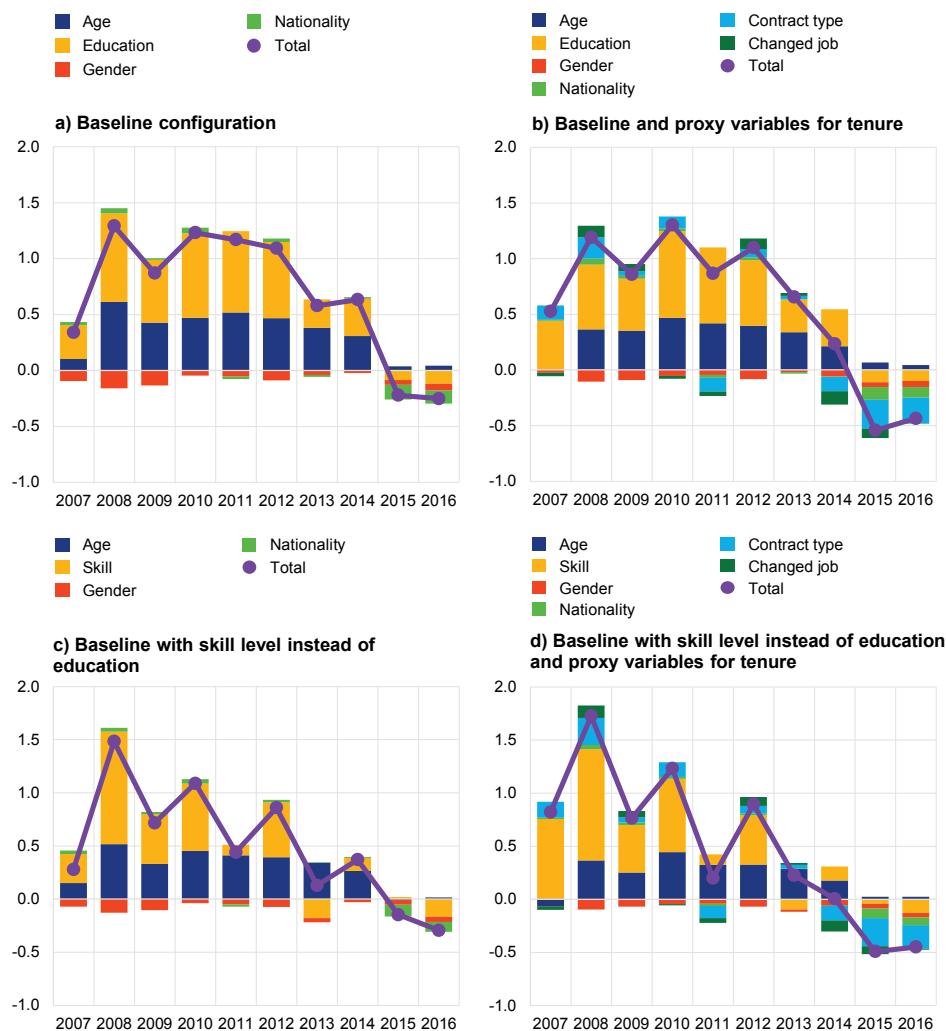
**Different specifications are used as robustness checks – including workers' skills – and different proxies for tenure as independent variables.** As a first cross-check, education is replaced by skill level based on the employee's occupation (see panel c in Chart 3). This is useful in cases where a large proportion of employees work in occupations not commensurate with their level of education. The second cross-check assesses the impact of adding proxy variables for tenure, including whether the individual has a permanent or temporary contract and whether the individual has changed jobs in the past year (see panels b and d in Chart 3). They are added on top of the baseline configuration. However, it is important to note that these proxies can only partially capture the concept of “tenure”, i.e. length of service with the same employer.

### Chart 3

#### Euro area average compositional effects on wage growth

##### Results obtained with four different specifications

(percentage points)



Sources: Eurostat (EU-SILC) and ECB calculations.

Note: EU aggregates weighted by hours worked.

**When replacing education with occupation as a proxy for skill level, the overall effect becomes more volatile and shows a less pronounced pattern for many countries.** This indicates that the use of occupation as a proxy for skill level in the EU-SILC seems to be meaningful only to a limited extent. This can partly be attributed to data issues. Nevertheless, the results are in line with the overall pattern of the sign and amplitude of the compositional effects.

**Adding variables that represent tenure has resulted in more negative compositional effects in recent years.** The effect is illustrated in the figures in panels b and d in Chart 3, and might be explained by new hires (potentially on temporary contracts) on lower salaries coming into employment after the crisis.

**Several additional checks were done but did not result in substantial changes to the results.** We tested replacing “citizenship” with “country of birth”, as this seemed to be a better proxy for immigration. However, as changes in citizenship and country of birth in the EU-SILC largely follow the same trends, this did not impact the results either at the euro area aggregate level or for selected test countries.<sup>119</sup>

#### 4.3 Microdata evidence for individual euro area countries

**On a country-by-country basis, our analyses show a general trend in compositional effects that is similar to that for the euro area as a whole, but with some heterogeneity between countries concerning the sign and size of the effects in individual years (see Chart 4).** In the configuration including proxy variables for tenure, compositional effects were positive in all countries in 2008 (see green shading in Chart 4), with effects decreasing between 2009 and 2013. This is in line with the findings for the euro area aggregate, which showed that, at the beginning of the crisis, compositional effects pushed up wage growth before later declining. For a large number of countries the results switched sign in 2014 and 2015 (see red shading in Chart 4). Large compositional effects were seen for some southern European countries in particular (e.g. Spain, Portugal and Italy), but the effect also decreased or even became negative in these countries in 2015 and 2016. Again, this sign switching is reflected in the euro area aggregate data and is driven to a significant extent by compositional changes in age and education.

**Spain and Italy seem to be the main contributors to the euro area aggregate compositional effect (see Chart 5).** The contribution from Spain was particularly large in 2008 but then declined, while Italy’s contribution was relatively large in 2012. In 2015 and 2016 Italy and Spain experienced very negative compositional effects; this can be explained by their respective increases in employment, which were concentrated at the lower end of the wage distribution. These results illustrate that compositional effects seem to be driven mostly by effects in countries that have experienced the largest cyclical changes in employment.<sup>120</sup> In line with these results, Germany and France seem to have experienced less marked compositional effects (with regard to total employment) throughout the cycle.

---

<sup>119</sup> It must be noted that this immigration variable in our analysis only captures potential differences over and above what could already be captured by education, age and the other characteristics.

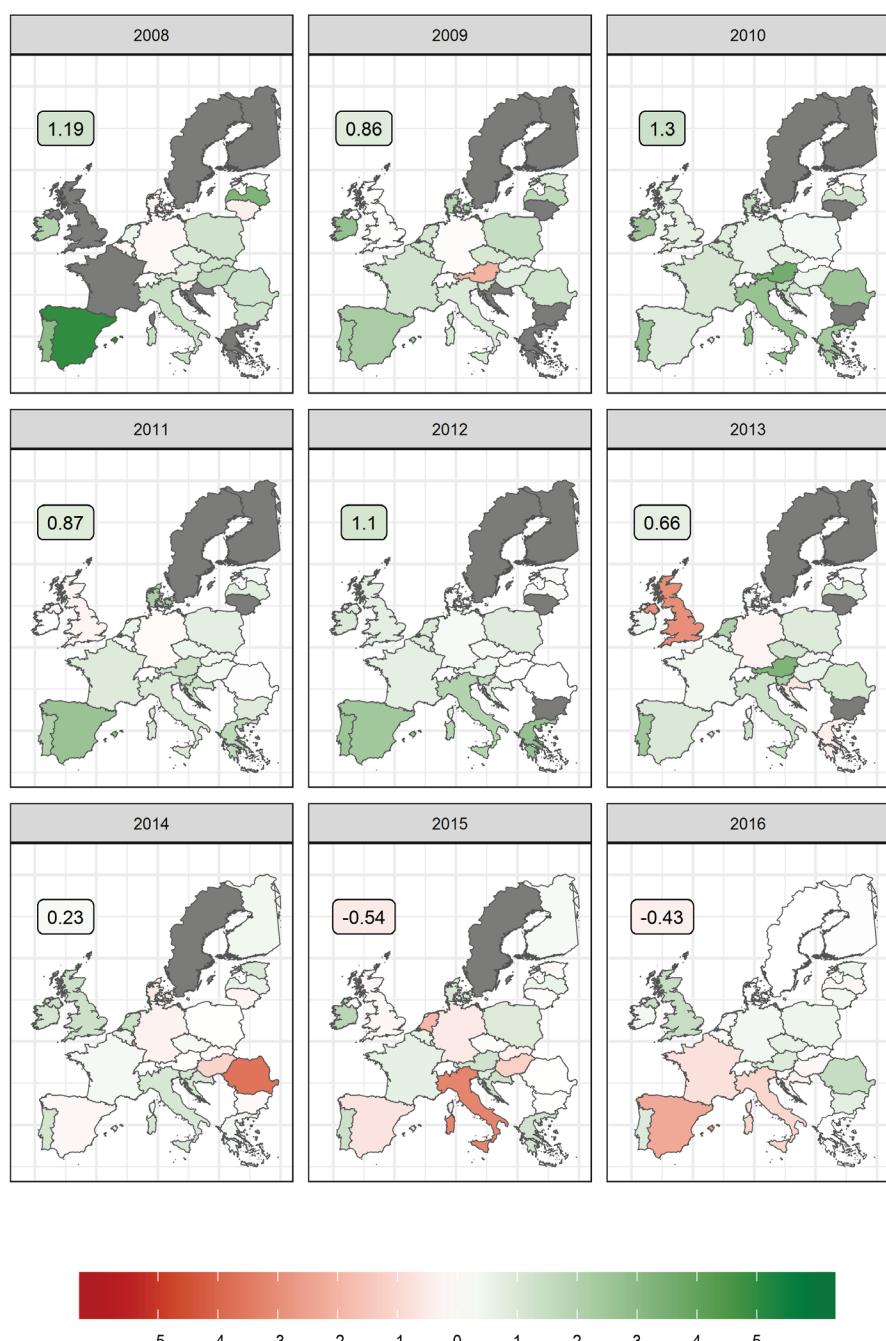
<sup>120</sup> The size of the employment changes experienced by these countries is affected by the high share of temporary contracts, among other things (Portugal and Spain have around 20%-25%, in comparison with Germany, which has less than 15%), which allows for higher flows and more labour market flexibility.

#### Chart 4

#### Euro area average wage growth attributed to composition changes

Results obtained for the configuration including age, education, gender, nationality and proxies for tenure

(percentage points, numbers in boxes refer to euro area weighted mean)



Sources: Eurostat (EU-SILC) and ECB calculations.

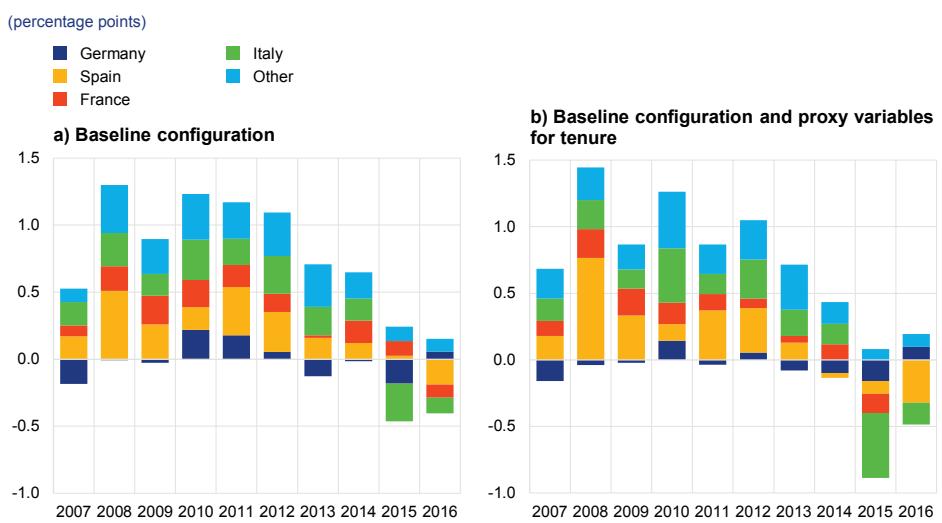
Notes: EU aggregates weighted by hours worked. Grey shading indicates missing data.

**Negative compositional effects in recent years are mainly due to education and the reduced effect of age.** Particularly in Spain and Italy – the two countries mainly

driving the negative compositional effect – education has the greatest impact, as there is a stronger increase in employment among employees with a lower level of education. Furthermore, the impact of the age profile has become negative for both countries in the last two years, having previously had a strong positive effect.

### Chart 5

#### Country contributions to the euro area compositional effect on wage growth



Note: ECB calculations.

**Our results are consistent with studies on individual countries, such as Italy and Spain.** This analysis shows significant and positive compositional effects in Italy<sup>121</sup> and Spain<sup>122</sup> during the period 2008–13.<sup>123</sup>

### Box 4

#### Changes in the composition of the workforce based on the EU Labour Force Survey (EU-LFS)

Prepared by Katalin Bodnár and Friderike Kuik

This box cross-checks the extent to which the findings on compositional changes in employment derived from the EU-SILC dataset are consistent with data derived from the EU-LFS. On top of this robustness check, the EU-LFS data – which, contrary to the EU-SILC data, are already available for 2017 and 2018 – also allow a discussion on more recent developments in the composition of employment and a preliminary assessment of their possible knock-on effects on wage growth in 2017 and 2018.

<sup>121</sup> See, for example, D'Amuri, F., "Composition effects and average wage dynamics in Italy", *Mimeo*, 2014, and Adamopoulou, E., Bobbio, E., De Philippis, M. and Giorgi, F., "Allocative Efficiency and Aggregate Wage Dynamics in Italy", *Occasional Paper Series*, Banca d'Italia, 2016.

<sup>122</sup> See, for example, Puente, S. and Galán, S., "Analysis of Composition Effects on Wage Behaviour." *Economic Bulletin*, Banco de España, 2014, and Orsini, K., "Wage Adjustment in Spain: Slow, Inefficient and Unfair?" *ECFIN Country Focus*, European Commission, 2014.

<sup>123</sup> The impact of immigration on wage growth in Germany is discussed in "[Wage growth in Germany: assessment and determinants of recent developments](#)", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, April 2018, p.18.

The EU-LFS is a set of microdata providing detailed information on the composition of employment using several characteristics (see Box 2). It is a household survey that is conducted in all euro area countries in a harmonised way. A representative sample of individuals is regularly asked about their labour market status, personal characteristics and the characteristics of their employment (for those who are employed). This dataset is regularly used to monitor the composition of employment growth in the euro area but does not provide information on wages in a harmonised way.<sup>124</sup> Given that the EU-LFS is representative of the labour force, a comparison of the composition of employment in this dataset with the EU-SILC is an important robustness check for the results shown in the article.<sup>125</sup>

As with the developments indicated by EU-SILC data, EU-LFS data point to sizeable changes in the composition of the workforce in the euro area. The most striking change can be seen in terms of the age composition of employment. Driven by demographic developments and a significant rise in the labour force participation rate, older workers (i.e. those older than 55) account for an increasing share of employment. This age group's share in the stock of employment in the euro area has increased from around 12% to 20% since 2006.<sup>126</sup> At the same time, the employment share of the more highly skilled has also increased considerably, by about 10 percentage points, while the share of those who are lower skilled has declined. The composition of employment by gender has become closer to equal, as the labour supply of women has risen considerably; however, most of this change happened before 2013. The EU-LFS also points to an increase in the share of workers with citizenship of non-euro area EU Member States. According to the characteristics of the contracts and the tasks performed, there has been a moderate shift towards temporary positions in the years to 2018, and towards occupations requiring higher skill levels.

Overall the trends in the development of workers' individual characteristics, as found by the EU-LFS, confirm the picture given by the EU-SILC data. The two datasets provide very similar pictures, both in the composition of employment according to individual characteristics and in terms of the changes to the time period for which both are available (see Chart A). For example, although the EU-LFS points to a slightly higher share of workers with a high level of education than is reflected by the EU-SILC, the change of this share over time is very similar in the two. Remaining differences between the two datasets might be attributable to differences in the definition of variables, differences in the samples and sampling methods, and other data issues such as missing data.<sup>127</sup>

<sup>124</sup> While the EU-LFS is used for a detailed breakdown of employment, it is not the primary source. National accounts are the main source for employment levels in the economy. While the dynamics of these two sets of statistics are similar, the resulting levels of employment and cumulative growth rates are somewhat different for methodological reasons. For a detailed explanation see Eurostat's "[Relation between employment in the labour force survey and in national accounts](#)".

<sup>125</sup> While the analysis in the main text abstracts from self-employment, the comparison of the EU-LFS and EU-SILC datasets in this box is done based primarily on data for employment, including self-employment. The main reason for this difference between the box and the main text is that not all breakdowns for employment are available in the EU-LFS data, including self-employment. However, this should not affect the reliability of this box's robustness check, as it consistently analyses employment, including self-employment, using both EU-LFS and EU-SILC data. Furthermore, a comparison of EU-SILC data shows that including self-employment has only a very limited effect on the overall picture.

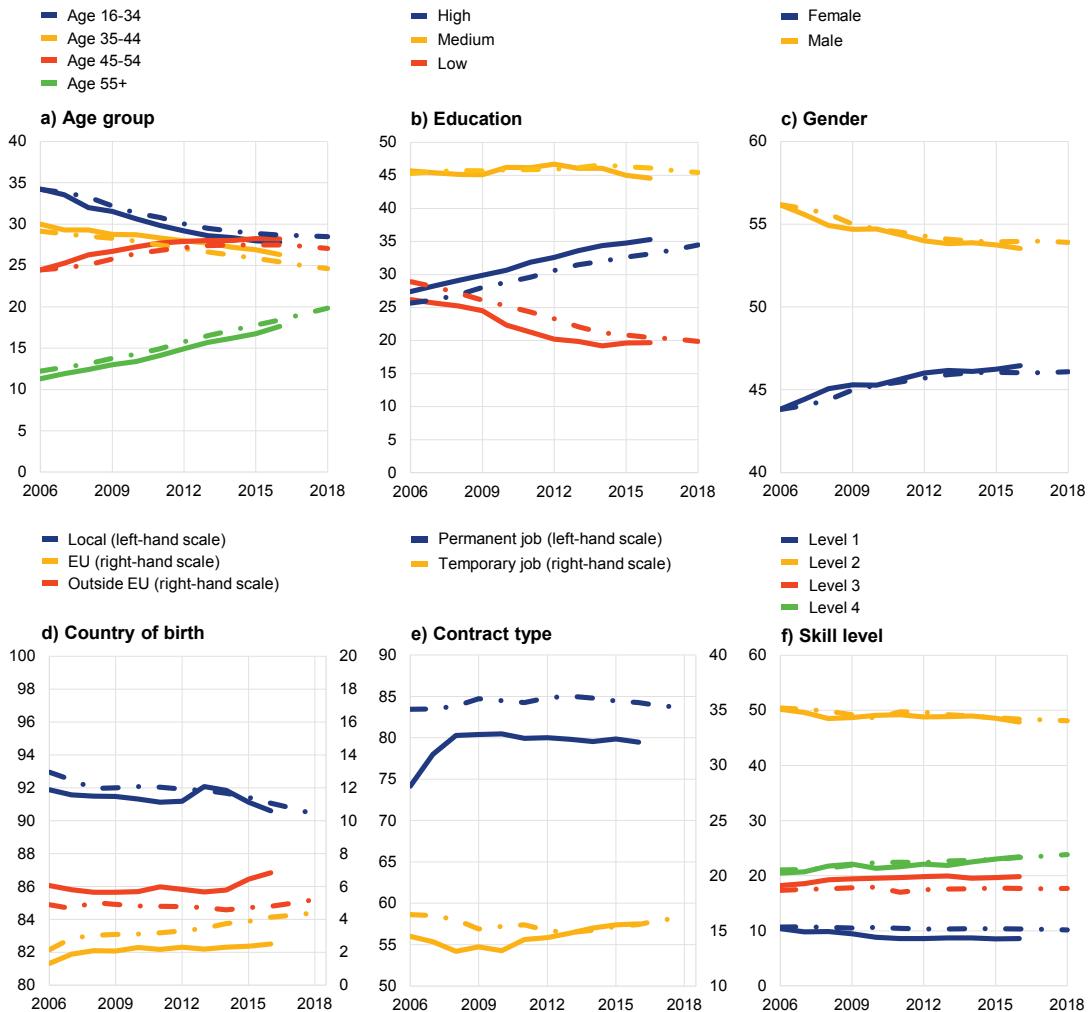
<sup>126</sup> See "[Compositional changes behind the growth in euro area employment during the recovery](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, Frankfurt am Main, 2018.

<sup>127</sup> For example, up to 50% of the information on contract type (permanent/temporary) is missing in the EU-SILC for some countries and years.

## Chart A

Composition of employment by workers' characteristics according to the EU-LFS and the EU-SILC

(EU-SILC = solid line, EU-LFS = dotted line)



Sources: Eurostat (EU-SILC and EU-LFS) and ECB staff calculations.

Notes: Euro area aggregate weighted by hours worked; numbers not adding up to 100% indicate missing data. The decomposition according to contract type (permanent or temporary) refers to employees, while the other decompositions apply to total employment (covering employees, those who are self-employed and contributing family members). The first category, according to ages, covers people aged 15 to 34 in the EU-LFS and 16 to 34 in the EU-SILC.

More recent data from the EU-LFS indicate that some of the changes in the composition of employment have continued since 2016, for which EU-SILC data are not yet available (see Chart A). For example, the share of older workers has continued to increase and the share of workers with lower levels of education and skill has continued to decrease. These were found to be the main drivers of compositional changes in terms of aggregate wage dynamics according to the microdata analysis used in this article. Thus, the continuation of these trends suggests that we may still find some compositional effects in wage dynamics from more recent years. However, in some respects (in terms of gender, for example) the composition of employment has not changed considerably in recent years. Overall, the more limited changes in the composition of employment – especially when compared with the early years of the crisis – seem to indicate that compositional effects on wage growth might have been relatively limited in 2017 and 2018 and are unlikely to have been a major driving force behind the relatively strong recovery of wage growth in the euro area in that period.

However, this can only be seen as preliminary evidence that must be reassessed once the EU-SILC data has become available for 2017 and 2018.

---

## 5 Conclusion

**In the euro area, sizeable changes in the composition of employment have taken place since 2007.** The share of older and more highly educated employees has increased, while the share of younger workers and those with a lower level of education has decreased. These developments can partly be attributed to longer-term trends (e.g. demographic changes, pension system reforms and the trend towards higher levels of education), but they can also be related to cyclical developments in some countries: younger and less educated/skilled workers were the first to lose their jobs during the crisis, further increasing the share of older and more highly educated employees. These patterns are confirmed by both EU-SILC and EU-LFS data.

**These changes in the composition of employment seem to have pushed up wages during the crisis and contributed to subdued wage growth in recent years.** An Oaxaca-Blinder decomposition applied to EU-SILC microdata suggests that these compositional effects were strongest between 2008 and 2012, but turned negative in 2015 and 2016.

**A country-by-country consideration of the compositional effects shows a general trend that is similar to the trend for the euro area as a whole but with some heterogeneity among countries concerning the size of the effects in individual years.** Spain and Italy seem to be the main contributors to the euro area aggregate compositional effect, while contributions from Germany and France are small with regard to total employment.

**Overall, the results are robust across different specifications applied in the decomposition, and the changes in the composition of employment are also reflected in different sets of microdata.** This indicates that the main developments in euro area compositional effects seem to be represented well, overall, by the analyses presented in this article.

### 3

## The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis

Prepared by Kyriacos Lambrias and Adrian Page

This article evaluates the performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the euro area in the context of the elevated macroeconomic volatility and uncertainty that has prevailed since the financial crisis. It finds that there has been considerable variability in projection errors over time. With regard to real GDP growth projections, errors that were substantial during the sovereign debt crisis have become more limited in recent years. As for headline inflation, unexpected fluctuations in oil prices – which in the staff macroeconomic projections are assumed to follow the path of oil price futures – played a dominant role in explaining the errors, as was the case during the pre-crisis years. On the other hand, HICP inflation excluding energy and food has been persistently overprojected since 2013. While these projection errors can also partly be attributed to errors in the conditioning technical assumptions, other factors (such as modelling errors, changes in economic relationships or judgement) have also played a key role at different points in time. The forecast performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections has been broadly similar to that of other international institutions and of private sector forecasters, suggesting that projection errors have been mainly driven by common elements. These may include economic shocks unforeseeable to any forecaster and developments that have become more prominent since the financial crisis, including, among other things, structural reforms, changes in the relationship between slack and prices, globalisation and digitalisation. The article is structured as follows: Section 1 explains how the staff macroeconomic projections are constructed/compiled, Section 2 provides an overview of the errors made in projecting real GDP and HICP inflation since 2010,<sup>128</sup> Section 3 reviews some of the sources of the errors, and Section 4 provides a comparison with the forecasting performance of other institutions and private sector forecasters.

### 1 Introduction

Every quarter, the ECB publishes projections of real GDP growth, inflation and a range of other macroeconomic variables which serve as a key input into the monetary policy decision-making process.<sup>129</sup> In March and September these staff macroeconomic projections are produced by ECB staff, while in June and December they are produced jointly by staff from the ECB and all of the Eurosystem national central banks. The projections are published for the current and the two subsequent

<sup>128</sup> This article focuses on the post-financial crisis period, starting in 2010. The staff macroeconomic projections for the year 2009, which was, as for most other forecasters, a severe outlier in the forecasting record, have been analysed elsewhere in detail. See, for example, Kenny, G. and Morgan, J., “[Some lessons from the financial crisis for the economic analysis](#)”, *Occasional Paper Series*, No 130, ECB, October 2011.

<sup>129</sup> For further information on the staff macroeconomic projections, see [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), ECB, July 2016.

calendar years<sup>130</sup> and serve as a coherent reconciliation of all available information based on a wide range of econometric models and on conditioning technical assumptions (such as for oil prices, exchange rates and interest rates), which can also be supplemented by staff judgement. It should be noted that the projections are neither endorsed by the Governing Council nor do they necessarily reflect the views of the Governing Council on the outlook for the euro area. Instead, they reflect the views of Eurosystem/ECB staff. Nevertheless, they serve as a key input into the monetary policy decision-making process and it is important that they provide reliable indications of the most likely course of future economic developments.

**Regular evaluations<sup>131</sup> of the performance of the projections serve two main purposes.** First, identifying patterns in projection errors and understanding the reasons why such errors were made can help to improve future projections. For example, persistent errors with the same sign may imply that the econometric models used to produce the projections are not capturing some of the structural changes in the economy and that the models or the tools used for the projections may require some adjustments. Second, past projection errors can provide an indication of the degree of uncertainty surrounding the projections at various horizons ahead.<sup>132</sup>

## 2 Overview of errors in projecting real GDP and HICP inflation

**GDP growth was strongly overpredicted during the sovereign debt crisis, but the accuracy of projections has improved in recent years.** Chart 1 shows the projections of annual average real GDP growth in each of the quarterly staff macroeconomic projection exercises since 2010, together with their outcomes. For each year, twelve projections are shown, starting with the projection produced in the first quarter two years prior to the reference year and ending with the projection produced in the last quarter of the reference year. The projections produced in the last quarter of the year preceding the reference year are indicated with a dot (e.g. the projections produced in the fourth quarter of 2014 for the year 2015). This is the last projection exercise for which no hard or soft indicators are available for the year being projected.<sup>133</sup> Since economic data, in particular GDP estimates, tend to be revised, Chart 1 shows two outturns: the vintage of the outturns available one year after their initial publication and the latest vintage. As would be expected, in most cases, the projections became successively more accurate as the projection horizon was

---

<sup>130</sup> Since 2017 the projection horizon has been extended in the month of December so that the projections published in that month include the current year and the three subsequent calendar years.

<sup>131</sup> For a previous analysis of the forecast performance of Eurosystem staff macroeconomic projections, see the article entitled “[An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections](#)”, *Monthly Bulletin*, ECB, May 2013, and, more recently, Kontogeorgos, G. and Lambrias, K., “[An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#)”, *Working Paper Series*, No 2291, ECB, June 2019, which provides a comprehensive assessment of the staff macroeconomic projections over a longer time-span (from 1999 to 2018) using a battery of formal statistical tests.

<sup>132</sup> In addition to point estimates, the ECB publishes projection ranges for the outlook for real GDP growth and inflation. These ranges are constructed on the basis of past projection errors. For further details, see “[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)”, ECB, December 2009.

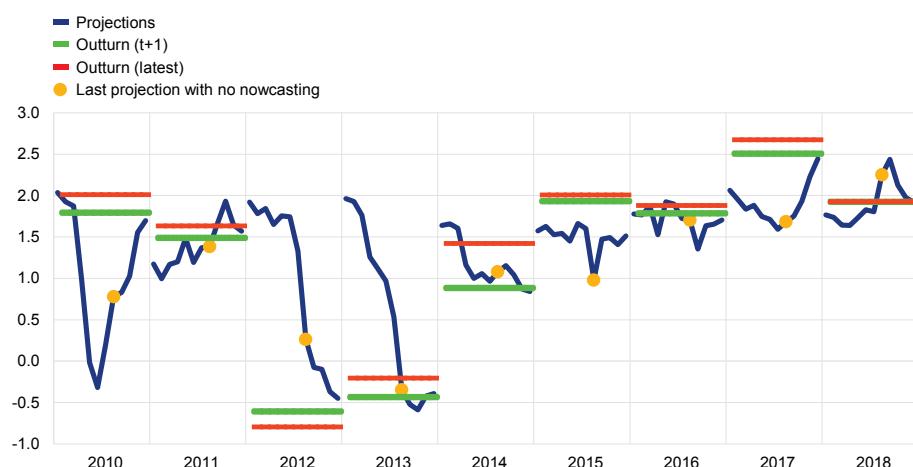
<sup>133</sup> The projections after this point in time are produced with increasing amounts of data on economic developments for the year in question (including short-term indicators allowing the use of nowcasting tools and quarterly GDP information). As would be expected, the inclusion of more information typically helps to improve considerably the accuracy of the projections.

reduced and as more information became available. An exception is 2010, for which the initial projections produced in 2008 were quite accurate, but were revised downwards heavily with the onset of the financial crisis in 2009 and then revised upwards again as the recovery took hold. The largest errors after 2010 came with the intensification of the sovereign debt crisis between 2012 and 2013, which led to much weaker growth than expected. Over the subsequent years, although the accuracy of the growth projections has been much better, there has been a tendency to underpredict growth, particularly for 2017. This tendency was exacerbated by persistent upward revisions to official data (as illustrated in Chart 1 by the gap between the outturn one year after initial publication and the latest vintage).

### Chart 1

#### Projections and outturns for real GDP growth since 2010

(annual average percentage changes)



Sources: Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections and Eurostat.

Notes: Outturn (t+1) refers to the outturn for the year, as available one year after the initial publication. Outturn (latest) refers to currently available data for the year. For each year, twelve projections are shown, starting with those produced in the first quarter of year t-2 up to the fourth quarter of year t. The yellow dots (last projection with no nowcasting) indicate the projection made in the fourth quarter of the previous year, i.e. the last projection for which no hard or soft indicators were available for the year being projected.

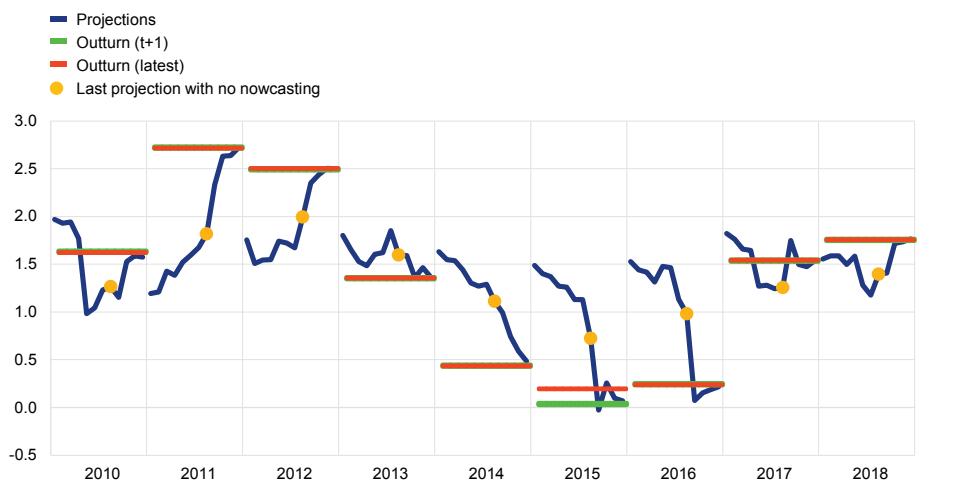
**Eurosystem/ECB staff projections underpredicted HICP inflation in the early part of the sample and overpredicted it between 2013 and 2016, but HICP inflation projections were broadly accurate in more recent years.** Chart 2 shows the projections and outturns for HICP inflation since 2010. The projections made following the financial crisis significantly underestimated inflation, which was expected to fall more significantly in response to the additional economic slack during this period, a feature common across advanced economies at the time.<sup>134</sup> In the ensuing years, particularly between 2014 and 2016, inflation surprised persistently on the downside. In each year, initial projections were around 1.5%, but they were persistently revised downwards, in particular in the light of sharp declines in oil prices, which led to outturns of around 0.2% to 0.5% between 2014 and 2016. More recently, in 2017 and 2018, inflation outturns have been more in line with the projections.

<sup>134</sup> See, for example, “[The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?](#)”, *World Economic Outlook*, IMF, April 2013, Chapter 3.

**Chart 2**

Projections and outturns for HICP inflation since 2010

(annual average percentage changes)



Sources: Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections and Eurostat.

Notes: Outturn ( $t+1$ ) refers to the outturn for the year, as available one year after the initial publication. Outturn (latest) refers to currently available data for the year. For each year, twelve projections are shown, starting with those produced in the first quarter of year  $t-2$  up to the fourth quarter of year  $t$ . The yellow dots (last projection with no nowcasting) indicate the projection made in the fourth quarter of the previous year, i.e. the last projection for which no hard or soft indicators were available for the year being projected.

### 3 Sources of projection errors

**This section reviews some of the key factors behind the projection errors for growth and inflation.** The Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections are conditioned on a number of technical assumptions which can play an important role in explaining the errors that have occurred. The main assumptions are those related to commodity prices (such as oil prices) and financial assumptions (such as interest rates and equity prices), which are based on market expectations, together with assumptions on exchange rates, which are held constant over the projection horizon.<sup>135</sup> Euro area projections are also dependent on the staff assessment of the outlook for the international environment, which can be an additional source of errors. For the purposes of this article, errors are defined as the outcome minus the projection, so a positive error indicates a higher than expected outcome (i.e. an underprediction), while a negative error indicates a lower than expected outcome (i.e. an overprediction).

**Errors in the projections for international developments and the technical assumptions explain only a part of the projection errors made for real GDP growth.** Chart 3 decomposes the projection errors in the March projections for the following calendar year. Since official GDP data are normally available up to the fourth quarter of the previous year, this corresponds to a two-year projection horizon. Panel a uses elasticities from Eurosystem macroeconomic models to decompose the errors into what can be explained by (i) errors in the conditioning technical assumptions; (ii) errors in the outlook for the international environment; and (iii) all other factors. The

<sup>135</sup> For further details on how the staff projections are constructed, see [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), op. cit.

decomposition reveals that errors in technical assumptions played a limited role in explaining errors in the GDP growth projections, with the exception of 2015, when a sharp drop in oil prices gave an unexpected boost to growth, and 2018, when the appreciation of the euro exchange rate in the course of 2017 and early 2018 weighed on exports. Errors in international projections (i.e. euro area foreign demand) explain part of the underpredictions of growth for 2010 and 2017, which were years in which euro area exports grew strongly. Global trade was persistently weaker than expected between 2012 and 2016, but the impact on the growth projections was partly offset by other errors with an opposite sign arising from the technical assumptions. The overpredictions of global trade, particularly for emerging market economies, was partly related to a structural shift in the trade intensity of global economic activity. Such structural shifts are difficult to anticipate in real time, but projections since 2016 have been anchored around the view that – over the medium term – global imports will grow at broadly similar rates to global activity.<sup>136</sup> Since that year the projections for global trade have been more accurate. “Other factors” in Chart 3 refers to all other sources of errors, including model misspecification, domestic factors, such as fiscal, structural and monetary policies (beyond the effects captured in the technical assumptions), and judgements introduced by staff. In most cases, the errors in the international projections move in the same direction as the other errors, which may reflect indirect effects beyond direct trade channels. For example, shocks to the global outlook could also have had a negative impact on domestic confidence, leading to lower domestic demand.

---

<sup>136</sup> Trade/income elasticity had fallen in the post-crisis period, amid compositional changes in trade patterns and a declining impetus from the longer-term structural factors that previously drove the rapid expansion of global trade, such as trade liberalisation, the expansion of global value chains and reductions in tariffs and transportation costs. See, for example, IRC Trade Task Force, “[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)”, *Occasional Paper Series*, No 178, ECB, September 2016.

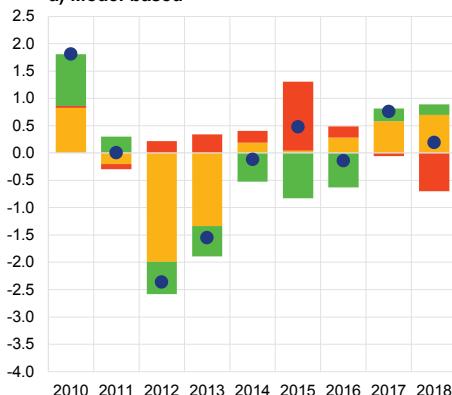
### Chart 3

Decomposition of errors in the March projections of real GDP growth for the next calendar year

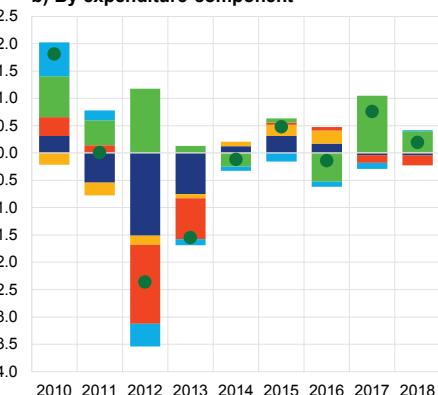
(percentage points)



a) Model-based



b) By expenditure component



Source: ECB staff macroeconomic projections.

Notes: Errors are defined as the outturn, as available one year after the initial publication, minus the projection. Technical assumptions refer to the contribution of errors in the conditioning assumptions for oil prices, exchange rates, interest rates and stock prices to the total error. International projections refer to the contribution of errors in the ECB's projections for euro area foreign demand to the total error. The contributions from errors in the technical assumptions and international environment are calculated using elasticities taken from the macroeconomic models used to produce the Eurosystem staff macroeconomic projections.

**Turning to the errors made in the projections for the expenditure components of GDP, there were broad-based overpredictions during the sovereign debt crisis, while recent errors were concentrated in net exports.** Panel b of Chart 3 shows a decomposition based on the contributions of the projection errors in the expenditure components to the overall projection error for real GDP growth. In 2012 and 2013 all domestic demand components turned out to be weaker than expected, while the negative surprise on imports was larger than the negative surprise on exports, leading to a more positive than expected contribution from net exports. In the subsequent years, domestic demand components were somewhat stronger than expected, supported by the oil price declines mentioned above and also by successive monetary policy packages which eased financing costs for households and firms. Most recently, the projection errors were dominated by the contribution from net exports, which surprised on the downside in 2016 and on the upside in 2017 and (to a lesser extent) 2018.<sup>137</sup>

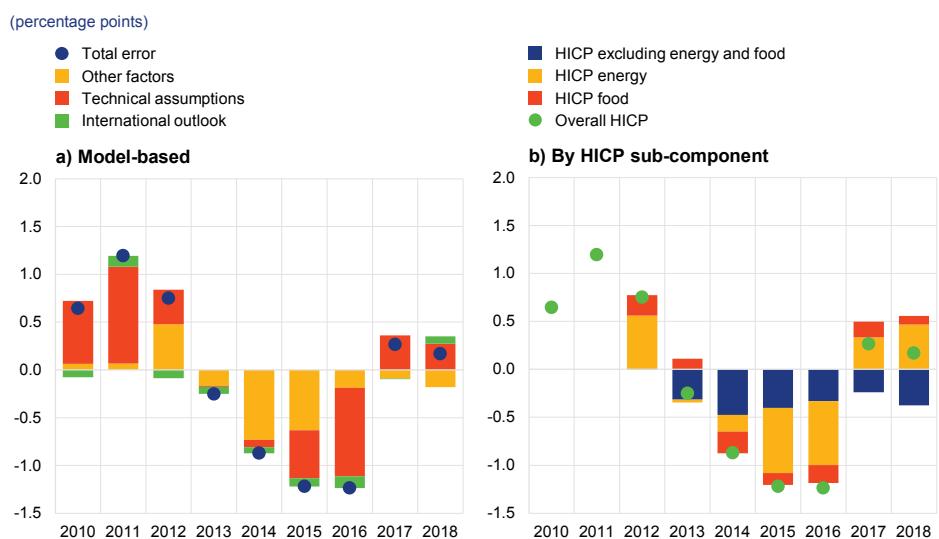
**As regards inflation, errors in the conditioning technical assumptions, particularly for oil and exchange rates, play a significant role.** Chart 4 shows similar decompositions for the projection errors in inflation. As seen in panel a, in

<sup>137</sup> Note that there is no direct correspondence between the contribution of the errors in the international projections in the model-based decomposition and the contribution of errors in net exports. The former has an impact not only on net exports, but also on other components, notably investment, while the latter is also affected by changes in export market shares and by developments in imports. In recent years, errors in euro area investment and import projections have been affected by partly offsetting developments in Irish imports, which are related to the activities of multinational enterprises and complicate the interpretation of projection errors for these components of GDP.

general, errors in assumptions explain a larger proportion of the errors in inflation projections than was the case for the growth projections. In particular, large unexpected swings in oil prices played a dominant role in the underpredictions of HICP inflation in 2010-11 and 2017-18 and in the overpredictions in 2015 and 2016. Fluctuations in the exchange rate also contributed to the projection errors. In particular, a large depreciation of the euro in 2014-15 offset part of the downward impact from the lower than expected oil prices in 2015. Apart from the contribution from the technical assumptions, there remains a contribution from other factors which, since 2013, has been persistently negative, albeit rather small over the past two years.

#### Chart 4

Decomposition of errors in the March projections of HICP inflation for the next calendar year



Source: ECB staff macroeconomic projections.

Notes: Errors are defined as the outturn, as available one year after the initial publication, minus the projection. Technical assumptions refer to the contribution of errors in the conditioning assumptions for oil prices, exchange rates, interest rates and stock prices to the total error. International projections refer to the contribution of errors in the ECB's projections for euro area foreign demand to the total error. The contributions from errors in the technical assumptions and international projections are calculated using elasticities taken from the macroeconomic models used to produce the Eurosystem staff macroeconomic projections. Decomposition by HICP sub-component is only available since 2012.

**Outcomes of HICP inflation excluding food and energy have surprised persistently on the downside since 2013.** Panel b of Chart 4 shows the decomposition of errors in the inflation projections according to the main HICP sub-components and shows that the volatile food and energy components explain the majority of these projection errors, largely driven by the errors in technical assumptions. The projection errors in HICP inflation excluding energy and food, although of a much lower magnitude than those for the volatile components, have shown a persistent negative bias (i.e. overprediction) over the past six years. Errors in technical assumptions may have played some part in generating these errors, such as indirect effects of unexpected declines in oil prices over recent years on non-energy consumer goods and services as well as the appreciation of the euro in 2017 and early 2018. Nevertheless, even after accounting for the errors in technical assumptions, there still remains a persistent overestimation.

**A number of explanations have been put forward for the persistently and unexpectedly low underlying inflation over recent years.<sup>138</sup>** There may have been an underestimation of the amount of slack in labour and product markets, which may have contributed to lower than expected wage growth and thus reduced cost pressures on prices. Another explanation is related to “pent-up restraints”, meaning that, while declines in prices and wages during the sovereign debt crisis were limited by downward nominal rigidities (contributing to the higher than expected inflation outturns during that period), in the subsequent years, price and wage inflation may have been correspondingly subdued.<sup>139</sup> It may also have been the result of a strengthening of the relationship between slack and prices, i.e. a given level of slack may have resulted in a stronger downward impact on price developments. This may, for example, be a reflection of the role and impact of structural reforms in some countries which were designed to lower nominal rigidities. A further explanation relates to the role of global influences on domestic inflation, which could extend beyond what is captured by the import and commodity prices typically considered in the staff macroeconomic projections. Low inflation might partly reflect increased trade flows, the integration of emerging economies into the world economy and the rise of global value chains shifting parts of production abroad.<sup>140</sup> Within the Eurosystem, a dedicated working group is tasked with improving the models used to produce the projections by looking at the latest advances in forecasting techniques, performing regular analyses of forecast errors and identifying and modelling structural breaks and non-linearities.<sup>141</sup> Eurosystem staff have also tried to address the large contribution of errors in technical assumptions by examining alternative ways of projecting oil prices, rather than using oil futures prices. An approach using a combination of oil price models was found to perform relatively well over some sample periods. However, so far no method has been found which can consistently outperform oil price futures over longer periods.<sup>142</sup>

#### 4 Comparisons with other forecasters

**The Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for growth and inflation have performed similarly to those of private sector forecasters and other international institutions.** Chart 5 shows the root mean squared forecast error (RMSFE) and the bias (average error) of the projections for the next calendar year produced by Eurosystem/ECB staff compared with the ECB’s Survey of Professional Forecasters (SPF), the European Commission, the International Monetary Fund (IMF)

---

<sup>138</sup> For an overview, see the article entitled “[Drivers of underlying inflation in the euro area over time: a Phillips curve perspective](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2019.

<sup>139</sup> See Praet, P., “[Price stability: a sinking will-o'-the-wisp?](#)”, intervention at the IMF Spring Meetings Seminar, Washington, D.C., April 2015.

<sup>140</sup> See “[Domestic and global drivers of inflation in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017, and Nickel, C., “The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone”, VOX, CEPR Policy Portal, July 2017.

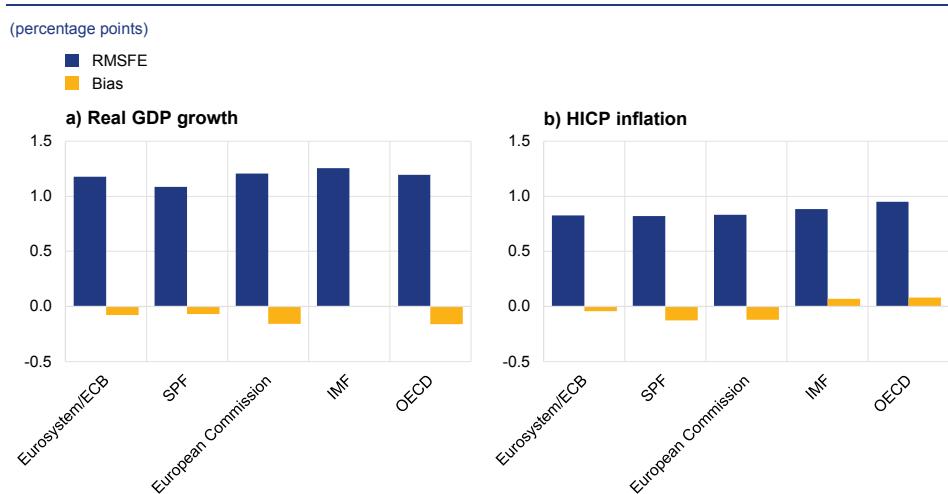
<sup>141</sup> Within this context, a Eurosystem expert group studied the causes of low inflation; see Ciccarelli, M. and Osbat, C. (eds.), “[Low inflation in the euro area: Causes and consequences](#)”, Occasional Paper Series, No 181, ECB, January 2017. A second expert group studied the causes of low wage growth; see Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. and Porqueddu, M. (eds.), “[Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#)”, Occasional Paper Series, No 232, ECB, September 2019.

<sup>142</sup> For further details, see the article entitled “[Forecasting the price of oil](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

and the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) – in each case taking the forecasts produced in the second quarter of the year. Different institutions publish at different times during the second quarter, with the Eurosystem staff macroeconomic projections being the last to be published (in June), implying that the latter may have some comparative advantage due to the availability of more recent economic data. In order to adjust for this, the figures shown for the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections are the average RMSFE and bias for the projections published in March and June of each year. Chart 5 shows that the forecast accuracy since 2010 has been rather similar across forecasters and that they share a similar (low) degree of bias. For growth, the RMSFE in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections was above that of the SPF (indicating a worse performance), but below that of the European Commission and the IMF and similar to that of the OECD. Over this period, the average error for growth was low for all forecasters, albeit slightly negative (indicating overprediction), ranging from 0.0 percentage points for the IMF to -0.16 percentage points for the OECD, with the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections at -0.08 percentage points.

### Chart 5

Comparison of errors in Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the next calendar year with those of the private sector and other institutions



Sources: Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections, SPF, European Commission, IMF and OECD.

Notes: The charts refer to the period 2010–18. Errors are defined as the outturn available one year after the initial publication minus the projection. Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections refer to the average RMSFE and bias from the March and June projections for the next calendar year. For the other forecasters, the statistics refer to forecasts published in the second quarter for the next calendar year.

For inflation, the RMSFE of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections was equal to that of the SPF and below those of the other forecasters, implying a better performance for the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. The average error of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections was the closest to zero (-0.04 percentage points), indicating the lowest bias, while the largest bias was for the European Commission and the SPF (-0.12 percentage points).<sup>143</sup>

<sup>143</sup> A recent note suggests that market-implied inflation expectations performed similarly to the SPF at horizons similar to those analysed here (one to two years), but argues that markets may have been quicker in adjusting long-term inflation expectations, leading to better forecasting performance over longer horizons in recent years. See Kirker, M. and de-Muizon, M., "The post-crisis performance of inflation expectations and forecasts", Deutsche Bank Research, September 2019.

Nevertheless, as can be seen in Chart 6, all institutions and the private sector made inflation forecast errors consistently in the same direction over the period between 2010 and 2018, albeit at different magnitudes. That is to say, all forecasters underpredicted HICP inflation between 2010 and 2012 and in 2017 and 2018 (positive forecast errors), but inflation surprised everyone on the downside between 2013 and 2016 (negative errors). This could suggest that the source of the error was common to all forecasters, which could include fundamental economic shocks that were unforeseeable and/or changes in economic relationships, but is unlikely to be related to errors in judgement. Panel c of Chart 6 also shows that the persistent overprediction of HICP inflation excluding food and energy in Eurosystem/ECB staff projections over recent years was a feature they had in common with the forecasts produced by other institutions. The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for GDP and inflation over a much longer sample was studied in a recent ECB working paper and the results are discussed in Box 1.

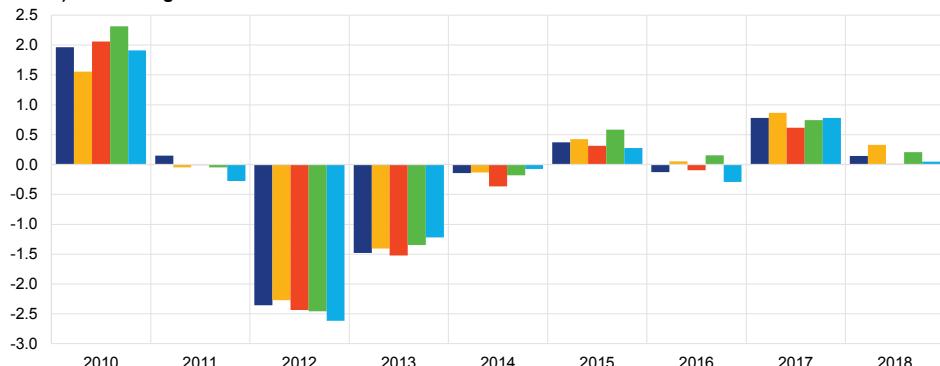
## Chart 6

Comparison of errors in Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the next calendar year with those of the private sector and other institutions

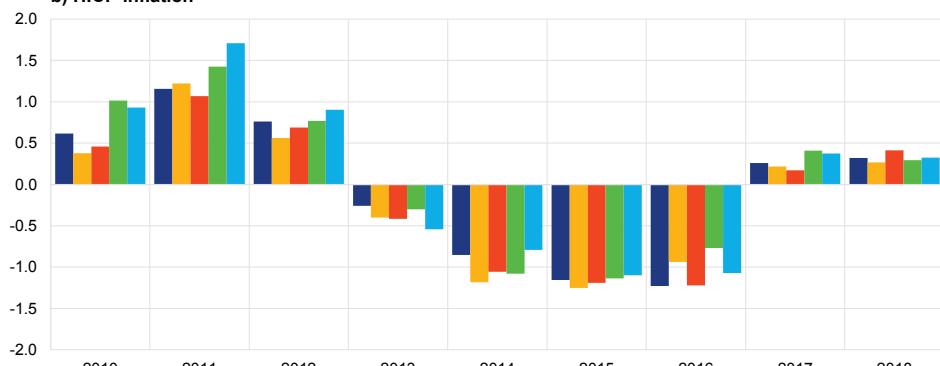
(percentage points)

- Eurosystem/ECB
- SPF
- European Commission
- IMF
- OECD

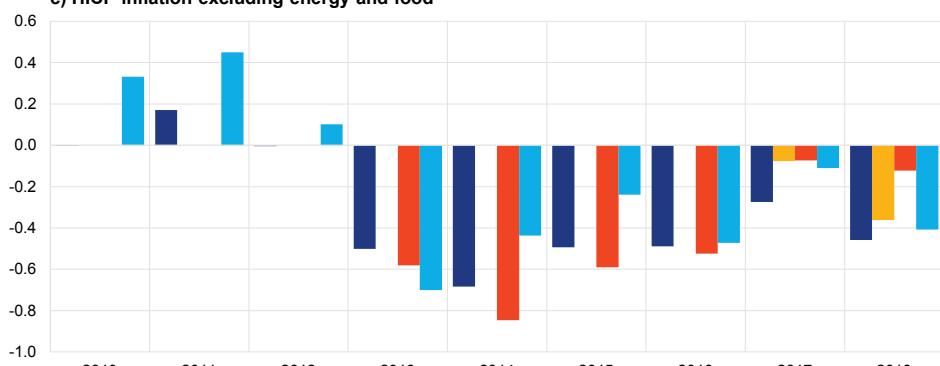
a) Real GDP growth



b) HICP inflation



c) HICP inflation excluding energy and food



Sources: Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections, SPF, European Commission, IMF and OECD.

Notes: Errors are defined as the outturn available one year after the initial publication minus the projection. Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections refer to the average error in the March and June projections for the next calendar year. For the other forecasters, the statistics refer to forecasts published in the second quarter for the next calendar year. For the European Commission, HICP inflation excluding energy and food refers to HICP inflation excluding energy and unprocessed food.

## Box 1

### Performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections over a longer time-span

Prepared by Kyriacos Lambrias

A recent ECB working paper<sup>144</sup> investigated more thoroughly the forecasting performance of Eurosystem/ECB staff since almost the start of monetary union. A long sample at a quarterly frequency allows for a more thorough evaluation of the forecasting performance, using tests and statistical criteria that are often employed in the literature of forecast evaluation. Such exercises have been performed by other institutions such as the European Commission, the IMF and the Bank of England.

One of the main issues addressed in the working paper is whether the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections are biased, i.e. whether there is a persistent tendency to make errors in one direction. The paper concludes that Eurosystem/ECB staff inflation projections are unbiased. This conclusion does not contradict the finding of persistent forecast errors in one direction discussed above when evaluating the more recent period. An analysis of a longer sample, with more information and using statistical tools, suggests that this more recent period of persistent overprediction is relatively limited. Interestingly, GDP growth projections appear to have been more biased than HICP inflation projections, and the authors conclude that this bias (overprediction) is persistent and significant at a two-year horizon, such that one cannot conclude that GDP projections are unbiased. The authors also looked at the degree of bias in a time-varying context. Chart A shows the estimated bias over rolling windows of 25 quarters at two different forecasting horizons, four quarters-ahead ( $h=4$ ) and eight quarters-ahead ( $h=8$ ), with the green and red lines representing confidence intervals around the estimates. Chart A shows a clear pattern in the HICP inflation projections: the bias has been steadily decreasing over time, from a persistent underprediction in the first few years of monetary union and up to the financial crisis to a persistent overprediction in more recent years. These “cancel out” when analysing the whole sample, thereby leading to the aforementioned conclusion of a general lack of bias. On the other hand, GDP projections appear to have been persistently biased in one direction (overprediction).<sup>145</sup>

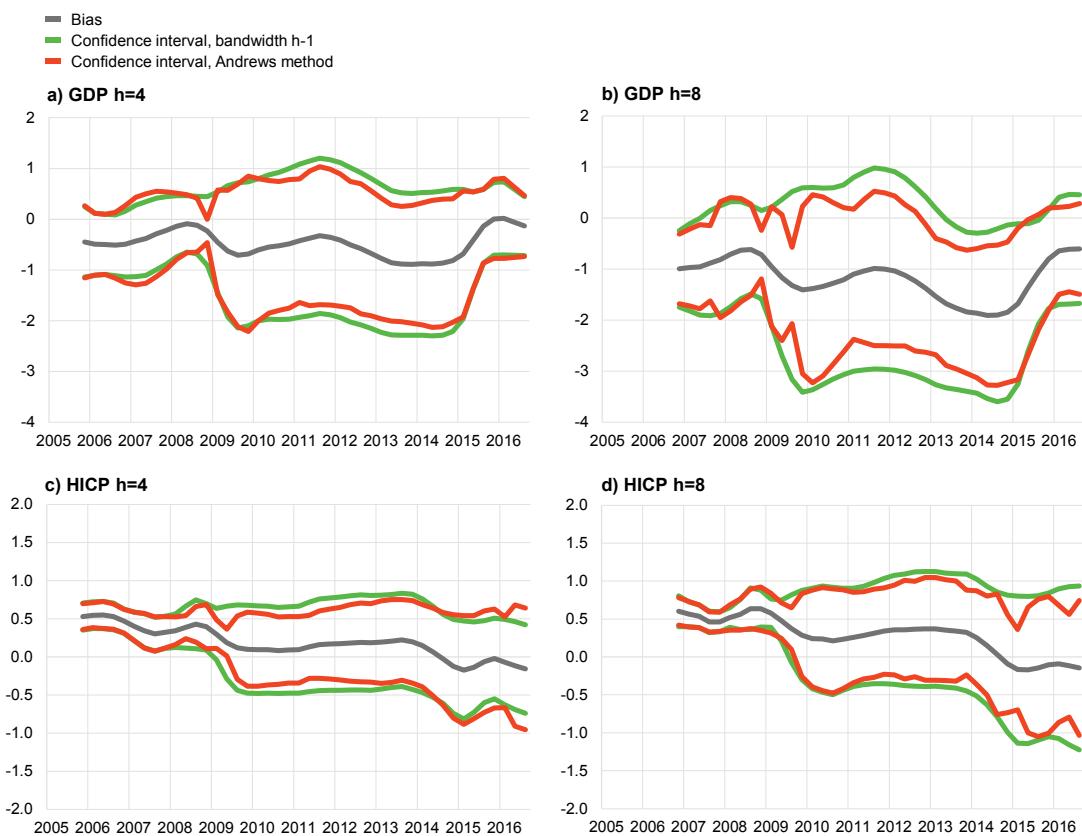
<sup>144</sup> Kontogeorgos, G. and Lambrias, K., op. cit.

<sup>145</sup> Even though in a time-varying context, as in Chart A, the bias does not appear to be statistically significant, it is when examined over the entire sample.

## Chart A

Time-varying bias estimates in the forecasts of euro area GDP growth and HICP inflation four quarters-ahead ( $h=4$ ) and eight quarters-ahead ( $h=8$ )

(percentage points)



Source: Kontogeorgos and Lambrias (2019).

Notes: Average error (bias, grey line) in the projections of annual percentage changes of real GDP and HICP over rolling windows of 25 quarters. A positive bias indicates underprediction and a negative bias overprediction. The green and red lines represent confidence intervals estimated using different methods, i.e. by setting the bandwidth equal to  $h=1$  (green line) or optimally chosen using the Andrews method (red line) (See Andrews, D.W.K., "Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimation", *Econometrica*, Vol. 59, No 3, May 1991, pp. 817-858).

## 5 Conclusions

**Overall, the article suggests that the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections have performed well over recent years and in line with projections of other institutions.** At the same time, continuous efforts are needed to improve the projections by (i) exploring alternative methods that could increase the accuracy of the technical assumptions; (ii) ensuring that the economic models used for the projections follow the latest advances in forecasting techniques; and, importantly, (c) better evaluating or anticipating fundamental changes in economic relationships resulting, for example, from the impact of structural reforms, globalisation and digitalisation. In order to address these issues, a dedicated group of experts within the Eurosystem regularly reviews the performance of the staff projections and refines the tools used to produce the projections.

# Statistični podatki

## Kazalo

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

## Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

## Konvencionalni znaki v tabelah

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

# 1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP <sup>1)</sup> (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje <sup>2)</sup> (HCPI)
							1	2					
2016	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,9	2,4	1,9	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 IV	0,7	0,3	0,3	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 I	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
II	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
III	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
2019 jun.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
jul.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
avg.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
sep.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
okt.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
nov. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,0

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga <sup>1)</sup>															
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI <sup>2)</sup>			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva												
	Svet <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0												
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6												
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2												
2018 IV	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2												
2019 I	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1												
II	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,2												
III	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5												
2019 jun.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2												
jul.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6												
avg.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9												
sep.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5												
okt.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.												
nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.												

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

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

2) Brez euroobmočja.

## 2 Finančna gibanja

### 2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje <sup>1)</sup>						ZDA	Japonska
	Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) <sup>2)</sup>	Depoziti čez noč (EONIA)	1-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (EURIBOR)	6-mesečni depoziti (EURIBOR)	12-mesečni depoziti (EURIBOR)		
1	2	3	4	5	6	7	8	
2016	-	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 maj	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
jun.	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
jul.	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
avg.	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
sep.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
okt.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10

Vir: ECB.

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

2) ECB je eursko kratkoročno obrestno mero (€STR) prvič objavila 2. oktobra 2019, kaže pa trgovalno aktivnost na dan 1. oktobra 2019. Podatki za predhodna obdobja se nanašajo na uvažljivo €STR, ki je bila objavljena samo za informacijo in se v transakcijah na trgu ni uporabljala kot referenčna obrestna mera.

### 2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa					
	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>					Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>		ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>				
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let	10 let	- 1 leto	10 let	- 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35		
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56		
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17		
2019 maj	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64		
jun.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44		
jul.	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25		
avg.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12		
sep.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02		
okt.	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14		
nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23		

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
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019 maj	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4
jun.	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2
jul.	380,0	3.507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2.996,1	21.593,7
avg.	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7
sep.	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5
okt.	382,8	3.551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2.977,7	22.197,5
nov.	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.104,9	23.278,1

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Ob- restova- ni dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostoj- nim pod- jetnikom in neinkor- poriranim partnerst- vom	Stanovanjska posojila					Ses- tavljeni indeks stroškov izposo- janja			
	Na odpoklic z dobo odpok- lica do 3 mesecev	Vezane				Po začethi fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>		11	Po začetni fiksni obrestni meri				Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>				
		do 2 let	nad 2 leti							spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto	nad 5 let in do 10 let	nad 10 let					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2018 nov.	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81		
dec.	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80		
2019 jan.	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82		
feb.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80		
mar.	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78		
apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75		
maj.	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72		
jun.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67		
jul.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61		
avg.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56		
sep.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48		
okt. (p.)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

### 2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)<sup>1), 2)</sup>

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposo- janja		
	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	nad 1 milijon EUR		
		do 2 let	nad 2 leti			spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta	spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2018 nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66		
dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63		
2019 jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63		
feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64		
mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65		
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62		
maj.	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57		
jun.	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55		
jul.	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56		
avg.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52		
sep.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54		
okt. (p.)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

## 2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje <sup>1)</sup>						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 maj	1.339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
jun.	1.314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
jul.	1.340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
avg.	1.368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
sep.	1.387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
okt.	1.349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Dolgoročne														
2016	15.373	3.695	3.173	.	1.176	6.686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15.353	3.560	3.048	.	1.235	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.149	.	1.260	7.022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 maj	16.052	3.767	3.199	.	1.297	7.153	636	246	62	79	.	13	86	7
jun.	16.113	3.768	3.217	.	1.305	7.190	633	245	61	76	.	23	80	5
jul.	16.182	3.789	3.257	.	1.315	7.184	636	253	70	72	.	25	78	8
avg.	16.191	3.784	3.255	.	1.312	7.200	639	120	25	40	.	8	41	6
sep.	16.264	3.805	3.285	.	1.339	7.200	634	277	82	83	.	34	74	4
okt.	16.202	3.795	3.292	.	1.339	7.153	623	260	60	84	.	24	85	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			DFI	Nefinančne družbe, ki niso DFI				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2016	16.613,8	4.213,4	3.308,6	.	1.235,2	7.151,7	704,9	7.089,5	537,6	1.084,2	5.467,7		
2017	16.593,1	4.079,4	3.203,3	.	1.304,8	7.304,7	700,8	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6		
2018	16.961,8	4.192,1	3.318,4	.	1.332,1	7.445,8	673,4	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7		
2019 maj	17.390,8	4.341,0	3.369,2	.	1.412,0	7.574,3	694,5	7.586,6	470,9	1.208,1	5.907,6		
jun.	17.426,9	4.324,6	3.390,4	.	1.405,1	7.617,7	689,1	7.940,6	493,3	1.246,0	6.201,3		
jul.	17.522,2	4.366,2	3.429,6	.	1.425,5	7.607,8	693,1	7.980,2	484,0	1.252,8	6.243,4		
avg.	17.559,1	4.372,7	3.435,0	.	1.425,0	7.624,6	702,0	7.841,0	462,4	1.183,0	6.195,6		
sep.	17.650,6	4.398,7	3.467,3	.	1.445,4	7.639,6	699,8	8.182,3	496,1	1.335,6	6.350,6		
okt.	17.550,8	4.370,6	3.464,6	.	1.445,4	7.577,4	692,8	8.257,7	508,2	1.348,6	6.400,8		
Stopnja rasti													
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4		
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2		
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4		
2019 maj	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0		
jun.	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0		
jul.	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		
avg.	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		
sep.	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1		
okt.	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2		

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,9	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 IV	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 I	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
II	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,8
III	97,7	91,4	91,8	-	-	-	116,9	91,5
2019 jun.	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
jul.	97,5	91,3	91,6	-	-	-	116,5	91,3
avg.	98,1	91,9	92,1	-	-	-	117,6	92,0
sep.	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
okt.	97,4	90,8	91,6	-	-	-	116,6	90,9
nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
% sprememba glede na predhodni mesec								
2019 nov.	-0,6	-0,7	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7
% sprememba glede na predhodno leto								
2019 nov.	-1,6	-2,9	-1,8	-	-	-	-1,6	-3,4

Vir: ECB.

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

### 2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvaška 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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 IV	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 I	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
II	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
III	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 jun.	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
jul.	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
avg.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
sep.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
okt.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
% sprememba glede na predhodni mesec												
2019 nov.	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
% sprememba glede na predhodno leto												
2019 nov.	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj <sup>1)</sup>			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2018 III	26.129,9	26.707,7	-577,8	11.198,5	9.161,6	8.890,1	11.147,7	-72,5	5.439,9	6.398,4	673,9	14.502,9
IV	25.399,7	25.891,3	-491,6	10.895,1	9.041,6	8.475,2	10.508,5	-87,9	5.398,2	6.341,2	719,1	14.197,4
2019 I	26.652,9	26.908,5	-255,6	11.179,5	9.124,4	9.114,2	11.251,0	-91,4	5.709,4	6.533,1	741,1	14.629,3
II	26.837,0	27.084,1	-247,1	11.064,3	9.096,4	9.232,2	11.424,4	-78,2	5.847,8	6.563,3	770,8	14.695,5
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2019 II	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
<i>Transakcije</i>												
2018 IV	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 I	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
II	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
III	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019 apr.	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
maj	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
jun.	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
jul.	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
avg.	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
sep.	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2019 sep.	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2019 sep.	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	0,1	-

Vir: ECB.

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

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>		
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog <sup>2)</sup>	Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo		Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2016	10.817,0	10.339,5	5.858,7	2.235,3	2.193,0	1.038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4.928,9
2017	11.200,9	10.707,5	6.036,9	2.296,7	2.304,3	1.101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5.297,9
2018	11.561,2	11.060,8	6.207,5	2.363,9	2.405,9	1.175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5.547,4
2018 IV	2.922,9	2.805,7	1.566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1.410,5
2019 I	2.945,1	2.814,9	1.575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1.422,3
II	2.967,3	2.868,9	1.588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1.426,5
III	2.981,9	2.878,3	1.599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1.432,7
<i>Odstotek BDP</i>											
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>											
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>											
2018 IV	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9
2019 I	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9
II	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2
III	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>											
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3
2018 IV	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7
2019 I	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0
II	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3
III	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2018 IV	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-
2019 I	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-
II	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-
III	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-
2018 IV	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-
2019 I	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-
II	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-
III	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2016	9.703,7	161,1	1.931,6	479,2	1.834,9	444,3	473,7	1.106,3	1.084,7	1.847,2	340,6	1.113,3
2017	10.040,0	176,2	1.991,7	502,2	1.909,8	468,8	465,8	1.133,7	1.143,7	1.897,4	350,6	1.160,9
2018	10.356,2	177,7	2.041,5	537,2	1.968,4	488,5	469,8	1.168,0	1.195,2	1.954,7	355,3	1.205,0
2018 IV	2.618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 I	2.638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
II	2.658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
III	2.669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
Odstotek dodane vrednosti												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrletne spremembe v odstotkih												
2018 IV	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 I	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
II	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
III	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
Medletne spremembe v odstotkih												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 IV	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 I	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
II	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
III	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2018 IV	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 I	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
III	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 IV	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 I	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
III	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti										
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	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>													
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 IV	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,4	1,8	1,9	1,3	0,3
2019 I	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5
II	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	1,0
III	1,0	1,3	-0,7	-1,1	0,8	0,9	0,9	3,3	-0,1	0,1	1,3	1,2	1,2
<i>Opravljenih delovnih ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4
2018 IV	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,2	1,4	0,4
2019 I	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5
II	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,5	-0,4	1,1	1,3	1,0	0,1
III	0,7	1,1	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,1	-0,2	1,8	1,1	1,0	0,3
<i>Opravljenih delovnih ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2
2018 IV	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2
2019 I	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1
II	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,8
III	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih <sup>1)</sup>	Pod- zaposlenost v odstotkih <sup>1)</sup>	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest <sup>2)</sup>	
		Skupaj			Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile <sup>1)</sup>	Po starosti				Po spolu					
		V milijonih	% delovne sile	V milijonih		% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016		100,0			81,7		18,3		52,2		47,8				
2016	162,028	4,3	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7	
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9	
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1	
2018 IV	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3	
2019 I	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3	
II	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3	
III	-	-	12,366	7,6	-	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2	
2019 maj	-	-	12,412	7,6	-	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	-	
jun.	-	-	12,361	7,5	-	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	-	
jul.	-	-	12,404	7,6	-	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	-	
avg.	-	-	12,330	7,5	-	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	-	
sep.	-	-	12,365	7,6	-	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	-	
okt.	-	-	12,334	7,5	-	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	7,9	-	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

### 3.5 Kratkoročna poslovna statistika

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

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)								Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)				
	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Proizvodnja v storitvenih dejavnostih	Poslovanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8	
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3	
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4	
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6	
2018 IV	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3	
2019 I	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5	
II	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8	
III	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2	
2019 jun.	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2	
jul.	102,7	-7,3	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5	
avg.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9	
sep.	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1	
okt.	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6	
nov.	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6	

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

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

Stopnja varčevanja (bruto)	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje <sup>2)</sup>	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička <sup>3)</sup>	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti <sup>4)</sup>	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka <sup>1)</sup>	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,4	3,4	2,8	35,0	7,4	79,7	4,2	5,6	2,5
2017	12,1	93,8	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,7	2,9
2018	12,3	93,6	1,8	2,0	6,9	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	5,5	1,6
2018 III	12,2	93,6	1,3	2,0	7,5	3,5	4,5	33,9	6,4	77,3	3,3	7,1	2,1
IV	12,3	93,6	1,6	2,0	8,7	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	20,9	1,6
2019 I	12,6	93,3	2,0	2,2	7,7	3,9	4,4	33,7	6,1	76,7	2,2	7,4	1,7
II	12,9	93,5	2,1	2,4	4,4	4,3	4,2	33,4	5,9	77,1	1,6	16,1	1,4

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun <sup>1)</sup>		
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek				
	Prejemki 1	Izdatki 2	Saldo 3	Prejemki 4	Izdatki 5	Prejemki 6	Izdatki 7	Prejemki 8	Izdatki 9	Prejemki 10	Izdatki 11	Prejemki 12	Izdatki 13	
2018 IV	1.058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4	
2019 I	1.065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9	
II	1.061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0	
III	1.057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9	
2019 apr.	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8	
maj	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0	
jun.	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2	
jul.	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4	
avg.	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9	
sep.	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6	
Skupne 12-mesečne transakcije														
2019 sep.	4 243,0	3 922,1	320,9	2 407,2	2 086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2	
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP														
2019 sep.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9	

1) Ni desezonirano.

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

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Nafta
			Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2018 IV	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1	
2019 I	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2	
II	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6	
III	3,0	0,2	583,6	.	.	.	486,9	528,4	.	.	.	384,2	.	
2019 apr.	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8	
maj	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5	
jun.	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3	
jul.	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3	
avg.	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2	
sep.	5,2	2,1	195,6	.	.	.	162,0	177,2	.	.	.	128,0	.	
Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2018 IV	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2	
2019 I	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2	
II	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3	
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2019 mar.	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9	
apr.	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6	
maj	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1	
jun.	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1	
jul.	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9	
avg.	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9	

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 Cene in stroški

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

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 IV	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 I	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
II	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
III	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4
2019 jun.	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,1	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
jul.	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Aug	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,8	0,0	-0,6	0,1	0,9	1,5
sep.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4
okt.	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	0,1	0,7	1,0
nov. <sup>3)</sup>	105,1	1,0	1,3	.	1,9	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0	0,1	.	.
% od skupaj v letu 2019	Blago						Storitve						
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobačnimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% od skupaj v letu 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2018 IV	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	
2019 I	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
II	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
III	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
2019 jun.	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	
jul.	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	
Aug	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7	
sep.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6	
okt.	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6	
nov. <sup>3)</sup>	2,0	2,1	1,8	.	0,4	-3,2	.	.	.	.	.	.	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

## 4 Cene in stroški

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

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

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva <sup>1)</sup>											Gradbe- ništvo <sup>2)</sup>	Cene stanov- anj <sup>3)</sup>	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>3)</sup>			
	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	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9							
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0		5,0			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3		4,8			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8		4,2			
2018 IV	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7		3,0			
2019 I	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1		4,4			
II	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1		6,5			
III	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	.	.		.			
2019 maj	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	-	-		-			
jun.	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	-	-		-			
jul.	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	-	-		-			
avg.	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-		-			
sep.	104,1	-1,2	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-		-			
okt.	104,2	-1,9	-0,7	0,3	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,8	-7,9	-	-		-			

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

1) Na domaćem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

3) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deset- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)							
	Skupaj	Skupaj	Domaće povpraševanje			Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>		Tehtano z uvozom <sup>2)</sup>		Tehtano s porabo <sup>2)</sup>		Skupaj	Živila	Neživila	
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				9	10	11	12				
	1	2	3	4	5	6	7	8	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6		
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3	
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8	
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7	
2018 IV	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4	
2019 I	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7	
II	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9	
III	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1	
2019 jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4	
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6	
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7	
sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0	
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4	
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2	

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

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

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

## 4 Cene in stroški

### 4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7	
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6	
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6	
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7	
2018 IV	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7	
2019 I	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1	
II	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3	
III	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0	
2019 jun.	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3	
jul.	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3	
avg.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1	
sep.	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7	
okt.	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1	
nov.	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1	

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

### 4.5 Indeksi stroškov dela

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

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

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Cene in stroški

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

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavbami	Strokovne, poslovne in podporne stоритве	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 IV	109,0	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 I	109,4	2,3	2,7	3,8	0,8	2,1	1,3	-0,4	5,1	2,0	2,4	1,9
II	110,1	2,2	1,3	3,4	1,2	2,0	0,5	-0,7	3,3	2,1	2,6	2,6
III	110,7	1,9	0,1	4,3	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,7	1,8	2,4	1,6
Sredstva za zaposlene												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 IV	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 I	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	2,0	1,0	4,4	1,8	2,1	2,3
II	116,1	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,8	2,3	2,3	3,0
III	116,8	2,1	1,1	2,1	2,7	2,4	1,4	1,3	3,2	1,9	2,2	1,6
Produktivnost dela na zaposlenega												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 IV	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 I	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,4	0,8	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
II	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,3	-0,2	0,4
III	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	1,1	1,7	1,4	0,1	-0,2	0,0
Sredstva za delovno uro												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 IV	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 I	116,8	2,0	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
II	117,6	2,4	2,9	1,6	3,1	2,4	2,0	1,5	3,6	2,3	2,6	3,9
III	118,3	2,3	1,7	2,4	2,9	2,5	1,4	1,5	1,6	1,9	2,4	2,5
Produktivnost dela na uro												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,8	0,9	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0
2018 IV	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,2
2019 I	107,5	-0,2	-1,8	-1,8	1,8	0,6	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,5
II	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,2	0,4	0,2	0,1	1,3
III	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,3	1,8	-0,3	0,2	0,0	0,8

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

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

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

	M3											
	M2				M2-M1				M3-M2			
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Točke/del- nice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zpadlost- jo do 2 let	Stanja	8	9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	1.076,0	6.082,7	7.158,7	1.329,1	2.221,6	3.550,7	10.709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11.389,4
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,7	2.261,8	3.458,4	11.208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11.866,9
2018	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4
2018 IV	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4
2019 I	1.179,2	7.277,1	8.456,3	1.114,8	2.318,1	3.432,8	11.889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12.512,2
II	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3
III	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0
2019 maj	1.185,9	7.364,7	8.550,6	1.122,6	2.333,9	3.456,4	12.007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12.636,5
jun.	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3
jul.	1.193,7	7.486,4	8.680,1	1.104,5	2.344,3	3.448,9	12.129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12.765,8
avg.	1.198,7	7.572,2	8.770,9	1.114,0	2.347,1	3.461,1	12.232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12.864,8
sep.	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0
okt. (p)	1.209,4	7.673,9	8.883,3	1.094,2	2.357,0	3.451,2	12.334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12.959,9
Transakcije												
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7
2018 IV	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4
2019 I	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
II	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
III	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8
2019 maj	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1
jun.	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
jul.	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
avg.	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
sep.	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0
okt. (p)	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0
Stopnje rasti												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2018 IV	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2019 I	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6
II	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
III	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
2019 maj	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7
jun.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
jul.	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1
avg.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7
sep.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
okt. (p)	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>					Drugi finančni posredniki <sup>2)</sup>	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2016	2.093,8	1.632,5	293,3	159,9	8,0	6.057,4	3.403,3	645,6	2.006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,7	3.702,8	562,2	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 IV	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 I	2.380,3	1.956,0	270,1	148,1	6,1	6.752,9	4.126,3	514,9	2.110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
II	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
III	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
2019 maj	2.401,5	1.976,1	269,2	149,3	6,9	6.824,1	4.186,6	512,1	2.123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
jun.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
jul.	2.429,0	2.008,1	264,1	150,4	6,4	6.894,2	4.250,7	508,8	2.132,9	1,8	1.009,3	220,7	457,8
avg.	2.462,0	2.040,0	264,4	151,0	6,6	6.927,8	4.283,4	507,4	2.135,4	1,7	1.022,9	231,5	461,3
sep.	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
okt. (p)	2.471,9	2.052,8	260,2	150,9	7,9	6.994,7	4.349,3	500,5	2.143,3	1,7	1.047,5	223,1	467,4
Transakcije													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 IV	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 I	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
II	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
III	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 maj	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
jun.	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
jul.	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
avg.	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
sep.	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
okt. (p)	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Stopnje rasti													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 IV	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 I	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
II	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
III	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 maj	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
jun.	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
jul.	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
avg.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
sep.	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
okt. (p)	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

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 euroobmočja<sup>1)</sup>

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Stanja		Posojila			Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup>	Zavarovalnicam in pokojninskimi skladom				
					Skupaj	Prilagojena posojila <sup>2)</sup>	7								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2016	4.382,4	1.083,1	3.286,0	12.879,6	10.708,6	10.980,9	4.310,3	5.449,8	835,8	112,8	1.385,8	785,2			
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,1	10.870,5	11.165,0	4.323,5	5.600,2	838,0	108,7	1.440,4	803,2			
2018	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,1	11.122,7	11.478,4	4.405,9	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	774,9			
2018 IV	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,1	11.122,7	11.478,4	4.405,9	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	774,9			
2019 I	4.661,4	1.001,5	3.648,5	13.526,5	11.201,0	11.553,1	4.426,5	5.787,7	856,1	130,7	1.526,8	798,7			
II	4.639,5	1.000,7	3.627,1	13.639,5	11.290,7	11.665,4	4.462,5	5.825,8	870,3	132,1	1.546,3	802,5			
III	4.696,4	999,8	3.685,0	13.774,2	11.394,4	11.762,8	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,5	810,2			
2019 maj	4.634,5	1.004,1	3.618,7	13.595,3	11.261,6	11.625,4	4.462,2	5.806,8	867,7	124,9	1.533,6	800,1			
jun.	4.639,5	1.000,7	3.627,1	13.639,5	11.290,7	11.665,4	4.462,5	5.825,8	870,3	132,1	1.546,3	802,5			
jul.	4.672,9	1.000,5	3.660,7	13.682,2	11.335,0	11.706,1	4.483,6	5.843,4	873,6	134,4	1.541,0	806,2			
avg.	4.707,4	1.003,8	3.691,9	13.735,7	11.388,3	11.748,2	4.505,0	5.864,6	878,3	140,4	1.544,6	802,8			
sep.	4.696,4	999,8	3.685,0	13.774,2	11.394,4	11.762,8	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,5	810,2			
okt. (p)	4.665,5	1.001,8	3.652,1	13.801,7	11.423,2	11.786,2	4.503,2	5.895,0	886,2	138,9	1.562,7	815,8			
Transakcije															
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4			
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4			
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7			
2018 IV	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1			
2019 I	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5			
II	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3			
III	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2			
2019 maj	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0			
jun.	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7			
jul.	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5			
avg.	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3			
sep.	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0			
okt. (p)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5			
Stopnje rasti															
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6			
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2			
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6			
2018 IV	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6			
2019 I	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8			
II	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3			
III	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5			
2019 maj	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4			
jun.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3			
jul.	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8			
avg.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1			
sep.	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5			
okt. (p)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3			

Vir: ECB.

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

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>				Gospodinjstva <sup>3)</sup>					
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
	1	2				3	4			
Stanja										
2016	4.310,3	4.308,4	1.012,2	796,5	2.501,6	5.449,8	5.729,0	616,5	4.083,7	749,6
2017	4.323,5	4.358,8	986,2	821,2	2.516,2	5.600,2	5.866,6	654,9	4.216,3	729,0
2018	4.405,9	4.489,0	993,2	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.353,0	704,5
2018 IV	4.405,9	4.489,0	993,2	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.353,0	704,5
2019 I	4.426,5	4.511,6	980,7	853,1	2.592,7	5.787,7	6.065,6	694,5	4.391,1	702,2
II	4.462,5	4.554,2	977,6	867,2	2.617,7	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
III	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
2019 maj	4.462,2	4.544,2	981,2	865,3	2.615,7	5.806,8	6.098,5	700,7	4.408,9	697,3
jun.	4.462,5	4.554,2	977,6	867,2	2.617,7	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
jul.	4.483,6	4.569,8	983,3	872,9	2.627,4	5.843,4	6.133,3	708,6	4.437,6	697,2
avg.	4.505,0	4.591,9	995,8	876,3	2.632,9	5.864,6	6.150,7	711,7	4.456,5	696,5
sep.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
okt. (p)	4.503,2	4.593,3	983,4	878,3	2.641,5	5.895,0	6.181,4	715,2	4.488,3	691,5
Transakcije										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 IV	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 I	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
II	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
III	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 maj	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
jun.	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
jul.	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
avg.	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
sep.	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
okt. (p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Stopnje rasti										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 IV	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 I	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
II	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
III	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 maj	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
jun.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
jul.	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
avg.	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
sep.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
okt. (p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

Vir: ECB.

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

## 5 Denarna statistika

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

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

Enote centralne ravnih države <sup>2)</sup>	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										
2016	306,5	6.957,3	2.088,6	71,0	2.148,4	2.649,3	1.127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6.771,0	1.967,4	59,8	2.017,5	2.726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,1	1.029,8	453,4	187,0	194,9
2018 IV	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,1	1.029,8	453,4	187,0	194,9
2019 I	370,0	6.906,3	1.937,1	55,9	2.145,8	2.767,6	1.180,5	420,2	199,0	212,3
II	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	434,2	191,5	207,8
III	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,5	442,2	184,2	198,1
2019 maj	368,1	6.913,4	1.932,6	56,5	2.138,0	2.786,3	1.277,9	410,3	212,8	229,2
jun.	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	434,2	191,5	207,8
jul.	374,5	7.018,2	1.931,1	57,7	2.150,5	2.878,9	1.404,1	399,4	206,5	224,1
avg.	403,5	7.060,0	1.916,5	57,3	2.148,4	2.937,7	1.461,2	423,9	212,6	231,5
sep.	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,5	442,2	184,2	198,1
okt. (p)	380,6	7.057,4	1.947,8	55,0	2.131,1	2.923,5	1.490,2	440,4	221,4	236,2
Transakcije										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 IV	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 I	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
II	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
III	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 maj	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
jun.	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
jul.	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
avg.	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
sep.	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
okt. (p)	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Stopnje rasti										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 IV	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 I	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
II	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
III	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 maj	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
jun.	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
jul.	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
avg.	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
sep.	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
okt. (p)	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

## 6 Državne finance

### 6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 III	-0,4	.	.	.	.	1,5
IV	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 I	-0,6	.	.	.	.	1,2
II	-0,7	.	.	.	.	1,0

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

### 6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki		
	Tekoči prihodki				Sredstva za zaposlene			Tekoči odhodki							
	Skupaj	Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	8	Sredstva za zaposlene		9	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	6	7	10	11	12	13	14				
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9		
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6		
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8		
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7		
2018 III	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7		
IV	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7		
2019 I	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7		
II	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7		

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

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetnik		Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute		
	Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 leto	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 III	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 I	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Državne finance

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

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

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

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

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

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

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

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

	Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup>					Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup>	Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup>					Transakcije		
	Glavnica		Obresti				Stanje							
	Skupaj	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev		Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2018 III	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
IV	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 I	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
II	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
2019 maj	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
jun.	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
jul.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0	
avg.	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1	
sep.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0	
okt.	12,8	11,3	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	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 (+)									
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2018 III	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2
IV	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2019 I	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9
II	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7
Javni dolg									
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2018 III	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9
IV	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2019 I	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2
II	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-0,8
2018 III	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7
IV	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1
2019 I	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0
II	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0
Javni dolg									
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4
2018 III	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7
IV	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1
2019 I	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0
II	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2019

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

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

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

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

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

ISSN              2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka    QB-BP-19-008-SL-N (pdf)