

Ekonomski bilten

Številka 2 / 2015



© Evropska centralna banka, 2015

Naslov

60640 Frankfurt na Majni
Nemčija

Telefon

+49 69 1344 0

Spletna stran

<http://www.ecb.europa.eu>

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB.
Prevode pripravlja in objavlja nacionalne centralne banke.

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 4. marec 2015.

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



KAZALO

EKONOMSKA IN DENARNA GIBANJA

| | |
|-------------------------|----|
| Povzetek | 5 |
| 1 Zunanje okolje | 8 |
| 2 Finančna gibanja | 12 |
| 3 Gospodarska aktivnost | 17 |
| 4 Cene in stroški | 22 |
| 5 Denar in krediti | 27 |
| 6 Javnofinančna gibanja | 33 |

OKVIRJI

| | |
|--|----|
| Okvir 1 Ocena inflacijskih gibanj v ZDA z uporabo Phillipsove krivulje | 35 |
| Okvir 2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 12. novembra 2014 do 27. januarja 2015 | 38 |
| Okvir 3 Novejša gibanja efektivnega deviznega tečaja eura | 42 |
| Okvir 4 Dejavniki pri novejši dinamiki varčevanja gospodinjstev v euroobmočju | 45 |
| Okvir 5 Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji leta 2015 | 48 |
| Okvir 6 Vpliv e-poslovanja na inflacijo | 51 |
| Okvir 7 Ukrepi po oceni proračunskih načrtov za leto 2015 | 55 |

ČLANKA

| | |
|--|----|
| Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts | 59 |
| Who holds what? New information on securities holdings | 72 |

| | |
|---------------------------------|----|
| STATISTIČNI PODATKI EUROOBMOČJA | SI |
|---------------------------------|----|

EKONOMSKA IN DENARNA GIBANJA

POVZETEK



S ciljem izpolnjevanja mandata ECB, da ohranja cenovno stabilnost, je Svet ECB sprejel številne ukrepe, da bi zagotovil zadostno spodbudo s strani denarne politike. Po pobudah, ki jih je ECB sprožila med junijem in septembrom 2014 – med katerimi so bili nadaljnje znižanje obrestnih mer, uvedba ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ter nakupi izbranih vrednostnih papirjev zasebnega sektorja v okviru programa nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in tretjega programa nakupa kritih obveznic – je Svet ECB januarja 2015 sklenil razširiti program nakupov vrednostnih papirjev tako, da od marca vključuje tudi vrednostne papirje naložbenega razreda v eurih, ki so jih izdale vlade euroobmočja ter agencije in evropske institucije. Nakupi vrednostnih papirjev javnega in zasebnega sektorja bodo skupno znašali 60 milijard EUR na mesec. Predvidoma bodo trajali do konca septembra 2016 oziroma vse dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju doseganja stopnje inflacije v srednjeročnem obdobju, ki je pod 2%, vendar blizu te meje.

Program nakupa vrednostnih papirjev je že privadel do znatne ublažitve splošnejših finančnih pogojev. Decembra 2014 in večino januarja 2015 so gibanja na finančnih trgih v veliki meri določala tržna pričakovanja o najavi programa nakupa vrednostnih papirjev. Ob tem se je donosnost obveznic euroobmočja znižala pri vseh instrumentih, zapadlostih in izdajateljih ter je v številnih primerih dosegla nove zgodovinsko nizke vrednosti. Ker je znižanje donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja z bonitetom AAA sovpadlo z zvišanjem enakovredne donosnosti obveznic v ZDA, se je razhajanje med donosnostjo državnih obveznic euroobmočja in ZDA nadaljevalo. Donosnost državnih obveznic euroobmočja z nižjo bonitetno oceno je ravno tako upadla, vendar je bila bolj volatilna zaradi negotovosti glede nadaljnjega dostopa Grčije do finančne pomoči. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so se še naprej zniževali, medtem ko so razmiki pri listinjenih vrednostnih papirjih ostali približno nespremenjeni. Po najavi programa nakupov vrednostnih papirjev se je donosnost obveznic euroobmočja še znižala, medtem ko so tečaji delnic v euroobmočju precej porasli. Devizni tečaj eura je v zadnjih mesecih znatno oslabel.

Ugodna gibanja na finančnih trgih so priveda do nižjih stroškov bančnega financiranja, ki so jih banke postopno prenesle na stroške zunanjega financiranja za zasebni sektor. Z ukrepi denarne politike, ki jih je sprejela ECB, so se izboljšali bančni pogoji financiranja, saj se je donosnost nezavarovanih bančnih obveznic v zadnjem četrletju 2014 spustila na zgodovinsko nizke ravni. To izboljšanje se je postopno preneslo na bančne obrestne mere za posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam, saj so se te v tretjem in zadnjem četrletju 2014 znatno znižale. Zmanjšanje bančnih stroškov financiranja in bančnih posojilnih obrestnih mer v drugi polovici leta 2014 je mogoče deloma pripisati ciljno usmerjenim operacijam dolgoročnejšega refinanciranja, katerih namen je izboljšati dostop bank do dolgoročnejše likvidnosti ter spodbuditi rast kreditiranja realnega gospodarstva. Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja naj bi omogočile tudi zmanjšanje marž na posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam v euroobmočju. Da bi podkrepil uspešnost ciljno usmerjenih operacij pri spodbujanju posojanja zasebnemu sektorju, je Svet ECB na januarski seji sklenil, da bo obrestna mera v preostalih operacijah enaka obrestni meri v Eurosistemovih operacijah glavnega refinanciranja, s čimer je umaknil pribitek 10 bazičnih točk nad obrestno mero v operacijah glavnega refinanciranja, ki je bil uporabljen v prvih dveh ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Kot kaže, so ukrepi denarne politike ECB prispevali tudi k zmanjšanju razlik v stroških zadolževanja med državami, še posebno za nefinančne družbe, čeprav se pogoji kreditiranja med državami še vedno razlikujejo. Nominalni stroški nebančnega zunanjega financiranja za nefinančne družbe euroobmočja so se v zadnjem četrletju 2014 in v prvih dveh mesecih leta 2015 še naprej zniževali zaradi nadaljnjega upada stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala.

Najnovejši podatki kažejo tudi na krepitev denarne in kreditne dinamike. Medletno rast širokega denarnega agregata M3 še vedno spodbujajo najbolj likvidne komponente, pri čemer je bila rast ožjega denarnega agregata M1 močna. Bančna posojila zasebnemu sektorju so še naprej okrevala, kar potrjuje preobrat v posojilni dinamiki, do katerega je prišlo na začetku leta 2014. Tako se je zmanjševanje posojil nefinančnim družbam v zadnjih mesecih še naprej umirjalo, medtem ko se je rast posojil gospodinjstvom stabilizirala na pozitivni ravni. Poleg tega je letošnja januarska anketa o bančnih posojilih v euroobmočju potrdila oceno, da se omejitve v ponudbi kreditov postopno zmanjšujejo, povpraševanje po posojilih pa se povečuje. Gledano v celoti novejša gibanja nakazujejo, da ukrepi denarne politike ECB prispevajo k ublažitvi pogojev najemanja bančnih posojil ter splošne k ponovni vzpostavitev pravilnega delovanja transmisijskega mehanizma.

Obsežno dodatno popuščanje naravnosti denarne politike ECB podpira in dodatno krepi ugodnejša gibanja v gospodarstvu euroobmočja. Gospodarsko okrevanje se je v drugi polovici leta 2014 postopno krepilo. BDP se je v tretjem četrletju 2014 glede na prejšnje četrletje realno povečal za 0,2% oziroma po Eurostatovi prvi oceni za 0,3% v zadnjem četrletju, kar je nekoliko več, kot je bilo pričakovano prej. Kratkoročni kazalniki in rezultati anket kažejo na nadaljnje izboljšanje gospodarske aktivnosti na začetku leta 2015. Kot kaže, je gospodarsko aktivnost v euroobmočju spodbudil precejšen padec cen nafte od julija 2014 dalje. Z izboljševanjem zaupanja podjetij in potrošnikov bo transmisija ukrepov denarne politike v realno gospodarstvo uspešnejša, kar bo prispevalo k nadaljnemu izboljševanju gospodarskih obetov in k zmanjševanju neizkoriščenega gospodarskega potenciala.

Gospodarsko okrevanje se bo po pričakovanjih postopno krepilo in širilo. Rast gospodarske aktivnosti se bo predvidoma povečala zaradi novejšega izboljšanja zaupanja podjetij in potrošnikov, strmega upada cen nafte, slabitev efektivnega tečaja eura in nedavnih ukrepov denarne politike ECB. Spodbujevalno naravnana denarna politika – ob znatni podpori programa nakupov vrednostnih papirjev – bo predvidoma podprla realno rast BDP v kratkoročnem obdobju in zatem. Poleg tega naj bi na realno gospodarstvo ugodno vplival dosežen napredek pri strukturnih reformah in javnofinančni konsolidaciji. Obenem bosta izvoz spodbudila večja cenovna konkurenčnost in svetovno gospodarsko okrevanje.

Močnejše okrevanje gospodarske aktivnosti pa naj bi zaviralo več dejavnikov. Med njimi so predvsem trenutno prilaganje bilanc v več sektorjih ter dokaj počasna dinamika izvajanja strukturnih reform. Rast v euroobmočju poleg tega zavirajo sicer vse manjša, vendar vztrajna negotovost glede evropske državne dolžniške krize ter geopolitični dejavniki.

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje,¹ ki vključujejo tudi ocjenjen vpliv standardnih in nestandardnih ukrepov denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, bo medletna rast BDP znašala 1,5% v letu 2015, 1,9% v letu 2016 in 2,1% v letu 2017. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2014 so bile projekcije realne rasti BDP v letih 2015 in 2016 popravljene navzgor, kar odraža ugodne učinke nizkih cen nafte, šibkejši efektivni tečaj eura ter učinke nedavnih ukrepov denarne politike. Po oceni Sveta ECB ostajajo tveganja, ki so povezana z gospodarskimi obeti v euroobmočju, usmerjena navzdol, vendar so se po najnovejših sklepih Sveta ECB in padcu cen nafte zmanjšala.

¹ Glej članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 5. marca 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

Na podlagi sedanjih informacij bo inflacija v prihodnjih mesecih po pričakovanjih ostala zelo nizka ali negativna. Cene nafte so glavni dejavnik, zaradi katerega je inflacija v zadnjih mesecih postala negativna. Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, februarja 2015 v euroobmočju znašala $-0,3\%$, potem ko je januarja dosegla $-0,6\%$. V istem času je bila inflacija brez energentov in hrane še naprej približno nespremenjena in je februarja ostala na ravni $0,6\%$.

Stopnja inflacije se bo proti koncu leta predvidoma postopno zviševala. Prvič, ko bo preteklo znižanje cen energentov postopno izpadlo iz medletne stopnje rasti in bodo cene nafte v obdobju projekcij porasle v skladu z navzgor usmerjeno krivuljo cen naftnih terminskih pogodb, naj bi se negativen vpliv cen energentov na skupno inflacijo v letu 2015 zmanjšal, cene energentov pa naj bi v letih 2016 in 2017 povzročile dvig skupne inflacije. Pričakovano zvišanje skupne inflacije bo v veliki meri posledica takšnega preobrata v cenah energentov. Poleg tega naj bi zvišanje skupne inflacije sledilo krepitvi gospodarskega okrevanja, ki ga podpirajo tudi novejši sklepi o denarni politiki. Zaradi krepitve okrevanja se bo negativna proizvodna vrzel predvidoma zapirala, rast profitnih marž in sredstev za zaposlene pa bo večja. K zvišanju inflacije naj bi prispevali tudi vse višje cene primarnih surovin brez energentov ter zapozneli učinek šibkejšega tečaja eura.

Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje za leto 2015 predvidevajo inflacijo v višini $0,0\%$, za leto 2016 v višini $1,5\%$ in za leto 2017 v višini $1,8\%$. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2014 je bila projekcija inflacije v letu 2015 popravljena navzdol predvsem zaradi padca cen naft, medtem ko je bila projekcija za leto 2016 popravljena navzgor deloma zaradi pričakovanega učinka ukrepov denarne politike.

Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB so odvisne od celovitega izvajanja ukrepov denarne politike ECB. Svet ECB bo še naprej natančno spremljal tveganja glede cenovnih gibanj v srednjeročnem obdobju, pri čemer se bo posebej osredotočal na prenos ukrepov denarne politike, geopolitična dogajanja ter gibanja deviznega tečaja in cen energentov.

Pozornost denarne politike je trenutno usmerjena na izvajanje ukrepov, ki jih je Svet ECB sprejel januarja 2015. Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize ter v skladu s prihodnjo usmeritvijo denarne politike na seji 5. marca 2015 sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Dal je tudi nadaljnje informacije o izvajjanju programa nakupov vrednostnih papirjev. Nakupi vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnem trgu so se v okviru tega programa začeli 9. marca 2015.

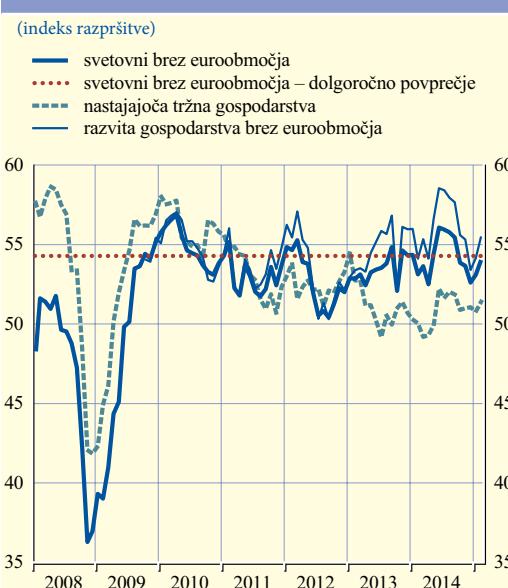
I ZUNANJE OKOLJE

Svetovna gospodarska rast postopno okreva, čeprav je okrevanje neenakomerno. Po eni strani bo gospodarsko aktivnost po pričakovanih spodbujalo veliko znižanje cen nafte, ob podpori robustne rasti v ZDA. Po drugi pa obete za svetovno rast obremenjuje poslabševanje razmer v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Svetovna inflacija se je v zadnjih mesecih nekoliko znižala. Glede na padec cen nafte v prejšnjem obdobju bodo medletne stopnje inflacije v bližnji prihodnosti verjetno ostale nizke, zatem pa se bodo predvidoma zviševale le dokaj postopno v skladu z nadaljnijim okrejanjem svetovnega gospodarstva. Tveganja za svetovno gospodarsko aktivnost ostajajo usmerjena navzdol.

Svetovno gospodarstvo napreduje po poti k postopnemu okrejanju. Po okrepitvi sredi leta 2014 je svetovna gospodarska rast zunaj euroobmočja proti koncu leta po trenutno razpoložljivih podatkih nekoliko oslabela. Najnovejše ankete kažejo na stabilen zagon rasti v prvih mesecih leta 2015. Sestavljeni svetovni indeks vodil nabave (PMI) za proizvodnjo brez euroobmočja se je v februarju nekoliko zvišal, čeprav so se gibanja v posameznih regijah še naprej razhajala (glej graf 1).

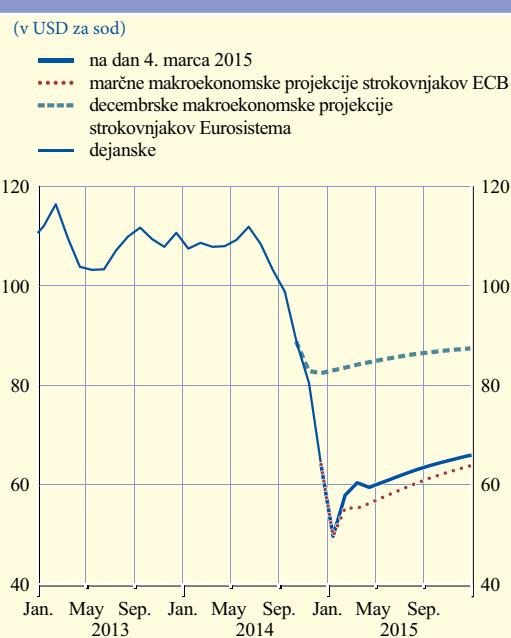
Nižje cene nafte bodo predvidoma spodbodile svetovno povpraševanje. Cene surove nafte Brent so v decembru in januarju strmo upadle, nato pa februarja ponovno nekoliko zrasle in 4. marca 2015 znašale 61 USD za sod, skoraj za polovico manj kot pred enim letom (glej graf 2). Sodeč po krivulji terminskih pogodb trgi pričakujejo, da bodo v prihodnjih letih postopno rasle. Čeprav so se cene nafte deloma znižale tudi zaradi skromnega svetovnega povpraševanja, je glavni razlog povečana ponudba. Dejavniki, ki so prispevali k temu, da so tržni udeleženci spremenili svojo oceno dinamike ponudbe in povpraševanja in da so cene nafte strmo padle, so bili obilna ponudba severnoameriške

Graf 1: Sestavljeni svetovni indeks PMI



Opombe: Zadnji podatki so za februar 2015. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od leta 1999 dalje. Škupina »nastajajoča tržna gospodarstva« vključuje Brazilijo, Kitajsko, Indijo in Rusijo, skupina »Razvita gospodarstva« pa Japonsko, ZDA in Združeno kraljestvo.

Graf 2: Cene nafte - dejanske in terminske



nafte iz skrilavcev, dejstvo, da je bila proizvodnja v Rusiji, Libiji in Iraku kljub geopolitičnim napetostim večja od pričakovane, ter odločitev kartela OPEC, sprejeta novembra 2014, da ne zmanjša proizvodnje. Nižje cene nafte bodo predvidoma koristile državam, ki so neto porabnike nafte, medtem ko se obeti za države izvoznice nafte zaradi tega poslabšujejo. Vseeno bodo gledano v celoti nižje cene verjetno podprle svetovno povpraševanje, saj imajo države uvoznice nafte, katerim padec cen nafte koristi, višjo nagnjenost k trošenju kot države izvoznice nafte.

Svetovne gospodarske obete izboljšuje tudi robustna rast v ZDA. Gospodarska aktivnost je v zadnjem četrletju 2014 ostala močna, poganjala pa sta jo predvsem zasebna potrošnja in stanovanjske naložbe. Izboljševal se je tudi trg dela, saj je stopnja zaposlenosti hitro rasla. V prihodnjem obdobju se kljub zavirальнemu vplivu močnejšega dolarja na rast izvoza pričakuje, da se bo domače povpraševanje še naprej krepilo, pri čemer ga bodo podpirali še vedno ugodni pogoji financiranja in dejstvo, da zaviralni vpliv obdavčitve na potrošnjo popušča. Glavni dejavniki, ki bodo po pričakovanjih spodbujali zasebno potrošnjo, so vse manjši obseg razdolževanja gospodinjstev, vztrajno izboljševanje razmer na trgu dela in na stanovanjskem trgu ter dvig realnih dohodkov zaradi nižjih cen nafte. Močnejše zaupanje, večje povpraševanje in nizke obrestne mere bodo verjetno spodbudili podjetniške naložbe, ki bodo nadoknadle nižje kapitalske naložbe v proizvodnji nafte iz skrilavcev.

Rast se je okreplila tudi v večini drugih razvitih gospodarstev zunaj euroobmočja. Na Japonskem se je po upadu aktivnosti, ki je sledil zvišanju DDV v aprilu 2014, rast v lanskem četrtem četrletju vrnila v pozitivno območje. V prihodnjem obdobju se bodo glavni dejavniki, ki poganjajo rast, po pričakovanjih počasi krepili, k čemur bo prispevalo povečanje dohodka gospodinjstev zaradi nižjih cen nafte, pospešek rasti izvoza zaradi nedavne depreciacije japonskega jena ter zmanjšanje zaviralnega vpliva obdavčitve po napovedi vlade, da bodo dodatni spodbujevalni ukrepi sprejeti v naslednjem proračunskem letu. V Združenem kraljestvu je kljub manjši upočasnitvi v četrtem četrletju 2014 rast ostala razmeroma robustna. V prihodnjem obdobju bosta zniževanje cen energentov in vse hitrejša rast plač verjetno podpirala realni razpoložljivi dohodek in zasebno potrošnjo, čeprav bo nadaljnja javnofinančna konsolidacija predvidoma nekoliko zavirala rast. Poleg tega bi okrevanje povpraševanja in izboljševanje pogojev kreditiranja morala spodbuditi podjetniške naložbe. Po drugi strani bo strma apreciacija švicarskega franka po januarski odločitvi švicarske centralne banke, da odpravi zgodnjo mejo tečaja med frankom in eurom, predvidoma močno prizadela gospodarske obete te države, predvsem z zmanjšanjem izvoza.

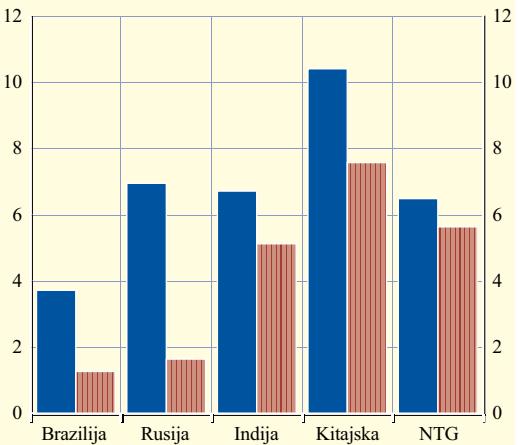
Obeti za bližnjo prihodnost so se v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih izboljšali, posebej za države uvoznice nafte. Na Kitajskem je upočasnitev stanovanjskega trga v četrtem četrletju 2014 sicer zavirala rast, vendar bodo v prihodnjem obdobju rast začasno nekoliko spodbujali dejavniki, kot so zniževanje cen nafte, še vedno robustna potrošnja, nedavno popuščanje denarne politike in omejeni javnofinančni spodbujevalni ukrepi. Vseeno na dolgi rok kitajsko politično vodstvo vse večji poudarek daje obvladovanju finančnih ranljivosti in makroekonomskih neravnovesij. Ker se gospodarstvo giblje v smeri bolj vzdržnega vzorca razvoja, bo rast verjetno bolj zmerna. Nižja kitajska rast bo posredno prizadela tista azijska gospodarstva, s katerimi ima Kitajska tesne gospodarske in finančne vezi, vseeno pa bodo v številnih nastajajočih tržnih gospodarstvih v Aziji na kratki rok nižje cene nafte predvidoma ugodno vplivali na realni razpoložljivi dohodek. Še zlasti ostaja zaupanje visoko v Indiji, med drugim tudi zaradi znakov, da gospodarska rast pridobiva zagon. Kot državi uvoznici nafte ji bodo koristile nižje cene nafte, ki zavirajo tako rast inflacije kot tudi rast primanjkljaja na tekočem računu, hkrati pa vladom omogočajo, da zmanjša subvencije za motorna goriva in nadaljuje javnofinančno konsolidacijo. Tudi v državah srednje in vzhodne Evrope bo na gospodarsko rast predvidoma pozitivno vplivala krepitev domačega povpraševanja, saj bosta boljša dinamika na trgu dela in nedavno znižanje cen nafte po pričakovanjih podpirala trošenje gospodinjstev.

Druge se obeta šibkejša gospodarska aktivnost. Obeti za Latinsko Ameriko so po obdobju nepričakovano nizkih stopenj rasti očitno slabši, kot je bilo pričakovano prej, saj so rast hromila ozka grla v ponudbi in velika domača neravnovesja v nekaterih ključnih gospodarstvih (glej graf 3). Poleg tega se zaradi nizkih cen naftne poslabšujejo obeti za države izvoznice primarnih surovin. Predvsem bodo v Rusiji nedavni pretresi na finančnem trgu gospodarstvo v letu 2015 predvidoma potisnili v recesijo. Zaradi strme depreciacije rubla in zaostrovanja denarne politike se bodo povečali stroški financiranja, zaradi česar bi se lahko še dodatno zaostrike težave, ki jih imajo podjetja pri pridobivanju financiranja, saj je njihov dostop do zunanjih finančnih trgov zaradi sankcij že sicer omejen. Pričakuje se, da bo visoka inflacija, ki pritska na realni razpoložljivi dohodek, prizadela trošenje gospodinjstev. Ker je zaupanje podjetij šibko, negotovost pa ostaja velika, se bodo naložbe predvidoma zmanjšale. Na srednji rok je mogoče, da se bodo zaradi nizkih cen energentov zmanjšale naložbe v raziskave zalog naftne in plina. Ta gibanja bodo po pričakovanjih imela negativen vpliv na zunanje povpraševanje euroobmočja.

Graf 3: Rast realnega BDP v nastajajočih tržnih gospodarstvih

(spremembe v odstotkih)

■ povprečje 2000–2008
■ povprečje 2011–2014



Vir: MDS, zbirka podatkov World Economic Outlook.

Opomba: NTG (nastajajoča tržna gospodarstva) se nanaša na nastajajoča tržna gospodarstva in gospodarstva v razvoju, kot jih opredeljuje MDS.

Svetovna trgovina je proti koncu leta 2014 izgubila nekaj zagona in bo predvidoma okrevala dokaj počasi. Obseg svetovnega blagovnega uvoza se je decembra v primerjavi s prejšnjim trimesečnim obdobjem povečal za 1,3%. Svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila, ki je v prejšnjih mesecih upadal, je decembra okreval in se januarja 2015 stabiliziral, kar morda pomeni, da je bila svetovna trgovinska menjava ob prelomu leta bolj odporna. V prihodnjem obdobju se bo svetovna trgovina po pričakovanjih krepila po zelo zmerni stopnji. V zadnjih letih je ciklična šibkost podjetniških naložb, ki imajo navadno visoko uvozno komponento, zavirala rast svetovne trgovine. Obenem so svetovno trgovino prizadeli tudi strukturni dejavniki, saj so podjetja zmanjševala kompleksnost in dolžino svojih dobavnih verig, kar pomeni, da širitev svetovnih vrednostnih verig ne podpira več v tolikšni meri rasti svetovne trgovinske menjave kot v preteklosti. Zaradi tega svetovna trgovina tudi potem, ko bo ciklična šibkost presežena in bodo svetovne naložbe okrevale, verjetno ne bo rasla tako hitro kot v 1990-ih in 2000-ih letih, ko so se velika nastajajoča tržna gospodarstva vključevala v svetovno gospodarstvo in so se priložnosti za svetovno trgovinsko menjavo močno povečale.

Gledano v celoti bo svetovno okrevanje verjetno postopno pridobivalo hitrost. Pa projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2015 se bo svetovna rast realnega BDP (brez euroobmočja) povečala s 3,6% v letu 2014 na okrog 4% v letih 2016 in 2017¹. Rast zunanjega povpraševanje euroobmočja naj bi se z 2,8% v letu 2014 povečala do leta 2017 na 5,1%. V primerjavi s projekcijami iz decembra 2014 so se pričakovanja glede svetovne gospodarske rasti in zunanjega povpraševanja

¹ Glej Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2015, <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

komaj kaj spremeniла. Te napovedi temelijo na pričakovanju, da bodo spodbude za svetovno povpraševanje, ki izhajajo iz nižjih cen nafte, večinoma izravnali manj ugodni obeti v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Tveganja v obetih za gospodarsko aktivnost so še vedno nekoliko usmerjena navzdol.

Čeprav bodo nižje cene nafte morda imele večji vpliv na obete za svetovno gospodarsko rast, kot je pričakovano v marčnih projekcijah strokovnjakov ECB, pa v ZDA trgi še vedno pričakujejo, da se bodo obrestne mere zviševale počasneje, kot je predvideno v najnovejših projekcijah zveznega urada za odprtih trgov FOMC. Kot je predstavljeno v okvirju 1, bodo inflacijski pritiski v ZDA verjetno ostali omejeni. Vseeno je negotovo, kolikšen je obseg prostih zmogljivosti v gospodarstvu in koliko se bodo zaradi večjega povpraševanja zvišale plače in inflacijski pritiski. Če se bo denarna politika normalizirala hitreje, kot trenutno pričakujejo trgi, bi se dojemanje tveganja lahko obrnilo. Na Kitajskem hitra kreditna rast in povečevanje finančnega vzvoda predstavlja tveganje za finančno stabilnost. Obete poslabšujejo tudi geopolitična tveganja, scenarij ponovne zaostritve napetosti med Rusijo in Ukrajino pa bi imel negativne posledice za svetovno gospodarsko rast.

Svetovna inflacija je v zadnjih mesecih upadla, predvsem zaradi zniževanja cen energentov. Medletna inflacija cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD se je znižala in januarja 2015 znašala 0,5%. Obenem je medletna inflacija brez hrane in energentov ostala bolj stabilna (glej graf 4). Med državami nečlanicami OECD se je inflacija na Kitajskem v zadnjih mesecih umirila, saj še vedno vztrajajo vsesplošni dezinflacijski pritiski. Po drugi strani se je inflacija v drugih večjih nastajajočih tržnih gospodarstvih povečala tam, kjer so se zaradi depreciacije valute zvišale uvozne cene in kjer se pomanjkanje kredibilnosti domače denarne politike odraža v vztrajno visokih inflacijskih pričakovanjih.

Svetovna inflacija bo v kratkoročnem obdobju predvidoma ostala nizka, zatem pa bo naraščala zelo postopno. Šibka dinamika cen surovin bo po pričakovanjih prispevala k temu, da bo svetovna inflacija v kratkoročnem obdobju ostala nizka. Zatem se bo zaradi predvidene krepitve svetovne gospodarske aktivnosti obseg prostih zmogljivosti po pričakovanjih zmanjševal. Poleg tega krivulja terminskih cen nafte implicira določeno okrevanje v prihodnjih letih, enako kot tudi terminske cene primarnih surovin razen nafte.

Graf 4: Inflacija v območju OECD

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)

- skupaj
- energenti
- hrana
- brez hrane in energentov



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za januar 2015. Izračun prispevkov temelji na izračunih strokovnjakov ECB.

2 FINANČNA GIBANJA

V decembru 2014 in večino januarja 2015 so na finančna gibanja vplivala predvsem tržna pričakovanja o razširjenem programu nakupa vrednostnih papirjev, ki je bil napovedan po seji Sveta ECB 22. Januarja 2015. Pred napovedjo programa se je donosnost obveznic v euroobmočju zmanjšala pri vseh instrumentih, zapadlostih in izdajateljih ter v številnih primerih dosegla rekordno nizke vrednosti. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic z bonitetom AAA v euroobmočju se je zmanjšala, medtem ko se je donosnost enakovrednih obveznic v ZDA povečala, tako da se je razmak med njima dodatno povečal. Zmanjšala se je tudi donosnost državnih obveznic euroobmočja z nižjimi bonitetami, ki pa je bila bolj volatilna, kar je povezano z negotovostjo glede nadaljnjega dostopa Grčije do finančne pomoči. Po napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev in nato februarja ter marca se je nadaljevalo upadanje donosnosti državnih obveznic v euroobmočju. Poleg tega so se tečaji delnic v euroobmočju precej zvišali. Euro je precej oslabel.

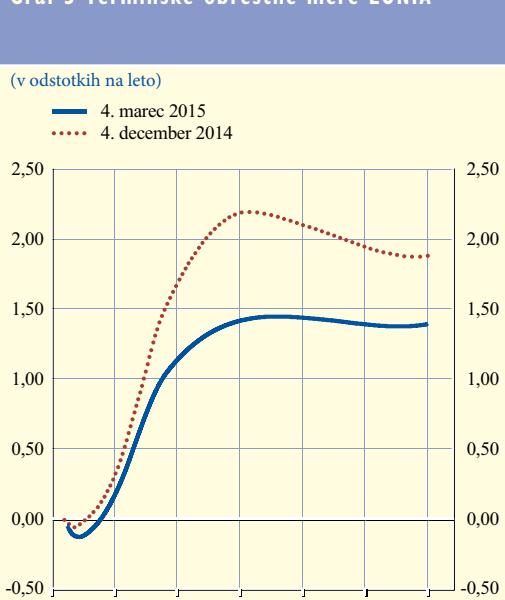
EONIA se je ob večji presežni likvidnosti med začetkom decembra 2014 in začetkom marca 2015 znižala. V tem obdobju je v povprečju znašala $-0,04\%$, kar je okrog 3 bazične točke manj od povprečja v predhodnih treh mesecih. Likvidnostne razmere in operacije denarne politike so podrobnejše obravnavane v okvirju 2.

Zaradi napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev – in pred tem zaradi pričakovanj o napovedi programa – so se v obravnavanem obdobju terminske obrestne mere EONIA precej znižale. Od začetka decembra 2014 do začetka marca 2015 je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA zato postala bolj vbočena in je pri prvih osmih mesecih leta 2016 dosegla najnižjo raven ($-0,15\%$), ki je blizu trenutni obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita ($-0,20\%$) (glej graf 5). Ta gibanja so skladna s pričakovanji udeležencev na trgu, da se bo zaradi napov

edi programa nakupa vrednostnih papirjev presežna likvidnost precej, toda postopno povečala. V primerjavi z začetkom decembra 2014 se je na začetku marca 2015 točka, pri kateri trgi pričakujejo, da se bo EONIA vrnila na pozitivne ravni, pomaknila nazaj za 7 mesecev, in sicer od julija 2017 do februarja 2018. Približno podoben vzorec je bil zabeležen pri prihodnjem gibanju 3-mesečnih obrestnih mer EURIBOR.

Upadla je tudi donosnost državnih obveznic z bonitetom AAA v euroobmočju (glej graf 6). Ker je na donosnost dolgoročnejših državnih obveznic z bonitetom AAA neposredno vplival program nakupa vrednostnih papirjev – nanjo pa je ugodno vplivalo tudi znižanje premij za likvidnostno tveganje – se je donosnost zmanjšala nekoliko bolj kot obrestne mere v obrestnih zamenjavah na EONIA. Zato se je donosnost 10-letnih in 30-letnih državnih obveznic z bonitetom AAA med začetkom decembra in začetkom marca zmanjšala za okrog 50 bazičnih točk in je 4. marca znašala $0,4\%$ oziroma $1,1\%$. Obenem se je

Graf 5 Terminske obrestne mere EONIA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Graf 6 Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)

- euroobmočje (z boniteto AAA)
- ZDA



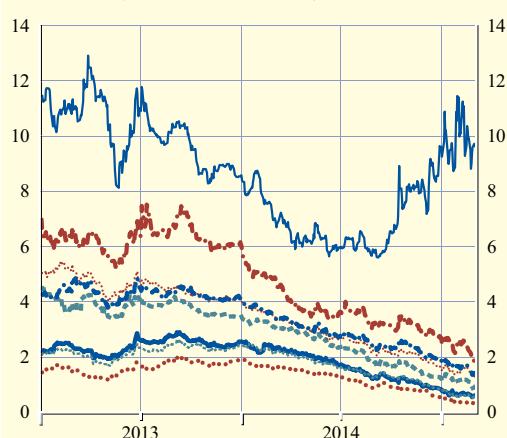
Vir: EuroMTS, ECB, Bloomberg.

Opomba: Donosnost obveznic euroobmočja temelji na podatkih ECB za obveznice z boniteto AAA, ki trenutno vključujejo obveznice Avstrije, Finske, Nemčije in Nizozemske.

Graf 7 Donosnost 10-letnih državnih obveznic v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih na leto)

- | | |
|---------------|----------------|
| — Belgija | Španija |
| Nemčija | Francija |
| — Irska | — Italija |
| — Grčija | — Portugalska |



Vir: Thomson Reuters.

zmanjšala tudi donosnost kratkoročnejših obveznic (2-letnih državnih obveznic z boniteto AAA) in je v nekaterih državah postala negativna.

Zmanjšala se je tudi donosnost državnih obveznic euroobmočja z nižjimi bonitetami (razen grških obveznic), ki pa je bila bolj volatilna. Od začetka decembra 2014 do začetka marca 2015 se je donosnost državnih obveznic z nižjimi bonitetami zmanjšala bolj kot donosnost državnih obveznic z višjimi bonitetami, kar je bilo deloma posledica intenzivnejšega »iskanja donosov« zaradi nizke in upadajoče donosnosti. Čeprav je povečana negotovost glede nadaljnjega dostopa Grčije do financiranja povzročala pritiske na povečanje donosnosti državnih obveznic euroobmočja z nižjimi bonitetami (glej graf 7), je novi dogovor, dosežen v okviru Euroskupine proti koncu februarja 2015, na splošno pomagal omejiti te pritiske. Tako so se od začetka decembra 2014 do začetka marca 2015 razmiki med donosnostjo 10-letnih grških in nemških državnih obveznic povečali za okrog 250 bazičnih točk, medtem ko so enakovredni razmiki med donosnostjo nemških državnih obveznic in državnih obveznic drugih držav euroobmočja ostali stabilni ali so se zmanjšali.

Negotovost na trgu državnih obveznic euroobmočja se je nekoliko povečala, kar je razvidno iz rahlega zvišanja implicitne volatilnosti, izpeljane iz opcij. To bi bilo mogoče pripisati negotovosti glede nadaljnjega dostopa Grčije do financiranja in določeni meri negotovosti glede specifičnih podrobnosti izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev.

Oddaljevanje donosnosti državnih obveznic v euroobmočju in donosnosti državnih obveznic v ZDA se je nadaljevalo. Razmak v donosnosti med obveznicami z boniteto AAA v euroobmočju in ZDA se je med začetkom decembra in začetkom marca povečal ter je na začetku marca znašal okrog 180 bazičnih točk. Povečevati se je začel sredi leta 2013, ta trend pa se je nadaljeval, pri čemer je pred kratkim dosegel navišo raven od začetka serije septembra 2004. Razhajanje v donosnosti je

skladno z vse bolj razširjeno oceno trgov, da sta gospodarstvi v različnem cikličnem položaju, in s tržnimi pričakovanji glede prihodnje denarne politike v obeh območjih.

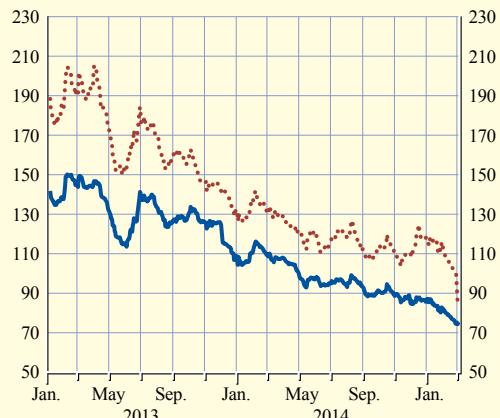
Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic s prvovrstno bonitetno oceno so se še naprej zmanjševali. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic finančnih in nefinančnih izdajateljev so se v zadnjih nekaj mesecih dodatno zmanjšali (glej graf 8) in so bili tako še naprej majhni, tj. blizu ravnem iz obdobja pred začetkom finančne krize. K temu so verjetno prispevala pričakovanja, da bo program nakupa vrednostnih papirjev povzročil učinke uravnovešenja portfeljev in v povezavi s tem intenzivnejše iskanje donosov. Poleg tega je mogoče pričakovati, da bo program nakupa vrednostnih papirjev dodatno zmanjšal stroške financiranja in povečal prihodke podjetij, s čimer se bo zmanjšala ocenjena verjetnost neplačila podjetniških obveznic. Razmiki so se pri finančnih izdajateljih zmanjšali bolj kot pri nefinančnih, kar je bilo verjetno posledica pričakovanj trgov glede napredka, doseženega pri trenutni dokapitalizaciji finančnih institucij v euroobmočju (glej tudi razdelek 5 o denarju in kreditih.). Razmiki v donosnosti listinjenih vrednostnih papirjev z višjimi bonitetami so ostali večinoma stabilni.

Tečaji delnic v euroobmočju so se precej zvišali. Od začetka decembra 2014 do začetka marca 2015 so se zvišali za okrog 13,0%, s čimer so prekosili delniške trge v ZDA in na Japonskem (glej graf 9). Tečaji delnic v euroobmočju so večino vrednosti pridobili takoj po napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev (kar je povzročilo upad pričakovanih prihodnjih stroškov financiranja in tako pozitivno vplivalo na diskontirano vrednost pričakovanega prihodnjega podjetniškega dobička). Proti koncu februarja je k povečanju nagnjenosti k tveganju prispevalo tudi to, da se je Euroskupina dogovorila o podaljšanju programa finančne pomoči Grčiji. Vendar je razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnic euroobmočja še vedno nižje kot v obdobju pred finančno krizo, iz česar je mogoče

Graf 8 Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v eurih brez posebnih premij na donos v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

— nefinančni izdajatelji
... finančni izdajatelji

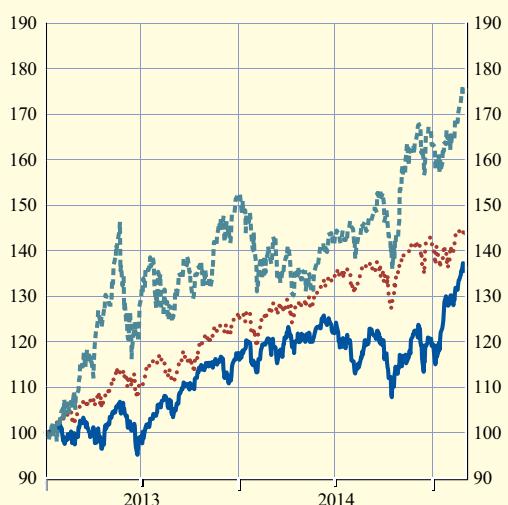


Vira: iBoxx in ECB.

Chart 9 Stock price indices

(1 januar 2013 = 100)

— euroobmočje
... ZDA
--- Japonska



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Indeks Dow Jones EURO STOXX Broad za euroobmočje, indeks Standard & Poor's 500 za ZDA in indeks Nikkei 225 za Japonsko. Zadnji podatki se nanašajo na 4. marec 2015.

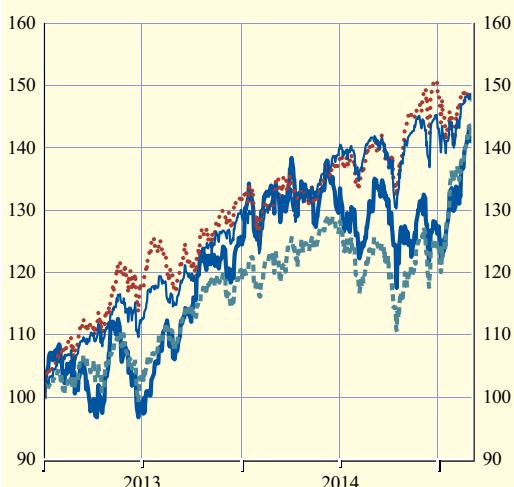
sklepati, da imajo vlagatelji še naprej nekoliko umirjena pričakovanja glede prihodnjega podjetniškega dobička oziroma da še vedno potrebujejo relativno visoko kompenzacijo za tveganje pri vlaganju v lastniške vrednostne papirje. To zlasti velja za finančne delnice, katerih cene so še vedno precej nižje od najvišjih vrednosti, doseženih pred finančno krizo. Negotovost na delniških trgih, merjena z implicitno volatilnostjo, se je v obravnavanem obdobju v euroobmočju in ZDA malenkostno povečala.

Tečaji delnic nefinančnega sektorja so se zvišali bolj kot tečaji delnic finančnega sektorja. Cene finančnih delnic so se od začetka decembra 2014 do začetka marca 2015 povisale za okrog 10%, cene nefinančnih delnic pa za dobrih 14%. Do relativno šibkega gibanja tečajev delnic finančnega sektorja je prihajalo večinoma v obdobju pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev, nato pa so se tečaji delnic obeh sektorjev gibali bolj ali manj vzporedno (glej graf 10).

Graf 10 Delniški indeksi posameznih sektorjev

(1. januar 2013 = 100)

- euro area financial sector
- US financial sector
- - - euro area non-financial sector
- US non-financial sector



Vir: Thomson Reuters.

Opomba: Na podlagi tržnih indeksov iz zbirke Datastream.

Graf 11 Devizni tečaj eura v razmerju do izbranih valut

(1. december 2008 = 100)

- | | |
|------------------------|-------------------|
| — ameriški dolar | — švicarski frank |
| kitajski renminbi | japonski jen |
| - - - britanski funt | - - - EDT-38 |



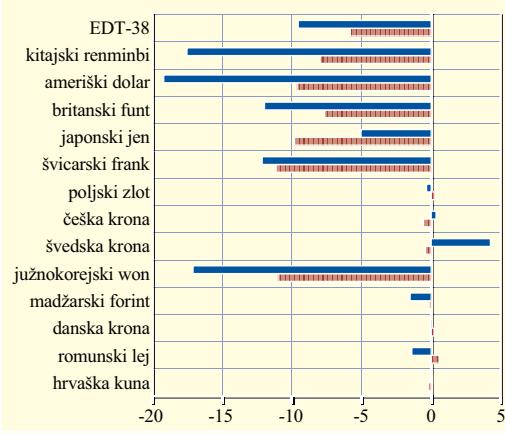
Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 4. marec 2015. EDT-38 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partnerjev euroobmočja.

Graf 12 Spremembe deviznega tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)

- od 4. marca 2014
- od 4. decembra 2014



Vir: ECB.

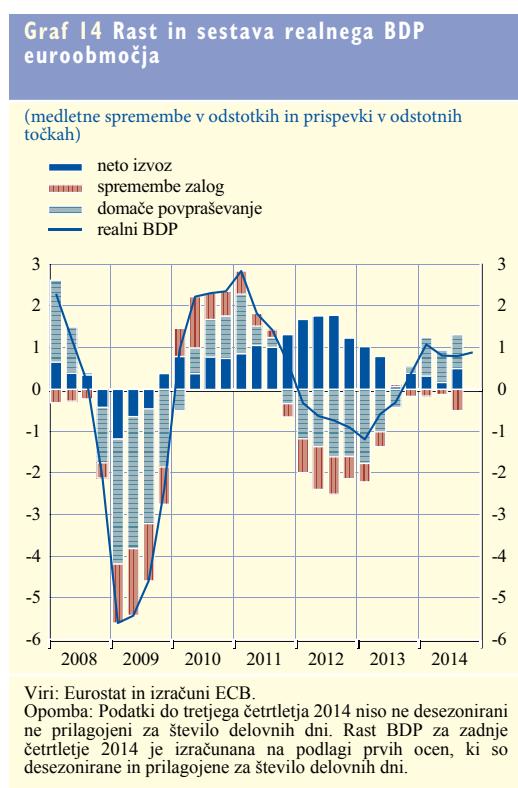
Opomba: Spremembe v odstotkih do 4. marca 2015. EDT-38 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partnerjev euroobmočja.

Efektivni devizni tečaj eura je v zadnjih nekaj mesecih dodatno oslabel. Padanje vrednosti eura, ki se je začelo maja 2014, se je nato nadaljevalo, zlasti pred sejo Sveta ECB januarja 2015, kar je bilo posledica tržnih pričakovanj o skorajšnjih sklepih o denarni politiki. V celoti gledano je bil efektivni devizni tečaj eura na začetku marca za okrog 10% nižji kot leto prej. Novejša gibanja efektivnega deviznega tečaja eura so predstavljena v okvirju 3. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem med decembrom 2014 in začetkom marca 2015 izgubil okrog 10% vrednosti. Euro je precej padel tudi v razmerju do švicarskega franka, potem ko je švicarska centralna banka sredi januarja opustila najnižji ciljni tečaj, določen pri 1,20 švicarskega franka za euro. Z dansko krono se je v tem obdobju še naprej trgovalo blizu centralnega tečaja v ERM II, medtem ko je Danmarks Nationalbank posegla na deviznih trgih in petkrat znižala obrestno mero za potrdila o vlogi. Poleg tega je bilo 30. januarja izdajanje danskih državnih obveznic do nadaljnjega ustavljeni. Euro je precej apreciralo tudi v razmerju do ruskega rublja.

3 GOSPODARSKA AKTIVNOST

Okrevanje gospodarstva v euroobmočju vse od sredine leta 2014 kaže znake postopne krepitve in tudi razmere na trgih dela so se izboljšale. Poleg tega so številni dejavniki v zadnjem času dodatno podprtli gospodarsko aktivnost v euroobmočju. Nižje cene nafte podpirajo rast realnega razpoložljivega dohodka in s tem zasebno potrošnjo. Nedavna depreciacija tečaja eura je spodbudila izvoz. Napovedani razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev bi moral še dodatno pripomoči k olajšanju pogojev financiranja in k povečanju dostopnosti do posojil. Zato je mogoče pričakovati, da se bo gospodarska aktivnost v letu 2015 in pozneje še naprej krepila, in sicer zaradi domačega in zunanjega povpraševanja, čeprav bo brezposelnost verjetno še naprej visoka. Glede na vse to marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB napovedujejo močnejšo rast v euroobmočju v primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema.

Domače povpraševanje se je v drugi polovici leta 2014 okrepilo. Realni BDP se je v zadnjem četrletju medčetrtletno povečal za 0,3%, potem ko je rast v tretjem četrletju 2014 znašala 0,2%. Tako se je realni BDP v euroobmočju po sedmih zaporednih četrletnih rasti v zadnjem četrletju 2014 vrnil na raven iz prvega četrletja 2011, čeprav je za skoraj 2% nižji od ravni tik pred začetkom krize leta 2008 (glej graf 13). Poleg tega je stopnja okrevanja med državami euroobmočja še vedno neenakomerna. V času presečnega datuma za ta ekonomske bilten razčlenitev še ni bila na voljo, toda ekonomski kazalniki in podatki po državah kažejo, da je domače povpraševanje v zadnjem četrletju 2014 še naprej pozitivno prispevalo k rasti. Kot kaže, je bil pozitiven tudi prispevek neto izvoza, saj na izvoz pozitivno vpliva depreciacija eura.



V zadnjih mesecih so se opazno okreplili temelji za okrevanje gospodarstva. Prvič, velik padec cen nafte, na kar močno vpliva ponudba, prispeva k velikemu povečanju realnega razpoložljivega dohodka. Drugič, na domače povpraševanje bosta še dodatno pozitivno vplivala spodbujevalno naravnana denarna politika, ki prinaša izboljšanje finančnih razmer, in ublažitev pogojev kreditiranja. Tretjič, gospodarsko aktivnost v euroobmočju naj bi vse močneje podpirala tudi postopno povečanje zunanjega povpraševanja in depreciacija eura. Poleg tega se dejavniki, kot so šibko svetovno povpraševanje ter prilaganje bilanc v zasebnem in javnem sektorju, ki so prispevali k večletnemu obdobju zelo šibke realne rasti BDP, postopoma iztekajo ter pozitivneje vplivajo na gospodarsko aktivnost v euroobmočju. Zaradi vseh teh razlogov zaupanje potrošnikov in tudi podjetij trenutno dosega ravni, ki so veliko višje od tistih konec leta 2012.

Pozitivna gibanja so razvidna tudi iz marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov

ECB za euroobmočje.¹ Gospodarsko okrejanje v euroobmočju se bo v naslednjih treh letih po napovedih postopno krepilo. K rasti naj bi pozitivno prispevala domače in zunanje povpraševanje. Najnovejši ukrepi denarne politike ECB bi morali kratkoročno in srednjeročno močno podpreti gospodarsko aktivnost, in sicer po več poteh. Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v euroobmočju znašala 1,5% leta 2015, 1,9% leta 2016 in 2,1% leta 2017 (glej graf 15).

Rast potrošnje je proti koncu leta 2014 pridobila zagon. Na rast zasebne potrošnje je leta 2014 močno pozitivno vplivala rast realnega razpoložljivega dohodka, kar je bilo posledica večjega dohodka iz plač in drugega dohodka, manjših potreb po javnofinancni konsolidaciji in nižjih cen nafte. Po 0,5-odstotni četrletni rasti v tretjem četrletju 2014 kratkoročni kazalniki kažejo nadaljnjo razmeroma močno rast v zadnjem četrletju leta. Tako sta se prodaja v trgovini na drobno in tudi število registracij avtomobilov v zadnjem četrletju povečala bolj kot v predhodnem četrletju.

Rast zasebne potrošnje bo po pričakovanjih tudi v prihodnje ključno gonilo okrejanja gospodarske aktivnosti. Na zasebno potrošnjo bi moral še naprej ugodno vplivati pozitivni učinek hitrejše rasti plač ob naraščajoči zaposlenosti. Poleg tega bo zasebno potrošnjo še naprej podpiral pozitivni učinek nižjih cen energentov na realni razpoložljivi dohodek. Vendar bo del privarčevanega dohodka zaradi nižjih cen nafte najprej namenjen varčevanju, kot je razvidno iz predvidene višje stopnje varčevanja gospodinjstev (glej okvir 4). Anketni podatki kažejo nadaljnjo vztrajno dinamiko zasebne potrošnje. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov v

Graf 15 Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 5. marca objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Za število delovnih dni prilagojeni podatki. Razponi, ki so prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Sirina razponov je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje korekcijo za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009.

¹ Glej članek z naslovom „Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje“, ki je bil 5. marca 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

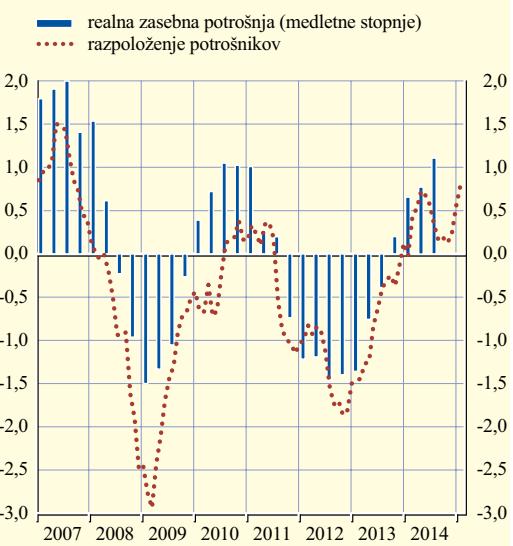
euroobmočju, ki je razmeroma dober pokazatelj trendnih gibanj v zasebni potrošnji, se je januarja in februarja 2015 izrazito zvišal, saj je dosegel predkrizne ravni (glej graf 16).

Investicijski izdatki so v drugi polovici leta 2014 ostali umirjeni. Bruto investicije v osnovna sredstva v euroobmočju so se v tretjem četrletju 2014 zmanjšale ob upadu gradbenih investicij, negradbene investicije pa so ostale stabilne. V zadnjem četrletju 2014 so se skupne investicije četrtnetno verjetno zmerno povečale, kar se kaže v naraščanju proizvodnje investicijskega blaga, rahlem povečanju izkoriščenosti zmogljivosti in večjem zaupanju v sektorju investicijskega blaga. Če si pogledamo gradbene investicije, je obseg gradbenih del večji v primerjavi s tretjim četrtnetjem in se še veča, a je še vedno pod povprečjem, kazalniki zaupanja pa razkrivajo šibko pozitivno rast v zadnjem četrletju.

Leta 2015 se pričakuje ponoven zagon rasti podjetniških investicij. Kazalnik gospodarske klime se je zvišal januarja in februarja ter presegel raven iz prejšnjega četrtnetja, kar morda kaže na pospešen zagon investicij. Približno v skladu z okrevanjem po finančnih krizah v preteklosti je sedanje okrevanje investicij zmerno, ker jih ovirajo vztrajni dejavniki, kot so oslabljene bilance, v številnih delih podjetniškega sektorja in dokaj postopno popuščanje negotovosti, ki je posledica krize. V tretjem četrletju 2014 so bile investicije skoraj za 17% pod najvišjo vrednostjo iz prvega četrtnetja 2008, kar je privedlo do strmega upada deleža investicij v BDP (graf 17). Okrevanje podjetniških investicij naj bi v prihodnje pridobilo zagon, in sicer zaradi okrepljenega zunanjega in širšega domačega povpraševanja, potrebe po posodobitvi osnovnega kapitala po več letih upočasnjene investicijske aktivnosti, zelo ugodnih pogojev financiranja, šibkejšega tečaja eura in postopne krepitve profitnih marž.

Pri gradbenih investicijah je mogoče pričakovati zmerno okrejanje od leta 2015 naprej, in sicer ob podpori zelo nizkih hipotekarnih obrestnih mer, ublažitve pogojev financiranja, večjih posojil gospodinjstvom in vse večje rasti razpoložljivega dohodka. Stanovanjske investicije bo sčasoma podprla tudi manjša nujnost prilagoditev na stanovanjskem trgu v nekaterih državah.

Graf 16 Zasebna potrošnja in zaupanje potrošnikov v euroobmočju



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Graf 17 Delež investicij v BDP v euroobmočju



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Prispevek neto izvoza k rasti BDP bo predvidoma zmerno pozitiven, saj izvoz podpirata svetovno povpraševanje in padanje tečaj eura. Izvoz blaga in storitev euroobmočja se je v tretjem četrtletju 2014 četrtletno povečal za 1,3%. V zadnjem četrtletju 2014 se je izvoz v ZDA, na Kitajsko in v druga azijska gospodarstva še povečal, izvoz v evropske države zunaj euroobmočja in v Latinsko Ameriko pa je bil umirjen. Izvoz euroobmočja bo predvidoma naraščal tudi leta 2015 in pozneje ob podpori postopne krepitev svetovnega povpraševanja in depreciacije efektivnega tečaja eura. Uvoz euroobmočja se bo predvidoma v začetku leta 2015 še povečal in srednjeročno še dodatno okrepil v skladu z okrejanjem domačega povpraševanja. Tako bo neto izvoz le zmerno prispeval k rasti realnega BDP v obdobju projekcij.

Nekateri dejavniki še naprej ovirajo močnejše okrejanje celotne gospodarske aktivnosti. Sedanje prestrukturiranje bilanc v različnih sektorjih bo še naprej zmanjševalo domače povpraševanje. Vztrajna nujnost prilagoditev na stanovanjskih trgih, kar se vidi tudi v nadaljnjem padanju cen stanovanj v več državah, v teh državah euroobmočja zavira stanovanjsko gradnjo. Poleg tega bodo na okrejanje še naprej vplivali vse manjša vendar vztrajna negotovost zaradi evropske državne dolžniške krize in geopolitični dejavniki. Podaljšano obdobje šibke rasti v euroobmočju v zadnjih letih je povezano z odpravljanjem makroekonomskih neravnovesij v številnih državah. V tem kontekstu okvir 5 predstavlja rezultate pregleda iz leta 2015 v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnovesnimi dejavnimi.

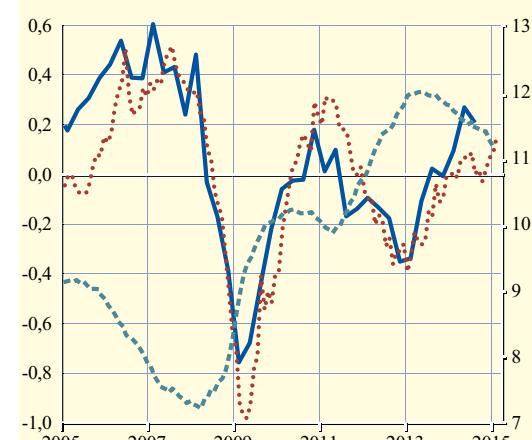
Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, so na strani nižje rasti, vendar so se po nedavnih sklepih denarne politike in padcu cen nafte zmanjšala. Tveganja nižje rasti vključujejo nadaljnje povečanje geopolitičnih napetosti in obnovljene napetosti na trgih državnih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju. Tveganja na strani nižje rasti le deloma odtehtajo navzgor usmerjena tveganja, ki so povezana z večjim učinkom, ki ga imajo strukturne reforme in načrtovane investicije EU na gospodarsko aktivnost.

Razmere na trgu dela v euroobmočju se postopoma izboljšujejo. Število zaposlenih (glej graf 18) se je v tretjem četrtletju 2014 četrtletno povečalo za 0,2% (zadnje obdobje, za katerega so na voljo podatki), kar zaznamuje tretje zaporedno četrtletje rasti. Povečanje odraža vztrajno rast v storitvenih dejavnostih (zlasti tržnih) ter novejše znake stabilizacije v industriji in gradbeništvu. V gradbenem sektorju je zmerna rast števila zaposlenih v tretjem četrtletju posledica prve pozitivne medčetrtletne rasti zaposlenosti od tretjega četrtletja 2007. Na ravni držav je na rast zaposlenosti poleg pozitivnih gibanj na trgu dela v Nemčiji v veliki meri vplivalo izboljšanje v državah, kjer so stopnje brezposelnosti trenutno visoke, na primer v Španiji, na Portugalskem in v Grčiji. V tretjem četrtletju 2014 se je medčetrtletno povečalo tudi skupno število opravljenih delovnih ur (za 0,4%), spet nekoliko hitreje kot v predhodnih četrtletjih, potem ko je po

Graf 18 Zaposlenost v euroobmočju, pričakovano zaposlovanje in brezposelnost

(medčetrtletna rast; indeks; odstotek delovne sile)

- zaposlenost (lestvica na lev strani)
- pričakovano zaposlovanje po PMI (lestvica na lev strani)
- - - stopnja brezposelnosti (lestvica na desni strani)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opomba: Indeks vodilj nabave (PMI) je prikazan kot odstopanje od 50, deljeno z 10.

zadnji recesiji v euroobmočju prišlo do odboja. Rezultati anket so še vedno nizki, toda kljub temu napovedujejo nadaljnje izboljšanje zaposlenosti v začetku leta. Kazalniki prihodnjih gibanj ravno tako kažejo nadaljnje izboljšanje razmer na trgu dela.

Visoke stopnje brezposelnosti se še naprej postopoma znižujejo. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je januarja 2015 znašala 11,2%, kar je bilo že za 0,6 odstotne točke manj kot leto prej, a še vedno za 1,3 odstotne točke nad najnižjo vrednostjo iz aprila 2011 in za 4,0 odstotne točke nad najnižjo predkrizno vrednostjo. Kljub temu je nadaljnje znižanje stopnje brezposelnosti zdaj zabeleženo v vseh skupinah (mladi, odrasli, moški in ženske) in v večini gospodarstev euroobmočja, čeprav ostajajo velike razlike.

Po pričakovanjih se bodo razmere na trgih dela v euroobmočju kratkoročno in srednjeročno še izboljšale. Čeprav je nedavno povečanje rasti zaposlenosti večje, kot bi lahko pričakovali na podlagi zgodovinske dinamike, v naslednjih četrtnjih lahko pričakujemo še večjo rast zaposlenosti zaradi krepitve gospodarskega okrevanja, kar kaže na pozitivne učinke strukturnih reform v državah, ki jih je kriza močno prizadela. Stopnja brezposelnosti se bo tako v euroobmočju verjetno še znižala, ko se bo gospodarsko okrevanje razmahnilo.

4 CENE IN STROŠKI

K daljšemu obdobju zniževanja inflacije so po letu 2011 prispevali svetovni in domači dejavniki, pri čemer je bil nedaven strm upad cen naftne glavni razlog, da je inflacija v zadnjih mesecih postala negativna. Na podlagi trenutnih cen naftnih terminskih pogodb bo medletna inflacija po pričakovanjih v prihodnjih mesecih ostala negativna ali na zelo nizkih ravneh. Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo inflacija v letu 2015 v povprečju znašala 0,0%, nato pa naj bi se v letu 2016 precej dvignila na 1,5% in v letu 2017 na 1,8%. Brez hrane in energentov naj bi se inflacija leta 2015 zvišala na 0,8%, leta 2016 na 1,3% in leta 2017 na 1,7%. Novejši ukrepi denarne politike bodo predvidoma prispevali k zvišanju inflacije v obdobju projekcij ter podprtli zasidranje inflacijskih pričakovanj. Tveganja glede cenovnih gibanj v srednjeročnem obdobju se bodo natančno spremljala, pri čemer bo poseben poudarek namenjen prenosu ukrepov denarne politike, geopolitičnim dogajanjem ter gibanjem tečaja in cen energentov.

Dejanska inflacija je bila v zadnjih mesecih precej nižja od predvidene v decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje. Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, februarja 2015 dosegla -0,3%, potem ko je januarja znašala -0,6%, decembra 2014 pa -0,2% (glej graf 19). Nižje vrednosti od pričakovanih so bile predvsem posledica manjšega prispevka cen energentov, saj so cene naftne od sredine novembra do presečnega datuma v decembrskih projekcijah, ki so upoštevale cene naftnih terminskih pogodb v tistem času, strmo upadle (glej graf 20).

Graf 19 Inflacija, merjena s HICP, ter inflacija brez hrane in energentov v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)

- HICP
- HICP brez hrane in energentov
- ▲ inflacija po marčnih makroekonomskih projekcijah ECB
- inflacija brez hrane in energentov po marčnih makroekonomskih projekcijah ECB

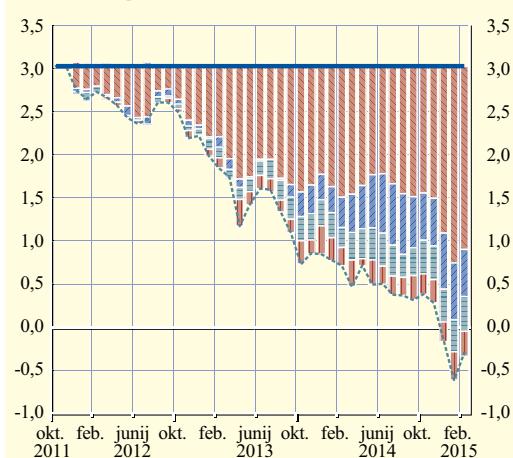


Opomba: Zadnji podatki o HICP ter o HICP brez hrane in energentov se nanašajo na februar 2015 (prva ocena). Projekcije se nanašajo na letno povprečje za leta 2015, 2016 in 2017, kot izhaja iz članka z naslovom »Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 5. marca 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 20 Gibanje inflacije od oktobra 2011

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- skupni indeks – bazno obdobje (oktober 2011)
- storitve
- ▬ industrijsko blago razen energentov
- ▬ hrana
- ▬ energenti
- skupni indeks



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2015 (prva ocena). Graf kaže prispevke komponent k znižanju skupne inflacije v odstotnih točkah od zadnje najvišje vrednosti inflacije v oktobru 2011.

Inflacija brez emergentov in hrane je bila še naprej približno nespremenjena. Nizko raven osnovne inflacije je mogoče pripisati kombinaciji dejavnikov, med katerimi so zapozneli učinek močne apreciacije eura do maja 2014, proces relativnega prilagajanja cen v nekaterih državah euroobmočja ter vztrajno šibko povpraševanje potrošnikov in šibka moč podjetij pri oblikovanju cen. Poleg tega so pritiske na zmanjšanje inflacije brez emergentov in hrane ustvarjale tudi nižje cene nafte in drugih primarnih surovin, saj so se nižji lastni stroški prenašali vzdolž cenovne verige.¹

Novejša gibanja inflacije so pod vplivom neposrednih učinkov, ki izhajajo iz znižanja cen nafte (glej graf 20). Novejše znižanje cen nafte se je najverjetneje v veliki meri preneslo na cene tekočih goriv brez davka. K nedavno negativni dejanski inflaciji so dodatno prispevali tudi drugi značilni neposredni učinki, na primer prek cen električne energije in plina.

Pod navzdol usmerjenimi pritiski so bile še naprej tudi cene hrane. V zadnjih mesecih je medletna stopnja rasti cen nepredelane hrane postala še bolj negativna, medtem ko se je rast cen predelane hrane še bolj umirila. Takšna gibanja so deloma posledica posrednih učinkov, ki izhajajo iz upada cen kmetijskih in drugih primarnih surovin ter se prenašajo vzdolž proizvodne in cenovne verige.

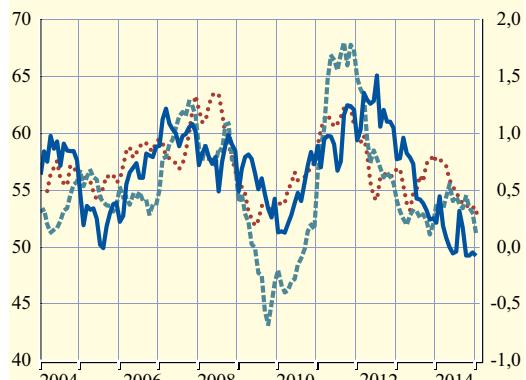
Cene industrijskega blaga razen emergentov še vedno slabita zapoznel vpliv apreciacije eura do maja 2014 ter upad mednarodnih cen primarnih surovin. Treba je opozoriti, da so številne postavke v tej skupini, kot so računalniki in električni aparati, bodisi uvoženi bodisi imajo velik delež uvoza. Pritiski na zmanjšanje cen industrijskega blaga razen emergentov izhajajo tudi iz nižjih mednarodnih cen nafte, saj je energija pomemben stroškovni dejavnik pri proizvodnji takšnih artiklov. Na gibanje inflacije pri teh proizvodih poleg bolj cikličnih dejavnikov verjetno delujejo tudi strukturni vplivi. Okvir 6 obravnava potencialen zaviralen učinek e-poslovanja na inflacijo.

Pritiski iz proizvodne verige na postavke industrijskega blaga razen emergentov so ostali umirjeni. Rast cen proizvodov za široko porabo, ki ponavadi predhaja rast cen industrijskega blaga razen emergentov za približno šest do 12 mesecev, je januarja 2015 ostala nizka. Poleg tega so se anketni podatki o lastnih cenah v trgovini na drobno z neživilskimi proizvodi januarja 2015 še naprej zniževali (glej graf 21). Po eni strani je bila v zgodnejših fazah cenovne verige medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo pozitivna drugi mesec zapored kot posledica depreciacije eura. Po drugi strani pa so ostale cene proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih ter eurske cene surove nafte in drugih surovin na umirjeni ravni.

Graf 21 Pritiski proizvodnih stroškov v poznejših fazah cenovne verige pri cenah industrijskega blaga razen emergentov

(medletne spremembe v odstotkih)

- HICP – industrijsko blago razen emergentov (lestvica na desni strani)
- indeks vodilj nabave (PMI) – lastni stroški v trgovini na drobno z neživili (lestvica na levi strani)
- indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih – neživilski proizvodi za široko porabo (lestvica na desni strani)



Vir: Markit, Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2015.

¹ Podrobnejša razprava o posrednih učinkih je v okvirju z naslovom »Posredni učinki gibanja cen nafte na inflacijo v euroobmočju«, *Mesečni biltenc*, ECB, december 2014.

Šibka gibanja stroškov dela so omejevala cenovne pritiske v skupini storitev. Ker stroški dela ponavadi predstavljajo dokaj velik delež skupnih stroškov v storitvenem sektorju, je upočasnjena rast plač prispevala k temu, da je rast cen storitev ostala na nizki, vendar približno nespremenjeni ravni (glej graf 22). Šibko rast plač in cen storitev je mogoče pripisati številnim dejavnikom. Lahko je predvsem posledica velikega obsega neizkoriščenega potenciala v gospodarstvu in na trgu dela v euroobmočju. Poleg tega so posredni učinki nižjih cen nafte nedavno prispevali k zmanjšanju cen prevoznih storitev, na primer v letalskem prometu, kjer so goriva pomemben stroškovni dejavnik. To lahko kaže tudi na višjo prožnost plač in cen v nekaterih državah euroobmočja zaradi strukturnih reform na trgu dela in trgu proizvodov v zadnjih letih (glej graf 23).

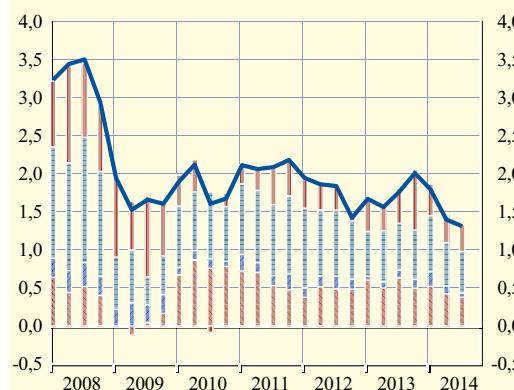
Treba je spremljati možnost nastanka sekundarnih učinkov, ki izhajajo iz nižjih cen nafte. Po eni strani bi lahko večja fleksibilnost plač pomenila, da je vsakršen popravek navzdol izrazitejši. Po drugi strani pa bi lahko precejšnje zmanjšanje samodejne indeksacije plač pomenilo, da je popravek rasti plač navzdol manj izrazit kot prej. Poleg tega je v številnih državah še vedno prisotna togost nominalnih plač, zaradi česar je težje znižati plače v absolutnem smislu.

Anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj nakazujejo, da se bo inflacija postopno vrnila na ravni bližje 2% (glej graf 24). Po nedavnem padcu cen nafte so se inflacijska pričakovanja na podlagi anket pri krajših ročnostih znatno znižala. Znižanje dolgoročnih anketnih inflacijskih pričakovanj pa je bilo precej manj izrazito kot znižanje inflacijskih pričakovanj na podlagi tržnih meril. Kot kaže, so se inflacijska pričakovanja na splošno znižala zaradi nizke dejanske inflacije v okolju vse nižjih cen nafte in drugih primarnih surovin ter šibke gospodarske rasti.

Graf 22 Sredstva za zaposlene po sektorjih v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- skupaj
- netržne storitve
- tržne storitve
- gradbeništvo
- industrija (brez gradbeništva)



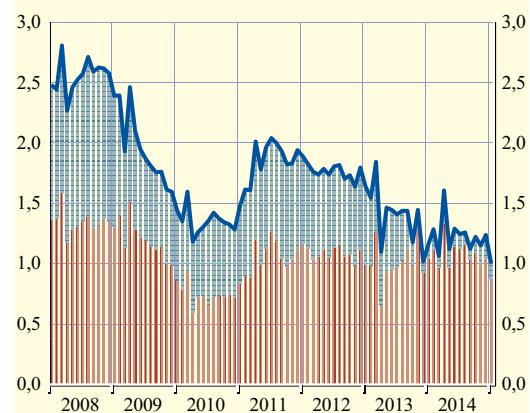
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na Euro 18. »Netržne storitve« zajemajo dejavnosti države in zasebnih neprofitnih institucij na področjih, kose so splošne javne storitve, izobraževanje ali zdravje. »Tržne storitve« so opredeljene kot preostala razlika v skupnih storitvah. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2014.

Graf 23 Rast cen storitev v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- rast cen storitev
- države, ki so ali so bile v stiski
- druge države

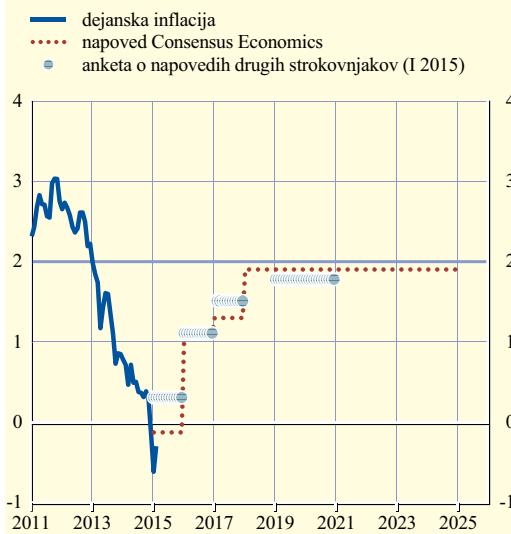


Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2015.

Graf 24 Anketna merila inflacijskih pričakovanj

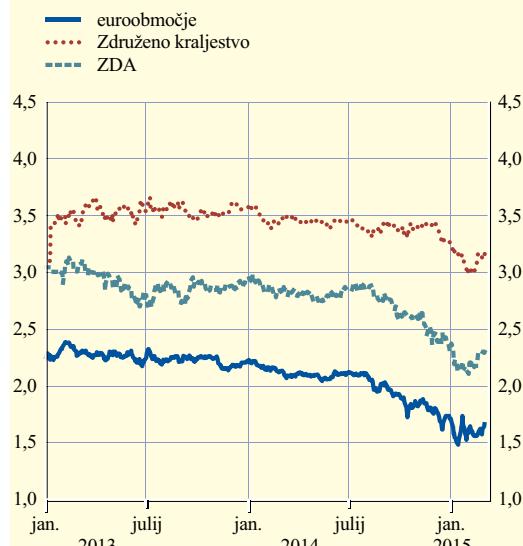
(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov in izračuni ECB.
Opomba: Napovedi Consensus Economics so bile objavljene februarja 2015 za leti 2015 in 2016 ter oktobra 2014 za preostalo napovedovalno obdobje.

Graf 25 Petletne obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Thomson Reuters.
Opomba: Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo za Združeno kraljestvo so vezane na britanski indeks cen na drobno. zadnji podatki se nanašajo na 3. marec 2015.

Tržna merila inflacijskih pričakovanj so se znižala bolj kot anketna merila. Razmeroma nizka raven inflacijskih pričakovanj na podlagi tržnih meril je deloma rezultat negativnih premij za inflacijsko tveganje. Negativna premija za inflacijsko tveganje pomeni, da so obrestne mere v zamenjavah na inflacijo in izvedene stopnje inflacije nižje od prihodnje ravni inflacije, kot jo dejansko pričakujejo udeleženci na trgu. Do takšne situacije lahko pride, če tržni udeleženci pričakujejo, da bo scenarij nižje inflacije bolj verjeten od scenarija višje inflacije. Zaradi tega se poveča zanimanje tržnih udeležencev za nominalne obveznice za razliko od inflacijsko indeksiranega finančnega premoženja, saj je realna donosnost nominalnih obveznic v takšnem scenariju razmeroma ugodna. Znižanje dolgoročnih inflacijskih pričakovanj na podlagi tržnih meril je bilo v zadnjih mesecih opaženo tudi v ZDA in Združenem kraljestvu (glej graf 25) ter je najverjetneje posledica svetovnega povečanja negativnih premij za inflacijsko tveganje.

V prihodnje bo po projekcijah inflacija v letu 2015 v povprečju znašala 0,0%, nato pa naj bi se v letu 2016 precej dvignila in v letu 2017 še nekoliko bolj. Na podlagi informacij, ki so bile na voljo sredi februarja, marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje predvidevajo, da se bo skupna inflacija, merjena s HICP, zvišala z 0,4% v prvem četrtletju 2015 na 1,9% v zadnjem četrtletju 2017, oziroma da bo v povprečju znašala 0,0% v letu 2015, 1,5% v letu 2016 in 1,8% v letu 2017 (glej graf 26). Napovedano zvišanje skupne inflacije naj bi bilo posledica pričakovanega preobrata cen energentov, kot ga nakazuje navzgor usmerjena krivulja cen naftnih terminskih pogodb, šibkejšega efektivnega tečaja eura ter precejšnje okrepitev domačih stroškovnih pritiskov, ko bo gospodarstvo okrevalo, negativna proizvodna vrzel pa se bo hitro zapirala.

Z izboljševanjem razmer na trgu dela in zmanjševanjem neizkoriščenega gospodarskega potenciala se bodo domači cenovni pritiski v obdobju projekcij povečali. Sedanja rast zaposlenosti in določeno znižanje stopnje brezposelnosti bosta predvidoma spodbujala postopno krepitev rasti sredstev za zaposlene, pri čemer bo še višje povečanje preprečevalo nadaljnje prilagajanje stroškovne konkurenčnosti v nekaterih državah euroobmočja. Medtem ko se bo rast sredstev za zaposlene povečevala, ciklična krepitev produktivnosti pomeni, da bo rast stroškov dela na enoto proizvoda v naslednjih dve letih stagnirala. V letu 2017 bo rast sredstev za zaposlene po projekcijah rahlo presegla rast produktivnosti glede na to, da se v nekaterih državah pričakuje dohitevanje plač zaradi sedanjega gospodarskega okrevanja po več letih plačnega omejevanja. Po zmanjšanju v letu 2015 se bodo profitne marže v preostalem obdobju projekcij predvidoma zvišale, ko se bo produktivnost znatno povečala in gospodarska aktivnost okrepila.

Graf 26 Inflacija v euroobmočju (skupaj s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 5. marca objavljen na spletnem mestu ECB.

Opomba: Razponi okrog osrednjih projekcij temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Sirina 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.

Nestandardni ukrepi denarne politike bodo predvidoma prispevali k zvišanju inflacije v obdobju projekcij prek domačih in tudi zunanjih cenovnih pritiskov. Ugoden vpliv nedavnih nestandardnih ukrepov denarne politike na realno rast BDP ter posledično hitrejše zapiranje proizvodne vrzeli naj bi omogočila rast profitnih marž in plač. Učinek teh ukrepov na znižanje tečaja eura predstavlja dodatne zunanje cenovne pritiske prek kanala deviznega tečaja. Poleg tega naj bi pozitiven vpliv na zaupanje, ki izhaja iz teh ukrepov, pomagal stabilizirati inflacijska pričakovanja.

Svet ECB je napovedal, da bo natančno spremljal tveganja glede cenovnih obetov v srednjeročnem obdobju. Pri tem bo posebno pozornost namenjal prenosu ukrepov denarne politike, geopolitičnim dogajanjem ter gibanjem deviznega tečaja in cen emergentov.

5 DENAR IN KREDITI

Medletna rast širokega denarnega agregata (M3) se je še bolj okrepila, vendar ostaja umirjena. Obenem se je medletna rast posojil povečala, kar potrjuje preobrat dinamike posojil na začetku leta 2014. Omejitve v ponudbi posojil se postopoma zmanjšujejo, povpraševanje po posojilih pa se izboljšuje. Novejša gibanja na splošno kažejo, da ukrepi denarne politike ECB prispevajo k ponovni vzpostavitevi pravilnega delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike ter k ublažitvi bančnih posojilnih pogojev.

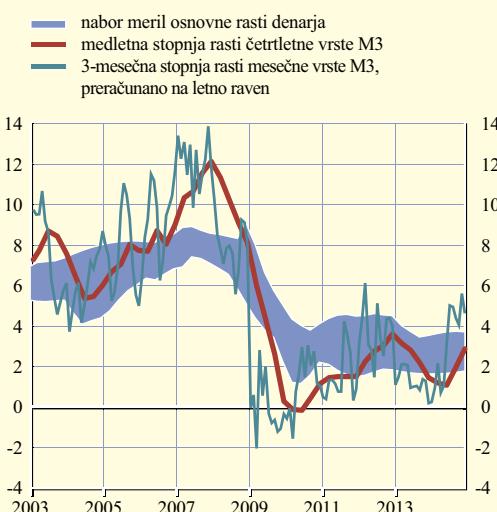
V okolju zelo nizkih obrestnih merah se je dinamika denarja in posojil še izboljšala. Denarni kazalniki kažejo določena pozitivna gibanja v primerjavi s tretjim četrletjem 2014. To je opazno tudi v ponudbi bančnih kreditov in v povpraševanju. Vseeno je rast posojil nefinančnim družbam euroobmočja glede na pretekle vrednosti še vedno nizka, fragmentacija posojilnih obrestnih mer bank pa je prisotna v celotnem euroobmočju.

Zadnji podatki kažejo, da se je rast agregata M3 povečala, čeprav je še vedno nizka. Medletna stopnja rasti agregata M3 se je v zadnjem četrletju 2014 povečala na 2,9% in v januarju 2015 na 4,1% glede na 2,0% v tretjem četrletju in najnižjo 0,8-odstotno raven v aprili 2014 (glej graf 27). Medletno rast agregata M3 še vedno poganjajo najbolj likvidne komponente, saj je močna rast ožjega denarnega agregata M1 v zadnjem četrletju 2014 medletno dosegla 6,7%, januarja 2015 pa 9,0% (v primerjavi s 5,7% v tretjem četrletju).

Nedenarni sektorji se osredotočajo na vloge čez noč. Okolje zelo nizkih obrestnih mer še vedno spodbuja nedenarne sektorje, da vlagajo v vloge čez noč v okviru agregata M3. Na agregat M1 je pozitivno vplivala visoka rast vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb (glej graf

Graf 27 M3 in osnovna rast M3

(medletne spremembe v odstotkih)

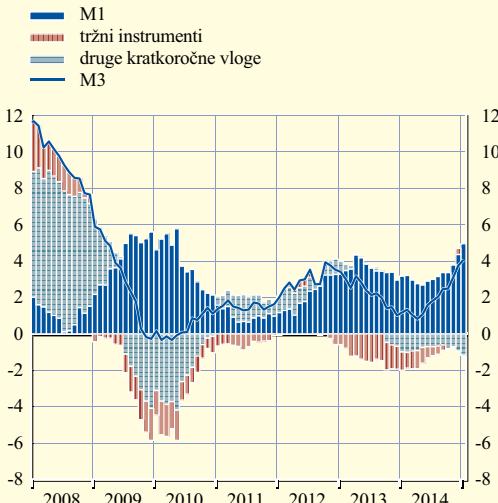


Vir: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Nabor meril osnovne rasti denarja vključuje univariantni in multivariantni filter rasti denarja, merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela za velik sklop denarnih spremenljivk, merilo ciklično prilagojene rasti M3 na podlagi Bayesovega vektorskega avtoregresivnega modela in merilo izvzetja (ocena vlog gospodinjstev v agregatu M3).

Graf 28 M3 in komponente

(prispevki k medletni rasti M3 v odstotkih; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.

28). Usmerjanje nedenarnega sektorja k najbolj likvidnemu finančnemu premoženju, zlasti k vlogam čez noč, kaže, da ta še naprej kopiči rezerve gotovine. Nizke stopnje obrestovanja manj likvidnih denarnih sredstev (ki se še znižujejo) so pripomogle k sedanjemu zmanjševanju kratkoročnih vlog razen vlog čez noč. Stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), ki sorazmerno malo vplivajo na agregat M3, je bila manj negativna in je konec zadnjega četrtletja 2014 postala pozitivna. Imetja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale denarne finančne institucije (DFI), so se do zadnjega četrtletja 2014 zmanjševala, ob prelому leta pa je postala medletna stopnja rasti pozitivna.

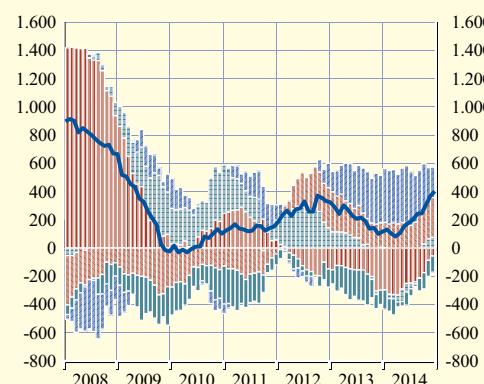
Transakcije s tujino še naprej podpirajo rast širokega denarja. Ocena protipostavk agregata M3 (glej graf 29) kaže, da sta dinamiko podpirala zlasti neto tuja aktiva in umik iz dolgoročnejših finančnih obveznosti, pozitiven dejavnik pa je bil tudi preobrat v posojilni dinamiki. Po vrhuncu sredi leta 2014 se je v zadnjem četrtletju 2014 prispevek neto tuje aktive sektorja DFI precej umiril, vendar je ostal pozitiven ob precejšnji podpori presežka tekočega računa. Umiritev je bila verjetno posledica tržnih pričakovanj, da bodo donosi finančnega premoženja euroobmočja v prihodnje nižji, zlasti med mednarodnimi vlagatelji. Rast širokega denarja je podprt tudi nadaljnje znižanje medletne stopnje rasti dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (brez kapitala in rezerv) do nedenarnega sektorja, ki je v zadnjem četrtletju 2014 znašala -4,8% in v januarju 2015 -5,7%, potem ko je v tretjem četrtletju znašala -3,4%.

Banke so v zadnjem četrtletju 2014 prvič po sredini leta 2012 razširile svojo bilanco stanja (glej graf 30). Od konca leta 2011 do aprila 2014 se je bilančna vsota bank zaradi razdolževanja zmanjšala za okoli 6%. Zaradi procesa razdolževanja so DFI zmanjšale posojanje zasebnemu

Graf 29 Protipostavke agregata M3

(letni tokovi; v milijardah EUR; desezonirano in koledarsko prilagojeno)

- M3
- krediti zasebnemu sektorju (1)
- krediti širše opredeljeni državi (2)
- neto tuja aktiva (3)
- dolgoročnejše finančne obveznosti (razen kapitala in rezerv) (4)
- druge protipostavke (vključno s kapitalom in rezervami) (5)



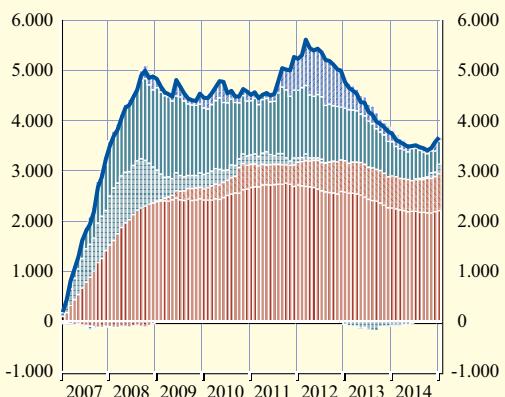
Vir: ECB.

Opombe: M3 je prikazan le kot referenca ($M3 = 1+2+3-4+5$). Dolgoročnejše finančne obveznosti (razen kapitala in rezerv) so prikazane z nasprotnim predznakom, ker so to obveznosti sektorja DFI.

Graf 30 Glavna sredstva DFI euroobmočja

(v milijardah EUR; skupni tokovi od leta 2007; desezonirano)

- skupaj
- krediti zasebnemu sektorju
- tuja aktiva
- terjatve do Eurosistema
- krediti širše opredeljeni državi
- druge terjatve DFI



Vir: ECB.

Opombe: Sektor denarnih finančnih institucij, razen Eurosistema. Skupni podatki se nanašajo na glavna sredstva DFI, kar pomeni, da nekatere kategorije finančnega premoženja niso vključene.

sektorju. To je bil odziv na obdobje močne rasti bančnih bilanc: od leta 2005 do leta 2012 se je bilančna vsota denarnih finančnih institucij precej povečala in dosegla rekordno vrednost v višini 33,7 bilijona EUR (tj. 3,55-kratnik BDP euroobmočja), kar pomeni povečanje za več kot 60 odstotnih točk BDP.

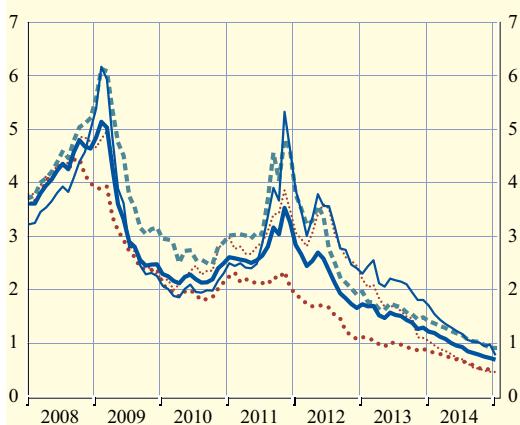
V bančnem sektorju se je v zadnjem četrletju 2014 nadaljeval proces prilagajanja.

Rezultati celovite ocene bank euroobmočja, ki jo je pripravila ECB (objavljena oktobra 2014), so pokazali, da so si banke precej prizadevale za okrepitev bilance. Banke so deloma izboljšale svoje kapitalske količnike z višjim izdajanjem lastniških instrumentov, pa tudi z razdolževanjem in strožjimi posojilnimi pogoji (strožji kreditni standardi, višji pribitki na posojila). Poudarek na prilagajanju bilanc in nedaven izrazit napredek na področju kapitalskih količnikov bank sta pomagala vzpostaviti razmere za vzdržno izboljšanje posojilnega kanala v transmisiji denarne politike. Kljub temu dobičkonosnost bank ostaja šibka, kar bi lahko omejilo posojilno zmožnost bank, če bi se povpraševanje izraziteje okreplilo oziroma bi se oslabil prenos nižjih stroškov bančnega financiranja na posojilne obrestne mere.

Graf 31 Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



Vir: ECB, Merrill Lynch Global Index in izračuni ECB.
Opombe: Povprečje obrestnih mer za nove vloge in stroškov tržnega dolžniškega financiranja, tehtano z njihovim stanjem.

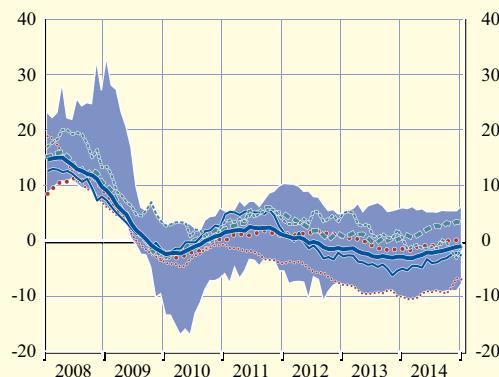
Stroški bančnega financiranja so se v zadnjem četrletju 2014 še naprej izboljševali. Zniževanje stroškov financiranja za banke je povezano s svežnjem ukrepov za izboljšanje kreditnih razmer (ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja, tretji program nakupa kritih obveznic in program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev). Ugodni pogoji bančnega financiranja se kažejo v donosnosti nezavarovanih bančnih obveznic, ki se je v zadnjem četrletju 2014 zmanjšala na rekordno nizke ravni (glej graf 31) in januarja 2015 v povprečju dosegla 0,69%. Stroški sprejemanja bančnih vlog so se še zmanjšali, vendar še ni videti splošnega premika v negativno območje zaradi negativne obrestne mere ECB v odprtih ponudbi mejnega depozita. Gledano v celoti se skupni stroški bančnega financiranja zmanjšujejo zaradi neto odkupov dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI. Umirjeno izdajanje dolžniških instrumentov je bilo verjetno posledica gibanj na strani ponudbe, ker so banke konsolidirale svoje bilance in izkoristile ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja ECB. Januarja 2015 je anketa o bančnih posojilih v euroobmočju (glej anketo na spletni strani www.ecb.europa.eu/stats/) pokazala, da se je dostop bank do financiranja izboljšal pri vseh glavnih tržnih instrumentih. Pri tem je bil vpliv najugodnejši na nove izdaje dolžniških vrednostnih papirjev, banke pa so poročale tudi o majhni neto zaostritvi dostopa do dolgoročnih vlog in drugih instrumentov financiranja prek vlog komitentov.

Zadnji podatki potrjujejo preobrat v posojilni dinamiki v prvem četrletju 2015. Zmanjševanje bančnih posojil zasebnemu sektorju se je še umirilo. Medletna stopnja rasti kreditov DFI zasebnemu sektorju, prilagojena za prodajo in listinjenje, je v zadnjem četrletju 2014 (-0,3%, v primerjavi z -0,9% v tretjem četrletju) in januarja 2015 (0,5%) še naprej okrevala. Še naprej se je umirjalo

Graf 32 Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

| | |
|-------------|------------------|
| euroobmočje | Španija |
| Nemčija | Nizozemska |
| Francija | razpršitev držav |
| Italija | |



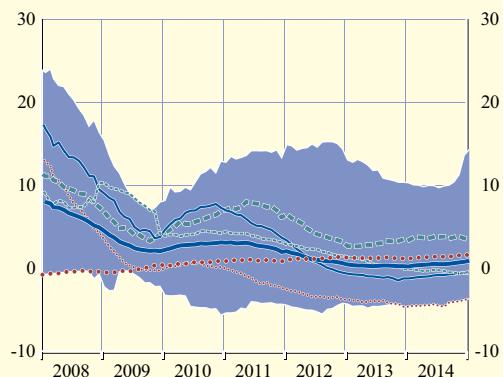
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razpršitev držav je izračunana kot minimum/maksimum v fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Tokovi so prilagojeni za prodajo in listinjenje posojil od januarja 2009.

Graf 33 Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

| | |
|-------------|------------------|
| euroobmočje | Španija |
| Nemčija | Nizozemska |
| Francija | razpršitev držav |
| Italija | |



Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razpršitev držav je izračunana kot minimum/maksimum v fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Tokovi so prilagojeni za prodajo in listinjenje posojil od januarja 2009.

zlasti zmanjševanje posojil nefinančnim družbam (glej graf 32), rast posojil gospodinjstvom pa se je ustalila na pozitivnih ravneh (glej graf 33). Takšna gibanja je spodbujalo precejšnje znižanje posojilnih obrestnih mer bank v nekaterih delih euroobmočja od poletja 2014 ter tudi znaki vse večje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Čeprav umirjeno gospodarsko okolje in rekordno strogi posojilni pogoji še vedno zavirajo odobravanje posojil, zadnje ankete o bančnih posojilih v euroobmočju potrjujejo oceno, da se napetosti na področju ponudbe posojil počasi umirjajo in da povpraševanje po posojilih narašča. Januarja 2015 je anketa o bančnih posojilih pokazala, da so se z večjo konkurenco med bankami v zadnjem četrletju 2014 ublažili kreditni pogoji, kar je sovpadlo z naraščanjem povpraševanja podjetij po posojilih (glej graf 34).

Nižji stroški bančnega financiranja se postopoma prenašajo na posojilne obrestne mere bank. Banke v vseh državah euroobmočja so od druge polovice leta 2012 zabeležile postopno zmanjševanje stroškov dolžniškega financiranja. Pozitiven rezultat je povezan s standardnimi in nestandardnimi ukrepi ECB, katerih cilj je bolj spodbujevalna denarna

Graf 34 Dejavniki, ki so prispevali k zaostritvi kreditnih standardov za posojila nefinančnim družbam in neto povpraševanje

(povprečni neto odstotki na kategorijo)

| | |
|---------------------------------------|--|
| kreditni standardi | |
| stroški sredstev in bilančne omejitve | |
| konkurenca | |
| ocene tveganja | |
| neto povpraševanje | |



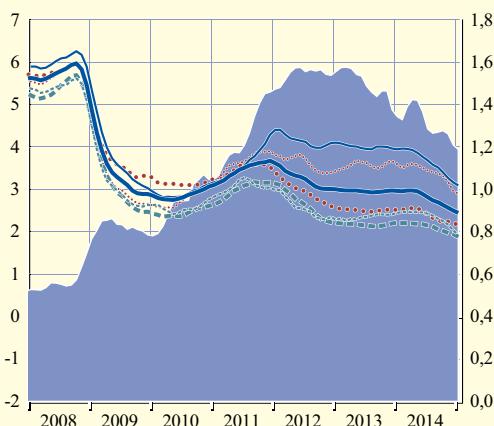
Vir: ECB.

Opombe: Ocene tveganja kot netehano povprečje »pričakovane gospodarske aktivnosti« in »obetov na stanovanjskem trgu«; konkurenca kot netehano povprečje »konkurence drugih bank« in »konkurence nebančnega sektorja«.

Graf 35 Sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja za nefinančne družbe

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

- euroobmočje
- Nemčija
- - - Francija
- Italija
- Španija
- - - Nizozemska
- standardni odklon med državami (desno)



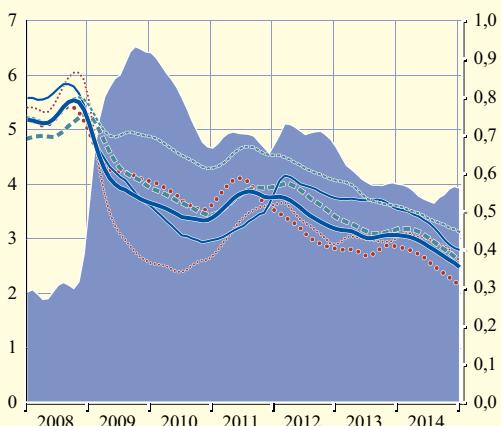
Vir: ECB.

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 fiksnehm vzorcu 12 držav euroobmočja.

Graf 36 Sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja za gospodinjstva

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

- euroobmočje
- Nemčija
- - - Francija
- Italija
- Španija
- - - Nizozemska
- standardni odklon med državami (desno)



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 fiksnehm vzorcu 12 držav euroobmočja.

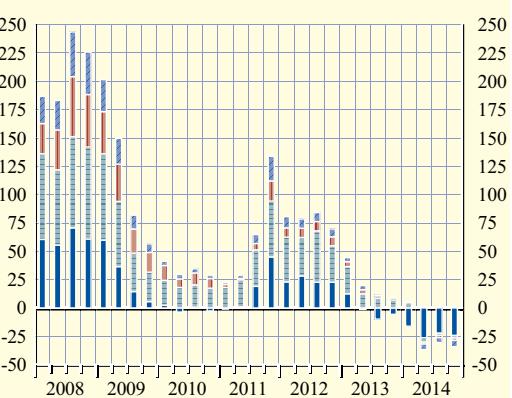
politika. Čeprav se je izboljšanje bančnih stroškov financiranja le počasi prenašalo na posojilojemalce v obliki nižjih bančnih obrestnih mer za posojila, so se v drugi polovici leta 2014 razmere na tem področju precej izboljšale, saj so se skupni stroški zadolževanja gospodinjstev in nefinančnih družb v vseh državah euroobmočja zmanjšali za okoli 40 bazičnih točk (glej grafa 35 in 36).

Skupna rast zunanjega financiranja v nefinančnih družbah euroobmočja se je do konca leta 2014 nekoliko okreplila. Podatki o izdajanju vrednostnih papirjev za december 2014 so potrdili prejšnje podatke ter kažejo, da se izdajanje dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb v euroobmočju po šibkem tretjem četrtletju 2014 krepi. Krepitev zunanjega financiranja so podprtli tudi manj negativni tokovi bančnih posojil. Nominalni stroški nebančnega zunanjega financiranja za nefinančne družbe

Graf 37 Spremembe v pogojih za posojila ali kreditne linije podjetjem

(neto odstotek bank, ki so poročale o zaostrovitvi pogojev)

- marže na povprečna posojila
- zahtevano zavarovanje
- marže na bolj tveganu posojila
- drugi pogoji



Vir: ECB.

Opombe: Drugi pogoji kot netehtano povprečje »neobrestnih stroškov«, »obsega posojila ali kreditne linije«, »posojilnih klavzuk« in »ročnosti«.

euroobmočja so se v prvih dveh mesecih leta 2015 zaradi znižanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala še zmanjšali, kar pa je zlasti posledica razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev (glej razdelek 2).

Razhajanje posojilnih obrestnih mer med državami se je začelo zmanjševati. Videti je, da je sveženj ukrepov za izboljšanje kreditnih razmer, sprejet junija 2014, spodbudil zmanjševanje razlik med stroški zadolževanja po državah. Tiste države euroobmočja, ki izkazujejo šibko dinamiko posojil nefinančnim družbam, so zabeležile posebej močno znižanje bančnih posojilnih obrestnih mer. Anketa o bančnih posojilih januarja 2015 je obenem pokazala nadaljnjo ublažitev pogojev za nova posojila nefinančnim družbam, predvsem v obliki dodatnega zmanjšanja marž na povprečna posojila (glej graf 37). Poleg tega ostajajo kreditni standardi po državah in sektorjih različni kljub nekaterim ugodnim gibanjem na področju pogojev kreditiranja v euroobmočju kot celoti.

6 JAVNOFINANČNA GIBANJA

Pričakujemo nadaljevanje javnofinančne konsolidacije, vendar bo potrebno dodatno strukturno prilagajanje, da se bo začela zadolženost odločno zmanjševati. Za okrepitev zaupanja v evropski javnofinančni okvir je pomembno celovito in dosledno izvajanje Pakta za stabilnost in rast. Zlasti obstaja tveganje, da bo pravilo o zadolženosti postavljeno na stranski tir.

Skupni javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se še naprej zmanjševal. Strokovnjaki ECB v marčnih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje napovedujejo vztrajno padanje skupnega deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 2,6% BDP leta 2014 na 1,5% BDP leta 2017 (glej tabelo 1). Javnofinančna konsolidacija je bila leta 2014 predvsem posledica cikličnega izboljšanja v gospodarstvu euroobmočja, predvsem zaradi višjih prihodkov od posrednih davkov zaradi močnejše zasebne potrošnje. V prihodnje naj bi se ciklično izboljševanje nadaljevalo, s čimer se bo delež javnofinančnega primanjkljaja še bolj zmanjšal. V decembrskih projekcijah so se javnofinančni obeti nekoliko izboljšali tudi zaradi nižjih plačil obresti.

Skupni delež javnega dolga je po napovedih dosegel vrhunec leta 2014. Po marčnih projekcijah naj bi se dolg euroobmočja leta 2014 povečal na 91,7% BDP zaradi neugodne razlike med nominalno obrestno mero in stopnjo nominalne rasti BDP ter zaradi učinka, ki ga ima prilagoditev med primanjkljajem in dolgom na povečanje dolga, kar je bilo povezano predvsem z ukrepi za pomoč finančnemu sektorju. Pričakuje se, da se bo po letu 2015 delež dolga euroobmočja zmanjševal in konec leta 2017 upadel na 87,9% BDP. Zmanjšanje, ki je bilo nekoliko močnejše od decembrskih projekcij, je bilo predvsem posledica izboljšanja primarnega proračunskega salda, krepitve gospodarske rasti in nizkih obrestnih mer.

Naravnost fiskalne politike bo po pričakovanjih približno nevtralna. Po več letih precejšnjega javnofinančnega zaostrovanja je bilo leta 2014 strukturno javnofinančno prilagajanje skromno, v prihodnje pa je do leta 2017 napovedan le omejen nadaljnji napredok. V prihodnjih letih bo potrebna nadaljnja konsolidacija, da se bo začel dolg odločno zmanjševati. Nekatere države euroobmočja bodo morale sprejeti dodatne strukturne ukrepe, da bi zagotovile spoštovanje Pakta za stabilnost in rast. Evropska komisija je v sporočilu novembra 2014 ocenila, da osnutki proračunskega načrtov sedmih držav ogrožajo spoštovanje Pakta za stabilnost in rast. Komisija je 27. februarja objavila podrobne ocene o nadaljnjem ukrepanju v zvezi z izvajanjem Pakta za stabilnost in rast za Belgijo, Francijo in Italijo (glej okvir 7).

Tabela I Javnofinančna gibanja v euroobmočju

| (kot odstotek BDP) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| a. Skupaj prihodki | 45,8 | 46,5 | 46,6 | 46,5 | 46,2 | 46,0 |
| b. Skupaj odhodki <i>od tega:</i> | 49,4 | 49,3 | 49,2 | 48,7 | 48,1 | 47,5 |
| c. Odhodki za obresti | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,3 |
| d. Primarni odhodki (b – c) | 46,4 | 46,6 | 46,5 | 46,2 | 45,7 | 45,2 |
| Proračunski saldo (a – b) | -3,6 | -2,9 | -2,6 | -2,3 | -1,9 | -1,5 |
| Primarni proračunski saldo (a – d) | -0,6 | -0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,7 |
| Ciklično prilagojeni proračunski saldo | -3,4 | -2,2 | -1,9 | -1,8 | -1,8 | -1,7 |
| Strukturni saldo | -3,1 | -2,2 | -1,9 | -1,8 | -1,7 | -1,7 |
| Bruto dolg | 88,7 | 90,6 | 91,7 | 91,4 | 89,8 | 87,9 |
| Zaznamek: realni BDP (sprememba v odstotkih) | -0,7 | -0,4 | 0,9 | 1,5 | 1,9 | 2,1 |

Vir: Eurostat in marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju, vključno z Litvo (tudi za obdobje pred letom 2015). Podatki so skladni s tistimi v članku z naslovom »Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil objavljen 2. marca 2015. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno.



OKVIRJI

Okvir I

OCENA INFLACIJSKIH GIBANJ V ZDA Z UPORABO PHILLIPSOVE KRIVULJE

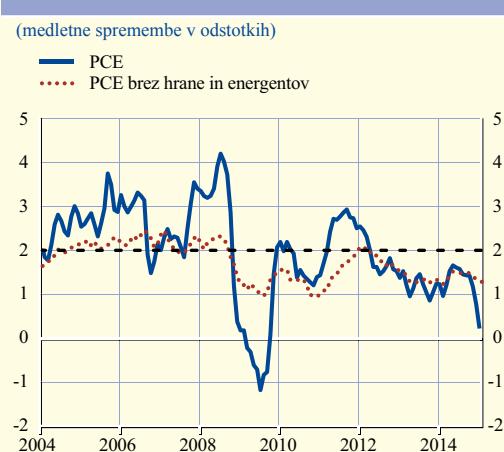
Nedavni upad inflacije je kljub razlikam v ciklični poziciji široko razširjen pojav v vseh večjih razvitih tržnih gospodarstvih. V ZDA je kljub sedanjemu hitremu okrevanju gospodarske aktivnosti inflacija v zadnjih dveh letih ostala nizka. Tako skupna inflacija in inflacija brez hrane in energentov od leta 2012 dalje vztrajata na povprečni ravni 1,4% in 1,5%, iz česar je mogoče sklepati, da se cene ne odzivajo zelo močno na vse močnejše okrevanje na trgu dela in v gospodarski rasti nasploh. Ta okvir na novo ocenjuje empirično razmerje med inflacijo in prostimi zmogljivostmi na trgu dela, znano kot Phillipsova krivulja, ter obravnava vlogo drugih glavnih dejavnikov, ki vplivajo na inflacijske obete v ZDA.

Medletna inflacija v ZDA, merjena z deflatorjem odhodkov za osebno porabo (PCE), je v zadnjem desetletju znašala povprečno 1,9%, kar je približno v skladu z dolgoročnim inflacijskim ciljem zveznega odbora za odprti trg (FOMC). Vseeno je okrog te povprečne ravni precej nihala, med drugim zaradi gibanj cen hrane in energentov, zaradi katerih se je inflacija sredi leta 2008 zvišala na 4% medletno, nato pa v začetku leta 2009 padla v negativno območje, saj so zaradi svetovne gospodarske krize strmo upadle cene nafte (glej graf A). Inflacija po PCE brez hrane in energentov je v zadnjem desetletju na splošno ostala bolj stabilna in je med zadnjo recesijo le malo upadla.

Po tradicionalni Phillipsovih krivuljih obstaja obratno razmerje med inflacijo in prostimi zmogljivostmi v gospodarstvu. Da bi bilo mogoče zajeti vlogo pričakovanj, so pogosto vključeni tudi anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj ali merit zaostale inflacije (ki pokrivajo t. i. prilagodljiva pričakovanja ali vztrajnost inflacije). V razširjenih Phillipsovih krivuljah je razmerje razširjeno z dodatnimi spremenljivkami, kot so devizni tečaj ter cene surovin ali uvoza. Njihov namen je zajeti vidike odprtrega gospodarstva in ponudbeno stran gospodarstva.¹

Ker je ugotavljanje obsega prostih zmogljivosti v gospodarstvu dokaj negotovo, je običajno, da se uporabljajo številni različni kazalniki.² Graf B prikazuje štiri taka merila: (i) vrzel brezposelnosti, opredeljeno kot razlika med stopnjo

Graf A Gibanja inflacije v ZDA



Vir: Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis.

Opomba: Črtkana vodoravna črta je dolgoročni inflacijski cilj urada FOMC.

1 V Phillipsovih krivuljih so včasih vključene tudi spremenljivke produktivnosti. Glej trikotni model v Gordon, R., »The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery«, *NBER Working Paper Series*, št. 19390, 2013.

2 Na sedanji točki obstaja velika stopnja negotovosti glede obsega prostih zmogljivosti na ameriškem trgu dela, ki deloma odraža precejšnje znižanje stopnje delovne aktivnosti, pri čemer je vloga cikličnih nasproti strurnim dejavnikom predmet intenzivnih razprav. Glej tudi okvir I z naslovom »Is the unemployment rate a sound gauge of labour market developments in the United States?«, *Monthly Bulletin*, ECB, april 2014.

brezposelnosti, ki ne spodbuja rasti inflacije (NAIRU), in stopnjo brezposelnosti; (ii) kratkoročno vrzel brezposelnosti, opredeljeno kot razlika med dolgoročnim povprečjem stopnje brezposelnosti, ki traja do 26 tednov, in dejanskimi podatki v tej seriji; (iii) srednjeročno vrzel brezposelnosti, tj. razlika med dolgoročnim povprečjem stopnje brezposelnosti, ki traja od 27 do 51 tednov, in dejanskimi podatki v tej seriji; (iv) kombinirano vrzel brezposelnosti in vrzel stopnje delovne aktivnosti, pri čemer je slednja opredeljena kot vrzel med strukturno in dejansko stopnjo delovne aktivnosti.³ Medtem ko kratkoročna vrzel brezposelnosti nakazuje, da so bile proste zmogljivosti na trgu dela odpravljene že do tretjega četrletja 2013, pa standardna in srednjeročna vrzel brezposelnosti kažeta, da se je vrzel večinoma zaprla do konca leta 2014. Nasprotno kombinirana vrzel stopnje delovne aktivnosti in vrzel brezposelnosti kažeta, da so ob koncu leta 2014 na ameriškem trgu dela obstajale še precejšnje proste zmogljivosti.

Phillipsove krivulje se v ZDA redno uporabljajo za analizo inflacijskih gibanj. Medtem ko so bili nekateri komentatorji presenečeni, da se inflacija v času zadnjega gospodarskega upada ni znižala v večji meri, glede na intenzivnost in trajanje zadnje recesije v ZDA (kar se običajno označuje z izrazom »uganka manjkajoče deflacji«),⁴ pa ocenjeni modeli Phillipsove krivulje s širimi alternativnimi merili prostih zmogljivosti na trgu dela, zaostajanja inflacije in uvoznih cen dokaj dobro zajemajo dinamiko inflacije od leta 2008 dalje. Graf C prikazuje modelne napovedi inflacije po PCE, pogojene na dejanske podatke o prostih zmogljivostih na trgu dela in uvozne cene. V času gospodarskega upada v ZDA so bile napovedi višje od dejanske stopnje inflacije, največ na račun naraščanja cen uvoza in cen nafte do poletja 2008 dalje, zaradi katerih so bile napovedi inflacije zvišane. Nasprotno se je od konca leta 2009 inflacija na splošno gibala skladno z razponom, ki so ga napovedovali modeli, čeprav blizu spodnje meje razponov.⁵ Dejstvo, da se inflacija v času gospodarskega upada ni znižala bolj, je verjetno povezano z vztrajnostjo inflacije in naraščanjem uvoznih cen, ki sta oba izravnavała strmo povečevanje prostih zmogljivosti na trgu dela. Povečevanje kredibilnosti centralne banke,

3 Dejanska gibanja stopnje delovne aktivnosti so rezultat dolgoročnejših (strukturnih) dejavnikov, zlasti demografskih sprememb, pa tudi cikličnih sprememb, na primer v zvezi z odvrnjenimi iskalci zaposlitve, ki začasno zapustijo delovno silo zaradi slabih gospodarskih obetov. Za več podrobnosti glej »Slack in the labor market in 2014«, Congressional Budget Office, 2. september 2014.

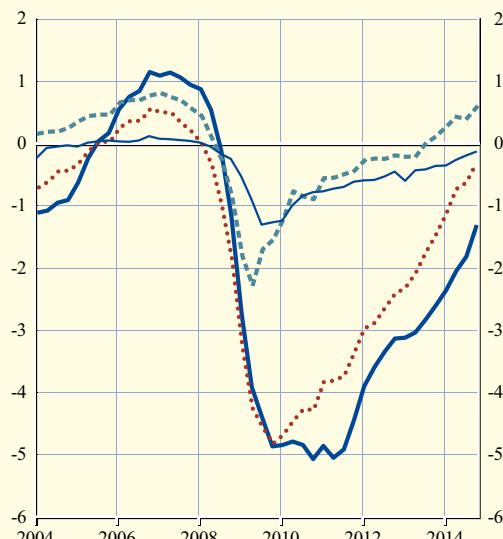
4 Glej npr. Ball, L. in Mazumder, S., »Inflation Dynamics and the Great Recession«, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2011.

5 Razlog je morda v tem, da je obseg prostih zmogljivosti na trgu dela v času sedanjega gospodarskega okrevanja večji, kot kažejo nekateri uporabljeni kazalniki. Npr. Janet Yellen, predsednica ameriške centralne banke Federal Reserve Board, je opozorila, da »znižanje stopnje brezposelnosti [...] kaže nekoliko pretirano sliko izboljšanja splošnih pogojev na trgu dela«, glej Yellen, J., »Labor Market Dynamics and Monetary Policy«, govor na gospodarskem simpoziju Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22. avgust 2014.

Graf B Merila prostih zmogljivosti na trgu dela

(v odstotkih)

- vrzel brezposelnosti - vrzel delovne aktivnosti
- vrzel brezposelnosti
- - - kratkoročna vrzel brezposelnosti
- srednjeročna vrzel brezposelnosti

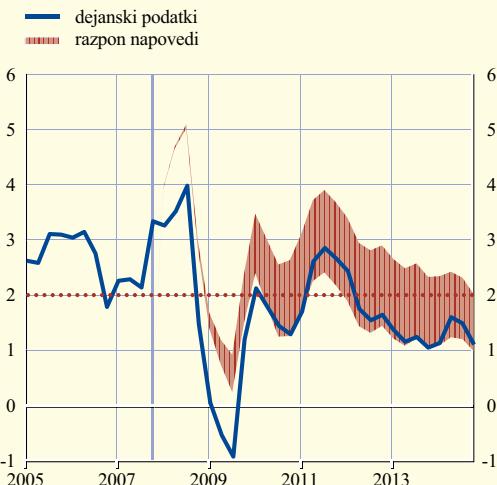


Viri: Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office in izračuni ECB.

Opoomba: Stopnja inflacije NAIRU in stopnja potencialne delovne aktivnosti temeljita na letnih ocenah kongresnega urada za proračun (Congressional Budget Office), interpoliranih s strani strokovnjakov ECB.

Graf C Napovedi inflacije PCE na podlagi vzorca

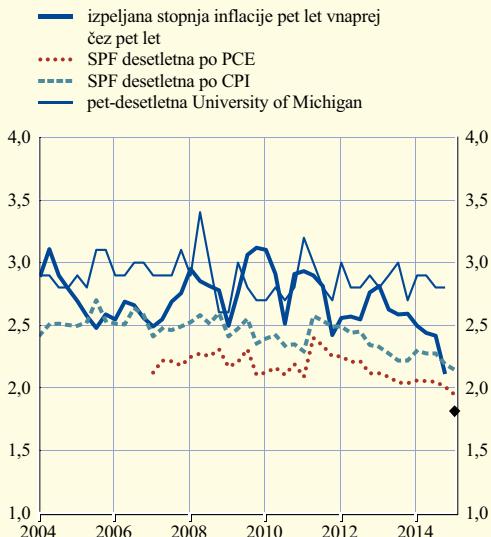
(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Bureau of Economic Analysis in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Dinamične napovedi na podlagi vzorca se nanašajo na obdobje od prvega četrtletja 2008 do četrtega četrtletja 2014, razpon napovedi pa je izpeljan iz štirih različnih modelov Phillipsove krivulje, razširjenih z uvozniimi cenami in bodisi vrzeljo brezposelnosti, kratkoročno vrzeljo brezposelnosti, srednjoročno vrzeljo brezposelnosti ter sestavljeno vrzeljo brezposelnosti in vrzeljo stopnjo delovne aktivnosti kot merili prostih zmogljivosti na trgu dela.

Graf D Dolgoročna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Federal Reserve Board, University of Michigan, Survey of Professional Forecasters In Bloomberg.
Opomba: Izpeljana stopnja inflacije se nanaša na inflacijo, merjeno z indeksom CPI; inflacijska pričakovanja po SPF (Survey of Professional Forecasters) so za inflacijo po PCE in CPI deset let vnaprej; pričakovanja University of Michigan niso povezana z nobenim posemernim indeksom. Tržni podatki o inflacijskih pričakovanjih za prvo četrtletje 2015 temeljijo na povprečnih dnevnih podatkih do 25. februarja 2015.

zaradi katere se je sčasoma izboljševalo sidranje inflacijskih pričakovanj, ter rigidnost pri zniževanju nominalnih plač, se v literaturi prav tako navajata kot razloga, zaradi katerih se je inflacija v preteklosti manj odzivala na upočasnitev gospodarske rasti.

V prihodnjem obdobju se bodo inflacijski pritiski v ZDA verjetno povečevali dokaj postopno, saj bodo sedanje okrevanje gospodarske aktivnosti v bližnji prihodnosti do določene mere verjetno izravnala gibanja cen naftne in deviznega tečaja. Vzopredno s pospeševanjem gospodarske rasti v ZDA (glej razdelek 1) se je v zadnjem času vztrajno pospeševalo tudi okrevanje na trgu dela. Pričakuje se, da se bodo ta gibanja sčasoma prenesla v pritiske na rast cen in plač. Vseeno bodo drugi dejavniki, ki vplivajo na inflacijo, po pričakovanjih delovali v nasprotno smer. Prvič, zaradi strmega upada cen naftne od lanskega poletja se bo na kratki rok predvidoma močno znižala skupna inflacija, tako da bo medletna inflacija v prvi polovici leta 2015 postala negativna. Ta učinek še stopnjuje nedavna apreciacija ameriškega dolarja, zaradi česar se znižujejo uvozne cene. Vseeno bosta oba učinka v srednjeročnem obdobju predvidoma postopno izginila. Na dolgi rok bi inflacijska pričakovanja morala prispevati k sidranju inflacije. Čeprav so se tržna merila petletnih inflacijskih pričakovanj pet let vnaprej od sredine leta 2014 precej znižala (glej graf D), je to morda tudi posledica znižanja premij za inflacijsko tveganje. Po drugi strani so anketni kazalniki dolgoročnih inflacijskih pričakovanj ostali bolj stabilni in so skladni s postopno vrnitvijo inflacije k dolgoročnemu inflacijskemu cilju ameriške centralne banke.

Okvir 2

LIKVIDNOSTNE RAZMERE IN OPERACIJE DENARNE POLITIKE V OBDOBJU OD 12. NOVEMBRA 2014 DO 27. JANUARJA 2015

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv, ki sta se končali 9. decembra 2014 in 27. januarja 2015, tj. v enajstem in dvanajstem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv leta 2014. V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprta ponudba mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,05%, 0,30% oziroma –0,20%.¹ Dne 11. decembra 2014 je bila izvedena druga ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja, v kateri je bilo dodeljenih 129,8 milijarde EUR, v primerjavi z 82,6 milijarde EUR v prvi operaciji.^{2, 3} Poleg novega programa nakupa kritih obveznic so bili ob koncu novembra 2014 opravljeni prvi nakupi v okviru novega programa nakupa listinjenih vrednostnih papirjev.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se skupne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – povečale za 26 milijard EUR glede na prejšnje obravnavano obdobje, tj. od 13. avgusta do 11. novembra 2014, in so znašale povprečno 605,7 milijarde EUR. Povečanje je bilo posledica večjih avtonomnih dejavnikov, ki so v povprečju znašali 499,4 milijard EUR.

Povečanje avtonomnih dejavnikov je bilo posledica skupnega učinka več komponent. Med dejavniki umikanja likvidnosti se je količina bankovcev v obtoku v povprečju povečala za 24 milijard EUR. Količina bankovcev v obtoku se je gibala skladno z običajno dinamiko ob koncu leta, pri čemer se je med 12. novembrom 2014 in 2. januarjem 2015 povečala za 41 milijard EUR, nato pa se je do konca dvanajstega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv zmanjšala. Poleg tega so se vloge države v zadnjem obravnavanem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv še naprej zmanjsevale in upadle na povprečno 66 milijard EUR, v primerjavi z 72 milijardami EUR v prejšnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv do decembra 2014. Nacionalne zakladnice so si namreč vse bolj prizadevale svojo presežno likvidnost investirati na trg, s čimer je mogoče nekoliko pojasniti manjši obseg vlog države pri Eurosistemuh.

Med dejavniki povečevanja likvidnosti se je neto aktiva v eurih v povprečju zmanjšala za 7 milijard EUR na 526 milijard EUR. To je bilo med drugim posledica povečanja eurskih vlog tujih uradnih institucij pri Eurosistemuh in je pomenilo preusmeritev trenda iz prejšnjega

¹ Operacije glavnega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Enak postopek se je še naprej uporabljal v 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Obrestna mera v vsaki od teh operacij dolgoročnejšega refinanciranja je bila določena na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja.

² Glede prve ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja glej okvir z naslovom „Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 13. avgusta do 11. novembra 2014“, Mesečni bilten, ECB, december 2014 (na voljo na: <http://www.bsi.si/iskalniki/ecb.asp?MapaId=1182>).

³ V prvih dveh ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, izvedenih v septembru in decembru 2014, so bile nasprotne stranke upravičene do začetne izposoje sredstev v višini 7% skupnega obsega njihovih posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju euroobmočja po stanju 30. aprila 2014, brez stanovanjskih posojil gospodinjstvom. Vse ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja se izvajajo kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, obrestna mera pa je med trajanjem posamezne operacije fiksna. Za prvi dve operaciji je bila obrestna mera določena na ravni obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, ki je veljala ob izvedbi usmerjene operacije, s fiksnim pribitkom 10 bazičnih točk.

obravnawanega obdobja, ko so si nekatere tuje uradne institucije prizadevale zmanjšati svoja denarna imetja pri Eurosistemu, da bi se izognile uporabi negativne obrestne mere.

Volatilnost avtonomnih dejavnikov se je v obravnavanem obdobju močno povečala, tako da se je izničilo zmanjšanje iz prejšnjega obdobja. Povečanje volatilnosti je bilo predvsem posledica bolj volatilne neto aktive v eurih in povpraševanja po bankovcih, ki se je gibalo skladno z dinamiko, značilno za konec leta. Čeprav je volatilnost vlog države ostala velika, je bila skladna z volatilnostjo po znižanju obrestnih mer v septembru 2014.

Povprečna absolutna napaka tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov se je v obravnavanem obdobju precej povečala, in sicer s 4,8 milijarde EUR na 8,7 milijarde EUR, kar gre pripisati predvsem napakam pri napovedovanju gibanja vlog države. V razmerah vse bolj negativnih kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga in volatilne presežne likvidnosti je napovedovanje naložbenih aktivnosti zakladnic še vedno težko.

Zagotavljanje likvidnosti

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga se je v obravnavanem obdobju povečal za 61 milijard EUR na 759 milijard EUR, kar je bilo posledica povečanja uporabe avkijskih postopkov (za 44 milijard EUR) in dokončnih portfeljev (za 17,4 milijarde EUR).

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z avkijskimi postopki se je povečal na 546,5 milijarde EUR, v primerjavi s 502,7 milijarde EUR v prejnjem obdobju. V celoti gledano sta zmanjšanje ponujene likvidnosti zaradi predčasnih odplačil sredstev iz 3-letnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (v skupnem znesku 111,7 milijarde EUR) več kot odtehtala znesek v višini 129,8 milijarde EUR, dodeljen v drugi ciljno usmerjeni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ter povečanje povprečne uporabe operacij glavnega refinanciranja (za 11 milijard EUR) in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (za 17,6 milijarde EUR). Ker sta se obe 3-letni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja približevali zapadlosti, se je predčasno odplačevanje pospešilo. Nekatere nasprotne stranke so tako 17. decembra 2014 odplačale 39,8 milijarde EUR, da bi lahko sodelovalle v drugi ciljno usmerjeni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, dodeljeni istega dne.

Poleg tega se je zaradi izvajanja tretjega programa nakupa kritih obveznic in programa nakupa listinjenih vrednostnih papirjev likvidnost, zagotovljena prek dokončnih portfeljev, v povprečju povečala za 17,4 milijarde EUR. Nakupi kritih obveznic (ki so ob koncu obravnawanega obdobja znašali 37,2 milijarde EUR) in listinjenih vrednostnih papirjev (2,3 milijarde EUR) so večinoma odtehtali zmanjšanje, ki je bilo posledica dospetja nekaterih obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev ter v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic.

Če pogledamo nekoliko dlje od obravnawanega obdobja, zapadlost prve 3-letne operacije dolgoročnejšega refinanciranja 29. januarja 2015 ni sprožila občutnejšega zmanjšanja presežne likvidnosti, ki je še vedno znašala več kot 150 milijard EUR. Odplačani znesek je namreč deloma odtehtala večja uporaba 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacije glavnega refinanciranja ter je bil skladen z začasnim povečanjem avtonomnih dejavnikov.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju povečala za 35,1 milijarde EUR na povprečno 153 milijard EUR, pri čemer so bile med obema obdobjema izpolnjevanja obveznih rezerv precejšnje razlike. V enajstem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost rahlo zmanjšala na povprečno 105,1 milijarde EUR, kar je najnižja povprečna raven od poravnave prve 3-letne operacije dolgoročnejšega refinanciranja konec leta 2011. Nasprotno se je v dvanajstem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv precej povečala na

Likvidnostna situacija v Eurosistemuh

| | 12. november 2014 do 27. januar 2015 | 13. avgust do 11. november | 12. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv | 11. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv |
|--|---|--|---|---|
| Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR) | | | | |
| Autonomni likvidnostni dejavniki | 1.597,1 (+35,7) | 1.561,4 1.603,6 (+17,9) | 1.585,7 (+8,5) | |
| Bankovci v obtoku | 996,2 (+23,9) | 972,3 1.005,5 (+25,7) | 979,8 (+6,2) | |
| Vloge države | 68,3 (-5,5) | 73,8 66,3 (-5,3) | 71,6 (-4,5) | |
| Drugi autonomni dejavniki | 532,6 (+17,3) | 515,3 531,7 (-2,5) | 534,3 (+6,7) | |
| Instrumenti denarne politike | | | | |
| Tekoči računi | 217,8 (+21,4) | 196,3 236,3 (+50,8) | 185,4 (-2,8) | |
| Obvezne rezerve | 106,3 (+0,9) | 105,4 106,2 (-0,2) | 106,5 (+0,7) | |
| Mejni depozit | 41,9 (+14,7) | 27,1 50,2 (+23,0) | 27,3 (-3,7) | |
| Operacija finega uravnavanja za umikanje likvidnosti | 0,0 (+0,0) | 0,0 0,0 (+0,0) | 0,0 (+0,0) | |
| Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR) | | | | |
| Autonomni likvidnostni dejavniki | 1.098,0 (+10,5) | 1.087,5 1.098,6 (+1,7) | 1.096,9 (+1,4) | |
| Neto tuja aktiva | 572,0 (+17,4) | 554,6 576,4 (+12,2) | 564,3 (+2,3) | |
| Neto aktiva v eurih | 526,0 (-7,0) | 532,9 522,2 (-10,4) | 532,6 (-0,8) | |
| Instrumenti denarne politike | | | | |
| Operacije odprtrega trga | 758,6 (+61,2) | 697,4 791,3 (+89,8) | 701,5 (+0,4) | |
| Avkcijski postopki | 546,5 (+43,8) | 502,7 573,4 (+73,9) | 499,5 (-8,2) | |
| Operacije glavnega refinanciranja | 113,3 (+11,0) | 102,3 119,0 (+15,7) | 103,3 (+8,1) | |
| Operacije refinanciranja s posebno zapadlostjo | 0,0 (+0,0) | 0,0 0,0 (+0,0) | 0,0 (+0,0) | |
| 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja | 43,4 (+17,6) | 25,8 49,0 (+15,5) | 33,5 (+7,3) | |
| 3-letni operaciji dolgoročnega refinanciranja | 236,4 (-93,7) | 330,1 211,5 (-68,5) | 280,0 (-23,6) | |
| Ciljnno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja | 153,4 (+108,9) | 44,5 193,9 (+111,3) | 82,6 (+0,0) | |
| Dokončni portfelji | 212,1 (+17,4) | 194,7 217,9 (+15,9) | 202,0 (+8,6) | |
| Prvi program nakupa kritih obveznic | 29,0 (-2,9) | 31,9 28,8 (-0,7) | 29,5 (-1,4) | |
| Drugi program nakupa kritih obveznic | 12,8 (-0,8) | 13,6 12,8 (-0,1) | 12,9 (-0,4) | |
| Tretnji program nakupa kritih obveznic | 25,0 (+23,9) | 1,1 30,5 (+15,2) | 15,3 (+12,5) | |
| Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev | 144,1 (-4,0) | 148,1 144,1 (+0,1) | 144,0 (-2,3) | |
| Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev. | 1,2 (+1,2) | 0,0 1,7 (+1,5) | 0,2 (+0,2) | |
| Mejno posojilo | 0,4 (+0,2) | 0,2 0,5 (+0,3) | 0,2 (-0,0) | |
| Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR) | | | | |
| Aggregatne likvidnostne potrebe | 605,7 (+26,1) | 579,6 611,6 (+16,1) | 595,4 (+7,7) | |
| Autonomni dejavniki | 499,4 (+25,3) | 474,1 505,3 (+16,3) | 489,0 (+7,0) | |
| Presežna likvidnost | 153,0 (+35,1) | 117,8 179,8 (+73,7) | 106,0 (-7,2) | |
| Oplačila 3-letnih operacij dolgoročnega refinanciranja ¹⁾ | 111,7 (+36,5) | 75,2 88,9 (+66,1) | 22,8 (-0,7) | |
| Gibanja obrestnih mer (v odstotkih) | | | | |
| Operacije glavnega refinanciranja | 0,05 (-0,03) | 0,08 0,05 (+0,00) | 0,05 (+0,00) | |
| Mejno posojilo | 0,30 (-0,03) | 0,33 0,30 (+0,00) | 0,30 (+0,00) | |
| Mejni depozit | -0,20 (-0,03) | -0,17 -0,20 (+0,00) | -0,20 (+0,00) | |
| Povprečje EONIA | -0,031 (-0,033) | 0,002 -0,047 (-0,044) | -0,003 (+0,000) | |

Vir: ECB

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

1) Pri odplačilih sredstev iz 3-letnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja se namesto povprečja uporabljajo zneski v milijardah EUR.

povprečno 176 milijard EUR, na kar so vplivali predvsem dodelitev druge ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in vplivi konca leta.

Presežna likvidnost je precej nihala, zlasti v dvanajstem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki je bilo tudi prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv, podaljšano na 49 dni.⁴ Presežna likvidnost se je z najnižje vrednosti 70,9 milijarde EUR, kolikor je znašala 24. novembra 2014, 31. decembra 2014 povečala na 261,2 milijarde EUR, nato pa se je 27. januarja 2015 zaradi večjih avtonomnih dejavnikov in relativnega upada operacij odprtrega trga zmanjšala na 126,5 milijarde EUR.

Ob večji presežni likvidnosti so se precej povečala dnevna imetja na tekočih računih, in sicer v povprečju za 21 milijard EUR na 218 milijard EUR, v primerjavi s prejšnjim obdobjem. Dodatno se je povečala tudi uporaba odprte ponudbe mejnega depozita, in sicer s povprečno 27,1 milijarde EUR na povprečno 41,9 milijarde EUR. V obravnavanem obdobju se je relativna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita povečala na 27% presežnih rezerv,⁵ v primerjavi s 23-odstotnim povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju. Vse obsežnejša uporaba odprte ponudbe mejnega depozita bi bila lahko znak, da se kar nekaj nasprotnih strank zaradi operativnih in regulatornih namenov močneje zanima za držanje presežne likvidnosti v okviru odprte ponudbe mejnega depozita.

Gibanja obrestnih mer

EONIA je v enajstem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v povprečju znašala –0,3 bazične točke, v dvanajstem pa v povprečju –4,7 bazične točke. Znižanje obrestne mere EONIA je bilo posledica nekoliko močnejšega prenosa znižanja obrestnih mer v septembru 2014 na kratkoročne obrestne mere, kar bi bilo lahko deloma povezano z večinoma obsežnejšo likvidnostjo in večjo naklonjenostjo možnosti, da se negativna obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita prenese na depozitno bazo. Vseeno so bile obrestne mere čez noč še vedno precej višje od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki je znašala –20 bazičnih točk.

⁴ Uveden je bil nov koledar obdobjij izpolnjevanja obveznih rezerv, ki je usklajen z novim šesttedenskim razmikom med sejami Sveta ECB.

⁵ Povprečna imetja na tekočih računih, ki presegajo obvezne rezerve.

Okvir 3

NOVEJŠA GIBANJA EFEKTIVNEGA DEVIZNEGA TEČAJA EURA

Nominalni efektivni devizni tečaj (NEDT) je koristno agregatno merilo sprememb deviznega tečaja, ki vplivajo na gospodarstvo prek trgovinskih povezav, saj različne dvostranske tečaje v razmerju do valut posameznih trgovinskih partneric združuje v en sam kazalnik. Za euroobmočje se dva najpomembnejša nominalna efektivna devizna tečaja izračunavata glede na ožji in širši nabor trgovinskih partneric, ki vključujejo 19 (NEDT-19) oziroma 38 (NEDT-38) držav.¹

Pri nominalnem efektivnem deviznem tečaju eura je od izbruha svetovne finančne krize prihajalo do velikih nihanj. Z dolgoročnejšega vidika takšna velika nihanja niso nenavadna in so se pojavljala tudi pred krizo (glej graf A). Euro je poleti 2012 v razmerah državne dolžniške krize v euroobmočju začasno padel na najnižjo raven. Ko se je zaupanje, potem ko je ECB objavila dokončne denarne transakcije, povrnilo, se je tečaj eura ponovno zvišal in se nato do maja 2014 stalno krepil. Spremembe tržnih pričakovanj o prihodnji naravnosti denarne politike ECB glede na prihodnjo naravnost denarne politike drugih najpomembnejših centralnih bank so nato sprožile obdobje padanja vrednosti eura, med katerim so se obo nominalna efektivna tečaja in številni dvostranski tečaji eura znižali na raven blizu dolgoročnejšega povprečja (NEDT-38) ali pod njim (NEDT-19).

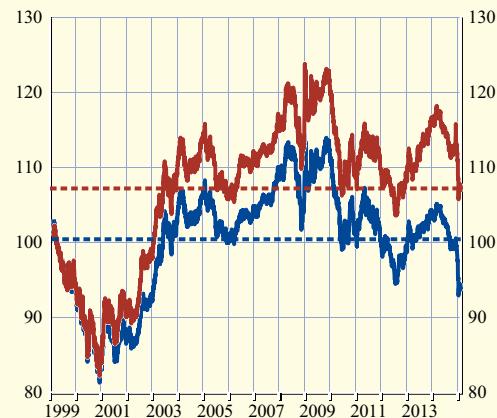
NEDT-38 je od najvišje vrednosti v obdobju po krizi, dosežene na začetku maja 2014, do najniže vrednosti, dosežene 23. januarja 2015, izgubil okrog 10%, čeprav se je v zadnjih tednih stabiliziral zaradi kapitalskih prilivov, do katerih je ponovno začelo prihajati potem, ko je ECB po seji Sveta ECB 22. januarja 2015 napovedala razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev (glej razdelek »Finančna gibanja«). Vendar pa skupno znižanje tečaja od lanskega maja prikriva razlike v gibanju različnih dvostranskih tečajev. Iz razčlenitve gibanja tečaja na prispevke posameznih valut (glej grafa B in C) je razvidno, da je k zniževanju sicer prispevala večina pomembnejših valut, vendar so bile precejšnje razlike med tem, kako intenzivna, vztrajna in časovno razporejena so bila gibanja dvostranskih tečajev.

1 Uteži, ki združujejo podatke o uvozu in izvozu, odražajo pomen različnih držav v trgovinski menavi euroobmočja z industrijskimi izdelki (glej tudi Schmitz, M. et al. »Revisiting the effective exchange rates of the euro«, Occasional Paper Series, št. 134, ECB, Frankfurt na Majni, junij 2012).

Graf A Nominalni efektivni devizni tečaj eura (NEDT-19 in NEDT-38)

(indeks: I 1999 = 100)

— NEER-19
- - - povprečje NEER-19
— NEER-38
- - - povprečje NEER-38

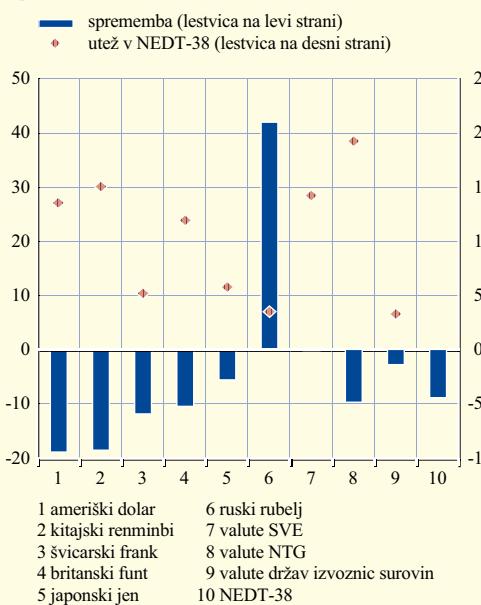


Vir: ECB.

Oponba: Zadnji podatki se nanašajo na 20. februar 2015.
»Povprečje« se nanaša na povprečje od 1. januarja 1999.

Graf B Gibanje izbranih deviznih tečajev eura in uteži v NEDT-38

(spremembe v odstotkih; odstotki)

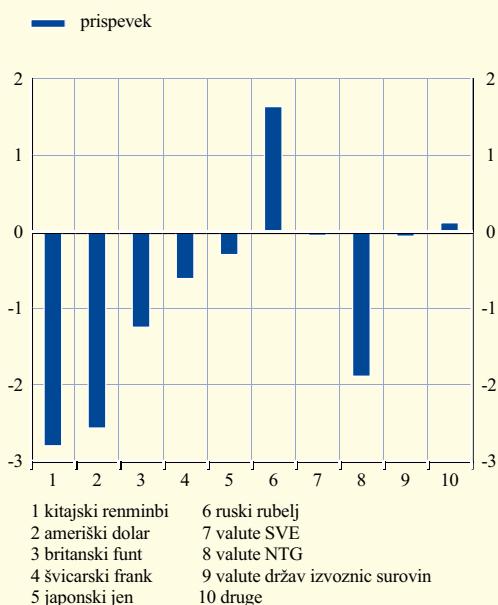


Viri: ECB in izračuni ECB.

Opomba: »Valute SVE« vključujejo bolgarski lev, češko krono, hrvaško kuno, madžarski forint, poljski zlot in rumunski lej; »valute držav izvoznih surovin« vključujejo avstralski dolar, kanadski dolar, norveško krono in novozelandski dolar; »valute NTG« vključujejo hongkonški dolar, singapsurški dolar, južnokorejski won, indonezijsko rupijo, indijsko rupijo, malezijski ringgit, filipinski peso, tajvanski dolar, tajski baht, argentinski peso, brazilski real, mehiški peso, južnoafriški rand in turško liro. Graf zajema obdobje od 6. maja 2014 do 20. februarja 2015.

Graf C Prispevek posameznih valut k spremembi NEDT-38

(odstotne točke)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opomba: »Valute SVE« vključujejo bolgarski lev, češko krono, hrvaško kuno, madžarski forint, poljski zlot in rumunski lej; »valute držav izvoznih surovin« vključujejo avstralski dolar, kanadski dolar, norveško krono in novozelandski dolar; »valute NTG« vključujejo hongkonški dolar, singapsurški dolar, južnokorejski won, indonezijsko rupijo, indijsko rupijo, malezijski ringgit, filipinski peso, tajvanski dolar, tajski baht, argentinski peso, brazilski real, mehiški peso, južnoafriški rand in turško liro. »Druge« vključujejo dansko krono, švedsko krono, alžirski dinar, čilski peso, islandsko krono, izraelski šekel, maroški dirham in venezuelski bolivar. Graf zajema obdobje od 6. maja 2014 do 20. februarja 2015.

Z vidika gibanja dvostranskih deviznih tečajev od maja 2014 do konca februarja 2015 sta k polovici skupnega znižanja NEDT-38 prispevala ameriški dolar in kitajski renminbi. Na rast ameriškega dolarja so spodbudno vplivali pričakovanja nadaljnji razhajanji v denarni politiki med euroobmočjem in ZDA, negotovost na trgih ob zniževanju cen primarnih surovin in povečane geopolitične napetosti (glej graf C). Dolar je v primerjavi z evrom pridobil okrog 20% vrednosti, za kolikor se je okreplil tudi kitajski renminbi, ki je k skupnemu upadu vrednosti eura prispeval dodatno četrtnino. V nasprotju s postopnim zniževanjem vrednosti eura v razmerju do obeh navedenih valut je do depreciacije v razmerju do švicarskega franka prišlo nenasno, potem ko je švicarska centralna banka 15. januarja 2015 objavila, da bo opustila svoj najnižji ciljni tečaj, določen pri 1,20 švicarskega franka za euro. Dvajset odstotna depreciacija eura v razmerju do švicarske valute, katere utež v NEDT-38 znaša približno 5%, je predstavljala okrog desetino skupnega znižanja NEDT-38. Ob koncu obravnavanega obdobja je bil tečaj eura nižji tudi v razmerju do japonskega jena, k čemur je prispevalo zmanjšanje nagnjenosti k tveganju. Euro je izgubil za okrog 10% vrednosti v razmerju do britanskega funta in valut številnih nastajajočih tržnih gospodarstev.

Zniževanje NEDT-38 je omilila okrepitev eura za okrog 40% v razmerju do ruskega rublja, ki je bil zaradi napetosti v Ukrajini pod občutnim pritiskom. Euro se je v obravnavanem obdobju okrepil tudi glede na švedsko krono, na kar je med drugim vplivalo nedavno popuščanje denarne politike Sveriges riksbank (glej razdelek »Finančna gibanja«). Danska krona, ki sodeluje v ERM II, je bila v tem obdobju pod pritiski apreciacije v razmerju do eura. Kljub temu se je s krono še naprej trgovalo zelo blizu centralnega tečaja v ERM II, saj je Danmarks Nationalbank kupovala devize na trgu in večkrat znižala obrestne mere. Euro je ostal razmeroma stabilen tudi v razmerju do valut držav izvoznic surovin, katerih tečaji so bili pod pritiski depreciacije zaradi padanja cen nafte, ter v razmerju do valut srednje- in vzhodnoevropskih držav članic EU.

Okvir 4

DEJAVNIKI PRI NOVEJŠI DINAMIKI VARČEVANJA GOSPODINJSTEV V EUROOBMOČJU

Razmerje med varčevanjem in dohodkom je pomemben pokazatelj vedenja gospodinjstev, saj vpliva na dinamiko realne zasebne potrošnje in splošne na tempo gospodarske rasti. Načeloma na odločitve gospodinjstev glede potrošnje in varčevanja vplivajo različni dejavniki. Tako na primer gospodinjstva v obdobjih velike negotovosti navadno povečajo delež razpoložljivega dohodka, ki ga zaradi previdnostnih razlogov usmerjajo v prihranke. Nasprotno se učinki, ki jih imajo na potrošnjo neugodni, toda začasni šoki za razpoložljivi dohodek, ponavadi ublažijo z znižanjem stopnje varčevanja (mehanizem, ki se imenuje »medčasovna izravnava potrošnje«).

Stopnja varčevanja gospodinjstev v euroobmočju se je v zadnjih letih stabilizirala na razmeroma nizki ravni glede na zgodovinsko povprečje. K stabilizaciji so prispevali številni dejavniki, ki so se med seboj večinoma izničili.

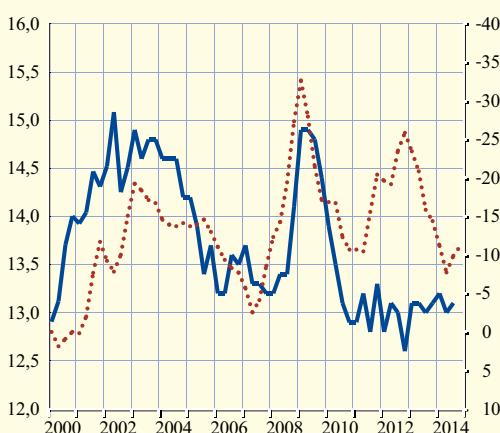
Na podlagi analize varčevanja gospodinjstev v euroobmočju z vidika preteklih gibanj je mogoče razbrati številna specifična obdobja, ki jih zaznamuje različno velik vpliv ključnih dejavnikov. Pred gospodarsko in finančno krizo se je stopnja varčevanja gibala med 13% in 15%. V dveh letih pred krizo je ostala približno stabilna (glej graf A).

V prvi fazi recesije in po njej, tj. med letoma 2008 in 2010, se je stopnja varčevanja gospodinjstev začasno močno povišala, k čemur je prispevalo predvsem vse manjše zaupanje potrošnikov, nato pa se je znova znižala. Precej velika negotovost, ki je vladala takrat, je povzročila, da se je stopnja varčevanja v prvem četrletju 2009 predvsem zaradi previdnostnih motivov zvišala na 14,9%. To povišanje so verjetno sprožile tudi takratne ekspanzivne fiskalne

Graf A Stopnja varčevanja gospodinjstev in zaupanje potrošnikov v euroobmočju

(odstotek razpoložljivega dohodka; ravnoteža v odstotkih)

- stopnja varčevanja (lestvica na levi strani)
- zaupanje potrošnikov (lestvica na desni strani, z nasprotnim predznakom)

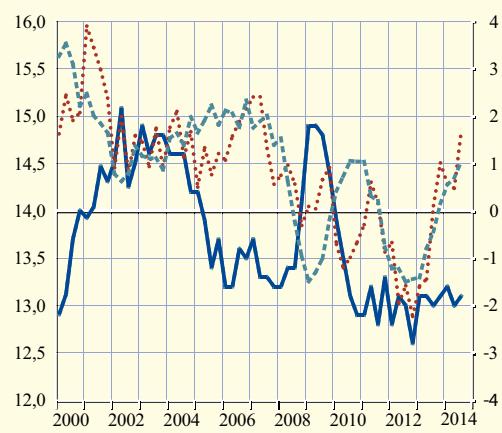


Vir: Eurostat in Evropska komisija, GD ECFIN.

Graf B Stopnja varčevanja, realni razpoložljivi dohodek in zasebna potrošnja gospodinjstev v euroobmočju

(odstotek razpoložljivega dohodka; medletna stopnja rasti)

- stopnja varčevanja (lestvica na levi strani)
- realni razpoložljivi dohodek (lestvica na desni strani)
- realna zasebna potrošnja (lestvica na desni strani)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

politike, ki so gospodinjstvom omogočile, da so povečanje realnega razpoložljivega dohodka izkoristila za povečanje svoje nagnjenosti k varčevanju (t. i. ricardianski učinek). Z izboljšanjem zaupanja potrošnikov v fazi okrevanja leta 2010 pa se je stopnja varčevanja ponovno znižala.

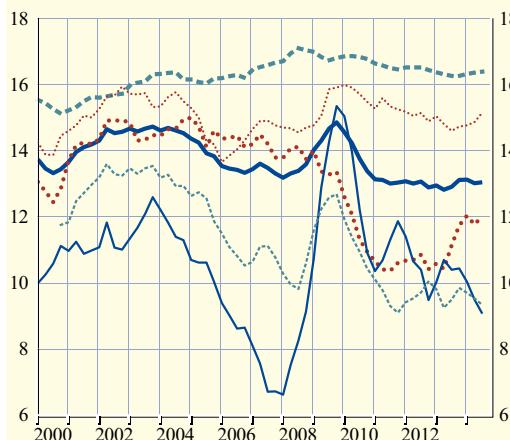
Stopnja varčevanja je od leta 2011 ostala večinoma stabilna na razmeroma nizki ravni, k čemur so prispevali kompenzacijski učinki različnih dejavnikov, ki vplivajo na odločitve gospodinjstev. Po eni strani so na znižanje stopnje varčevanja pritiskali šibka gibanja realnega razpoložljivega dohodka (prek izravnave potrošnje s prihranki – glej graf B), relativno nizke obrestne mere (ki odvračajo od varčevanja) in velika brezposelnost (ki je gospodinjstva v nekaterih državah prisilila v negativno varčevanje). Po drugi strani so na zvišanje stopnje varčevanja vplivali predvsem povečana negotovost (s krepitvijo previdnostnih motivov za varčevanje) in povečana nujnost razdolževanja gospodinjstev v več državah. V celoti gledano je ob nasprotujočih si posledicah teh dejavnikov stopnja varčevanja gospodinjstev ostala razmeroma stabilna na ravni okrog 13%, kar je z vidika preteklih gibanj nizka raven.

Z vidika posameznih držav je dinamika varčevanja v zadnjih letih zelo heterogena. Na dinamiko stopnje varčevanja v euroobmočju v prvi fazi recesije (tj. v obdobju 2008–2010), ki se kaže v grbasti obliki krivulje, so vplivala predvsem gibanja v Španiji, deloma pa tudi gibanja v Franciji in manjših gospodarstvih euroobmočja (glej graf C).¹ Močno povečanje varčevanja gospodinjstev v Španiji je bilo posledica pospešitve rasti realnega razpoložljivega dohodka v

Graf C Stopnja varčevanja gospodinjstev v večjih državah euroobmočja

(bruto varčevanje kot odstotek drseče vsote bruto razpoložljivega dohodka v štirih četrtletjih)

- euroobmočje
- Italija
- Nemčija
- Španija
- Francija
- druge države v euroobmočju

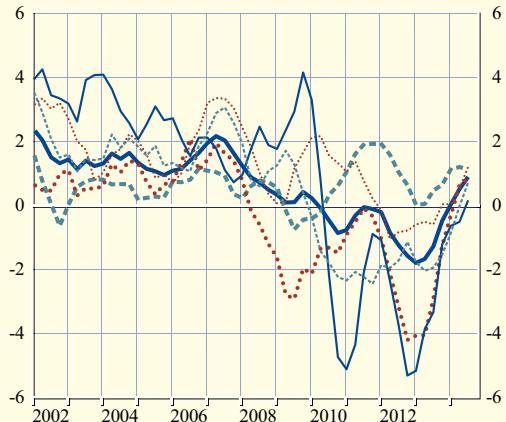


Viri: Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Podatki za preostali del euroobmočja se nanašajo na razliko (v ravneh) med agregatom euroobmočja in skupno vsoto za štiri največje države, saj podatki iz četrletnih sektorskih računov niso na voljo za vse države euroobmočja.

Graf D Rast realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev v večjih državah euroobmočja

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

- euroobmočje
- Italija
- Nemčija
- Španija
- Francija
- druge države v euroobmočju



Vir: Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Podatki za preostali del euroobmočja se nanašajo na razliko (v ravneh) med agregatom euroobmočja in skupno vsoto za štiri največje države, saj podatki iz četrletnih sektorskih računov niso na voljo za vse države euroobmočja.

1 V tem okvirju se »manjša gospodarstva v euroobmočju« nanaša na vsa gospodarstva razen Nemčije, Španije, Francije in Italije.

letu 2009 (glej graf D), ki so jo vsaj delno spodbudili ugodni fiskalni ukrepi v tistem obdobju. Medtem ko se je realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev v Franciji v prvi fazi recesije še naprej povečeval ter v letu 2009 v povprečju tudi v manjših gospodarstvih euroobmočja, se je v Italiji v obdobju 2008–2009 manjšal. K približno stabilni dinamiki varčevanja gospodinjstev na ravni euroobmočja od leta 2011 so večinoma prispevale stabilne stopnje varčevanja v Nemčiji in Franciji ter v povprečju v manjših gospodarstvih euroobmočja. Nasprotno pa se je stopnja varčevanja v Španiji še naprej zniževala, medtem ko se je stopnja varčevanja v Italiji, potem ko se je stabilizirala, od sredine leta 2013 zviševala zaradi rasti realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev.

V prihodnjem obdobju naj bi razmeroma strmo padanje cen nafte, ki traja od poletja 2014, spodbudno vplivalo na začasno zvišanje stopnje varčevanja. Ta ocena izhaja iz preteklih doganj, iz katerih je mogoče sklepati, da se povečanje realnega razpoložljivega dohodka, ki je posledica trajno nižjih cen energentov, na začetku večinoma prelije v varčevanje. Po nekaj četrтletjih pa se bo stopnja varčevanja verjetno vrnila na začetno raven. Hkrati se bo to odrazilo v nadaljnjem povečanju potrošnje, saj bodo gospodinjstva začela trošiti večji delež, ki izhaja iz povečanja realnega razpoložljivega dohodka.

Pričakovani odziv stopnje varčevanja v obliki grbaste krivulje je verjetno povezan z negotovostjo glede rasti realnega razpoložljivega dohodka, ki izhaja iz cen energije. Povečanje realnega dohodka zaradi znižanja cen energentov, tudi če je tako povečanje trajno, navadno sprembla večja negotovost kot povečanje realnega dohodka zaradi drugih dejavnikov. Odziv stopnje varčevanja v obliki grbaste krivulje je na primer mogoče pojasniti s previdnostnim motivom za varčevanje, saj gospodinjstva del nepričakovanih dohodkov ponavadi najprej shranijo v obliki prihrankov in počakajo, ali bo povečanje realnega dohodka trajno. Ne glede na takšen osnovni mehanizem razpoložljivi podatki na splošno kažejo, da naj bi trajno nižje cene nafte začasno spodbudno vplivale na stopnjo varčevanja gospodinjstev, medtem ko se bo rast dohodka postopno prenesla v večjo potrošnjo.

Okvir 5

POSTOPEK V ZVEZI Z MAKROEKONOMSKIMI NERAVNOTEŽJI LETA 2011

Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, uveden novembra 2011, je eden od temeljev okrepljenega okvira upravljanja v EU, katerega cilj je preprečiti nastanek škodljivih makroekonomskih neravnotežij in jih odpraviti, kadar so čezmerna. Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji vključuje vse države članice EU, razen držav, v katerih se izvaja program makroekonomskih prilagoditev. Komisija po prvem pregledu, ki temelji na sklopu kazalnikov, izvede poglobljen pregled izbrane skupine držav, s katerim oceni resnost neravnotežij, ki jih nakazujejo ti kazalniki. Če Komisija ugotovi, da neravnotežja dejansko obstajajo, Svet EU na priporočilo Komisije na zadevno državo članico naslovi priporočila glede ekonomskih politik (preventivni del). Po drugi strani bi bilo treba, če se ugotovi, da so neravnotežja čezmerna, na priporočilo Komisije začeti postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.¹ V okviru tega korektivnega dela mora država predložiti načrt korektivnih ukrepov z njihovim opisom, katerih cilj je odpraviti čezmerna neravnotežja. Načrt mora potrditi Svet. Če država euroobmočja večkrat ne predloži ustreznega načrta ali če ne upošteva potrjenega načrta, lahko Svet proti njej uvede finančne sankcije.

Rezultati poglobljenega pregleda leta 2015

Iz rezultatov poglobljenega pregleda leta 2015 je razvidno, da je Evropska komisija obstoječim neravnotežij ugotovila v petih državah: Bolgariji, Franciji, na Hrvaškem, v Italiji in na Portugalskem. Komisija se je odločila okrepliti postopek za Nemčijo (s stopnje 2 na 3), Francijo (s stopnje 4 na 5) in občutno za Bolgarijo (s stopnje 2 na 5) ter ublažiti postopek za Slovenijo (s stopnje 5 na 4). Italija in Hrvaška sta od leta 2014 ostali v isti kategoriji. Letos sta bili v postopek vključeni Romunija (stopnja 2) in Portugalska (stopnja 5), potem ko sta zaključili svoj program makroekonomskih prilagoditev. To je prvo leto, ko je Komisija uradno uvedla razvrstitev v šest stopenj, čeprav so bile te implicitno uporabljeni že v postopku leta 2014 (glej tabelo 1).

Tabela A Kategorije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji

| 1 2014 | 2 2015 | 2 2014 | 2 2015 | 3 2014 | 3 2015 | 4 2014 | 4 2015 | 5 2014 | 5 2015 | 6 2014 | 6 2015 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DK | DK | BE | BE | HU | HU | IE | IE | HR | HR | | |
| LU | LU | BG | NL | | DE | ES | ES | IT | FR | | |
| MT | MT | DE | SE | | | FR | SI | SI | IT | | |
| AT | AT | NL | RO | | | | | | PT | | |
| LT | LT | SE | UK | | | | | | BG | | |
| LV | LV | UK | FI | | | | | | | | |
| EE | EE | | | | | | | | | | |
| PO | PO | | | | | | | | | | |
| CZ | CZ | | | | | | | | | | |
| SK | SK | | | | | | | | | | |

Vir. Evropska komisija.

Legenda: 1 = ni neravnotežij; 2 = neravnotežja, ki zahtevajo spremlanje in ukrepe ekonomskih politik; 3 = neravnotežja, ki zahtevajo spremlanje in odločne ukrepe ekonomskih politik; 4 = čezmerna neravnotežja, ki zahtevajo posebno spremlanje in odločne ukrepe ekonomskih politik; 5 = čezmerna neravnotežja, ki zahtevajo posebno spremlanje in odločne ukrepe ekonomskih politik; 6 = čezmerna neravnotežja, ki zahtevajo odločne ukrepe ekonomskih politik in sprožitev postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji. Barvna koda: rdeča za države, za katere je postopek okrepljen; zelena za države, za katere je postopek ublažen; modra za države, ki so bile v postopek vključene leta 2015.

1 Uvodna izjava 22 Uredbe EU št. 1176/2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij.

Čeprav je Komisija ugotovila čezmerna neravnotežja v petih državah, trenutno še ne predlaga sprožitve postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji. Komisija se je tako odločila, da ne bo v celoti uporabila vseh razpoložljivih ukrepov v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, tj. korektivnega dela postopka. V primeru Hrvaške in Francije pa je Komisija izrecno napovedala, da razmišlja o začetku postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji v maju 2015, če se zadevni vladi ne bosta zavezali, da bosta do takrat izvedli odločne strukturne reforme.

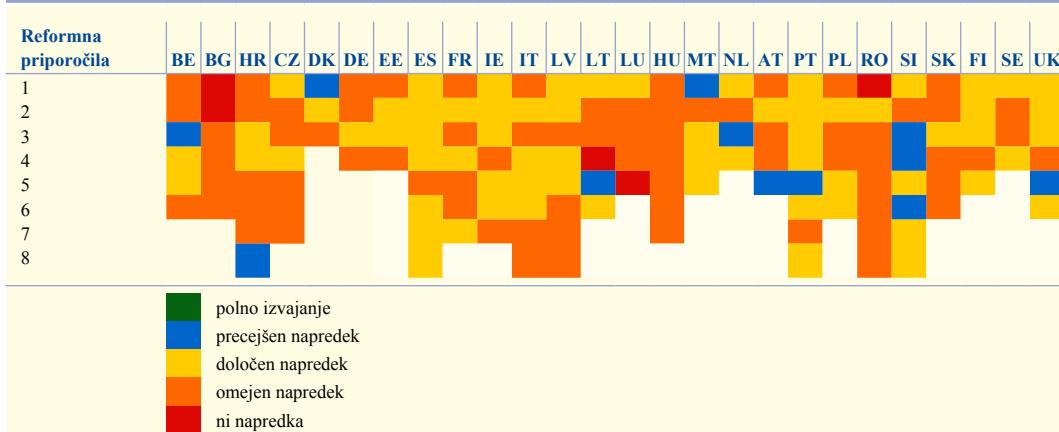
Razmislek o ugotovitvah poglobljenega pregleda leta 2015

Iz rezultatov poglobljenega pregleda leta 2015 je razvidno, da v številnih državah neravnotežja postajajo vse resnejša. Ti rezultati so skrb zbujoči, saj je bil eden ključnih razlogov za uvedbo postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji ta, da bi postopek pomagal preprečiti nastanek škodljivih neravnotežij in spodbuditi odpravo že obstoječih. Vendar se vsako leto število držav z ugotovljenimi čezmernimi neravnotežji poveča (z nič leta 2012 na pet leta 2015), medtem ko se Komisija ni še nikoli sklicevala na postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji. To sproža vprašanja glede uporabe postopka in učinkovitosti njegovega preventivnega dela.

Nezadostno izvajanje reformnih priporočil posameznim državam

Komisija daje pri ocenjevanju resnosti neravnotežij pomembno težo političnim zavezam. Čeprav so verodostojne zaveze pomemben korak pri uresničevanju reform, bi moralo ocenjevanje resnosti neravnotežij temeljiti predvsem na učinkovitih ukrepih ekonomskeh politik. Pretekle izkušnje so pokazale, da napovedi zelo pogosto niso bile izvedene, kot potrjuje ocena izvajanja priporočil posameznim državam leta 2014, ki jo je opravila Evropska komisija, kar zbuja pomisleke glede doseženega napredka (glej tabelo B).

Tabela B Ocena izvajanja priporočil posameznim državam leta 2014, ki jo je opravila Evropska komisija



Vir. Evropska komisija.

Opombe: Za oceno napredka pri izvajaju priporočil posameznim državam leta 2014 se uporabljajo naslednje kategorije. Ni napredka: država članica ni niti napovedala niti sprejela ukrepov za izvajanje priporočil posameznim državam. Ta kategorija se uporablja tudi v primeru, ko je država članica za ovrednotenje morebitnih ukrepov pooblaščila strokovno skupino. Omejen napredok: država članica je napovedala nekatere ukrepe za izvajanje priporočil posameznim državam, vendar je videti, da so ti nezadostni oziroma je njihovo sprejetje/izvajanje ogroženo. Določen napredok: država članica je napovedala ali sprejela ukrepe za izvajanje priporočil posameznim državam. Ti ukrepi so obetavni, vendar vsi še niso bili izvedeni in ni gotovo, da bodo izvedeni v vseh primerih. Precejšen napredok: država članica je sprejela ukrepe, od katerih je bila večina izvedenih. Ti ukrepi veliko prispevajo k izvajaju priporočil posameznim državam. Polno izvajanje: država članica je sprejela in izvedla ukrepe, s katerimi se ustrezno izvajajo priporočila posameznim državam.

Kar zadeva države euroobmočja, Komisija ugotavlja, da nobena od njih ni v celoti izvedla kateregakoli od priporočil leta 2014. Medtem ko so nekatere države pospešile reformna prizadevanja, je v večini držav napredek precej omejen (glej tabelo B) in nesorazmeren glede na preostale ranljivosti. Tako so med državami, ki naj bi v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji leta 2014 sprejele „odločne ukrepe ekonomske politik“ (tj. države v kategorijah 4 in 5 v tabeli A), Španija, Irska in Italija dosegle „določen“ napredek pri večini priporočil posameznim državam, medtem ko je bil napredek Francije pri večini teh priporočil „omejen“. Videti je, da je ta ocena v nasprotju z (večkratnimi) pozivi Komisije k „odločnim ukrepom ekonomske politik“ in kaže pomanjkljivost preventivnega dela postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Glede na nujnost zmanjšanja ranljivosti in okrepitve vzdržne rasti v teh in drugih državah euroobmočja je treba zaradi ugotovljenega nezadostnega napredka močno pospešiti reformna prizadevanja.

Da bi zmanjšali potencialna tveganja za nemoteno delovanje EMU, je pomembno v celoti in učinkovito uporabljati instrumente postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, vključno z njegovim korektivnim delom.

Okvir 6**VPLIV E-POSLOVANJA NA INFLACIJO**

Po nekaterih ocenah naj bi rast e-poslovanja prispevala k nižjim cenam in s tem k nižji inflaciji. Razpoložljive empirične ugotovitve doslej kažejo, da je zaviralni učinek na inflacijo s strani e-poslovanja omejen. Takšne ugotovitve pa spremišča precejšnja negotovost zaradi omejenega nabora podatkov.

Potencialni vpliv e-poslovanja na cene in inflacijo

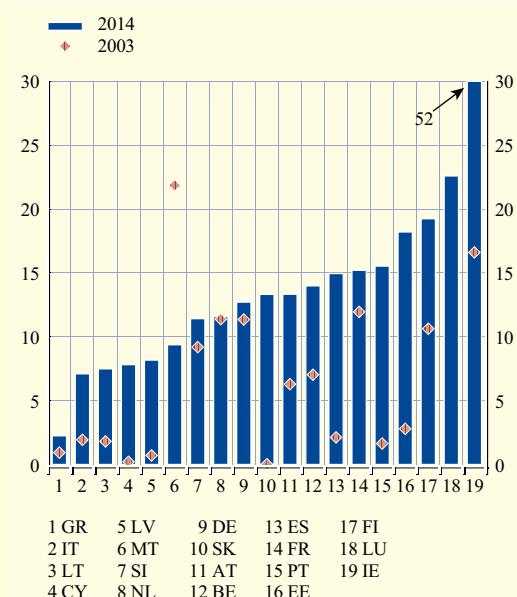
Termin »e-poslovanje« se običajno nanaša na nakup in prodajo blaga ali storitev prek elektronske mreže, na primer prek interneta. Internetne transakcije so postale razširjene tako v trgovini na drobno kot tudi med podjetji.

E-poslovanje lahko prispeva k znižanju cen na dva ključna načina. Prvič, v primerjavi s standardnimi fizičnimi distribucijskimi kanali omogoča e-poslovanje prihranek stroškov na veleprodajnem in maloprodajnem trgu, kar lahko tradicionalni in spletni trgovci na drobno prenesejo na svoje stranke. Drugič, e-poslovanje je lahko učinkovito pri zniževanju cen zaradi povečane konkurence med dobavitelji, saj lahko stranke na internetu preprosto poiščejo boljše ponudbe in tako tradicionalne in spletnne ponudnike prisilijo k temu, da ohranjajo nizke cene. Slednje lahko povzroči tudi zmanjšanje profitnih marž. Treba je opozoriti, da lahko v obeh primerih pride do znižanja cen, tudi če je tržni delež e-poslovanja še vedno razmeroma majhen.

Potencialen vpliv, ki ga ima rast e-poslovanja na inflacijo, naj bi se ohranjal tako dolgo, dokler se širitev e-poslovanja na trgi ne bo stabilizirala, kar pa bi lahko trajalo precej dolgo časa. Spletne transakcije so nova tehnologija, na katero se morajo trgi postopno prilagoditi. Med tem procesom bi se lahko cenovni pritiski umirili, vendar naj bi se vpliv zmanjšal šele, ko bo vzpostavljen novo ravnotežje.¹

Uporaba e-poslovanja v euroobmočju

V zadnjih desetih letih se je delež elektronske prodaje strankam in podjetjem v skupnem prometu povečal v večini držav

Graf A Elektronska prodaja v podjetjih kot odstotek skupnega prometa

Vir: Eurostat in Evropska komisija.

Opomba: Vsa podjetja razen podjetij iz finančnega sektorja (z 10 ali več zaposlenimi). Vključena je prodaja med podjetji in prodaja strankam. Prva meritev se nanaša na leto 2004 pri DE, EE in LT; na leto 2005 pri CY, LV in SK; na leto 2006 pri SI; na leto 2007 pri NL; na leto 2008 pri MT in FR. Zadnji podatki so za leto 2012 pri BE ter za leto 2013 pri SI. Podatki za LU so na voljo samo za leto 2012.

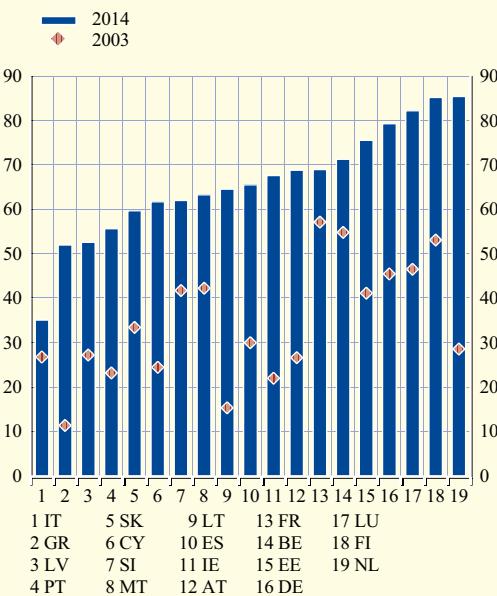
¹ Meijers, H., »Diffusion of the internet and low inflation in the information economy«, *Information Economics and Policy*, letnik 18, 2006, str. 1–23.

euroobmočja, vendar so med državami še vedno precejšnje razlike (glej graf A).² Podjetja v majhnih odprtih gospodarstvih, kot so Irska, Luksemburg, Slovaška in Finska, so leta 2014 zabeležila največji delež elektronske prodaje, sledile pa so jim Nemčija, Francija, Belgija in Španija. Delež elektronske prodaje je bil leta 2014 primerljivo še vedno majhen v Grčiji, na Cipru, v Italiji in na Malti ter tudi v Latviji in Litvi (manj kot 10%). Še posebno opazno povečanje elektronske prodaje z nizkih začetnih ravni v letu 2003 je bilo zabeleženo v državah, ki so se nazadnje pridružile euroobmočju (na Cipru, Slovaškem, v Estoniji, Litvi in Latviji), kjer se je pokritje s širokopasovnim internetom precej razširilo, ter v Španiji in na Portugalskem.

Manjšo prisotnost e-poslovanja v nekaterih državah je mogoče deloma pojasniti z znatno večjim deležem malih in srednje velikih podjetij, ki ponavadi prodajajo manj na spletu kot večja podjetja. Poleg tega nekatere države zaostajajo za drugimi državami euroobmočja z vidika dostopa do »zelo hitrega« interneta.

Delež posameznikov, ki internet uporabljajo zato, da bi pridobili informacije o izdelkih in storitvah ali opravili spletne nakupe, se je v zadnjih desetih letih znatno povečal (glej grafa B in C). V vseh državah euroobmočja, razen v Italiji, je odstotek ljudi, ki so iskali informacije na internetu, do leta 2014 presegel 50%. Do tega obdobja se je delež posameznikov, ki so dejansko kupovali izdelke in storitve na internetu, v večini držav euroobmočja najmanj podvojil v primerjavi z letom 2003.

Graf B Odstotek posameznikov, ki isčejo informacije o izdelkih in storitvah na internetu



Vir: Eurostat in Evropska komisija.
Opomba: Posamezniki v starosti 16–74 let. Prva meritev se nanaša na leto 2004 pri CY, SI, SK, EE in LV; na leto 2005 pri BE, IT in MT; na leto 2006 pri FR.

Graf C Odstotek posameznikov, ki naročajo izdelke in storitve na internetu



Vir: Eurostat in Evropska komisija.
Opomba: Posamezniki v starosti 16–74 let. Prva meritev se nanaša na leto 2005 pri BE, IT in MT; na leto 2006 pri FR.

2 Javni podatki o e-poslovanju so še vedno pomankljivi. Eden od virov podatkov je Eurostatova letna anketa o uporabi informacijsko-komunikacijske tehnologije v podjetjih in gospodinjstvih od leta 2002 dalje, ki vključuje tudi vprašanja o e-poslovanju in podpira digitalno agendo za Evropo, ki jo je Evropska komisija uvedla leta 2010.

Podatki o vplivu e-poslovanja na inflacijo

Pri proučevanju vpliva e-poslovanja na rast cen živiljenjskih potrebščin so prisotni številni pridržki. Eden od teh je povezan z vključitvijo spletnih cenovnih gibanj v HICP. Statistični uradi v EU v čedalje večji meri upoštevajo spletnne cene pri izračunavanju indeksov cen živiljenjskih potrebščin. Pri nekaterih postavkah, kot so cene hotelov in drugih nastanitvenih storitev ter cene letalskega prevoza, je zbiranje in uporaba cen, ki so na voljo na internetu, namesto ali poleg cen pri tradicionalnih potovalnih agencijah in na prodajnih mestih že uveljavljeno. Obenem se vključevanje cen industrijskih izdelkov med statističnimi uradi bolj razlikuje, kar je tudi odraz različnih potrošniških navad.³ Eurostat skupaj z nacionalnimi statističnimi uradi trenutno pripravlja boljši, celovitejši in harmoniziran način zajetja spletnih cenovnih gibanj pri pripravi indeksa HICP.

Ko statistični uradi v HICP vključijo več izdelkov in storitev, s katerimi se trguje na internetu, to vpliva na inflacijo, merjeno s HICP, ker se cene takšnih izdelkov in storitev spreminja po drugačnih stopnjah kot cene izdelkov in storitev, s katerimi se trguje tradicionalno. Če se cene v obeh trgovinskih kanalih spreminja po podobnih stopnjah, vključitev spletnih izdelkov ne bi smela opazno vplivati na inflacijo. Vse večje količine, kupljene na internetu, ter razlike v ravni cen med spletnimi in fizičnimi trgovinami se upoštevajo, ko se delež izdatkov v posameznih podpostavkah HICP prilagodijo.

Razpoložljive informacije o obstoju merilnih napak v indeksu cen živiljenjskih potrebščin zaradi nepopolne vključitve spletnne prodaje so pomanjkljive in nezanesljive. Lünnemann in Wintr (2006)⁴ sta analizirala velik sklop mikropodatkov o cenah in ugotovila, da so spremembe cen izdelkov, s katerimi se trguje na internetu, v povprečju manjše kot primerljive spremembe cen v indeksu cen živiljenjskih potrebščin – to naj bi nakazovalo na morebitne napake pri merjenju inflacije. Nasprotno novejša študija, ki so jo pripravili Gorodnichenko, Sheremirov in Talavera (2014),⁵ ugotavlja, da se cene v spletnih trgovinah v povprečju spreminja približno enako kot v fizičnih trgovinah. Zaradi tega naj bi bila merilna napaka v indeksu cen zaradi izključitve spletnne prodaje majhna.

Podatki o dejanskem vplivu e-poslovanja na spremembe cen živiljenjskih potrebščin so ravno tako pomanjkljivi, vendar kažejo na majhen učinek na inflacijo. Starejša študija, ki sta jo pripravila Yi in Choi (2005)⁶ ugotavlja, da se z letnim povečanjem deleža ljudi, ki uporabljajo internet, za 1 odstotno točko medletna stopnja inflacije zniža od 0,04 do 0,1 odstotne točke. Takšne ugotovitve so približno v skladu z novejšimi rezultati, ki sta jih objavila Lorenzani in Varga (2014),⁷ ki pri proučevanju cenovne konkurenčnosti ocenjujeta vpliv spletnih nakupov izdelkov in storitev. Pri tem projicirata delež spletnih nakupov izdelkov in storitev v trgovini na drobno, zabeležen leta 2010, do leta 2015 in ocenjujeta, da bi lahko takšen trend na splošno privadel do nižje rasti cen v trgovini na drobno v EU27 kot celoti, in sicer za 0,1 odstotne točke

3 Več informacij o vprašanjih merjenja inflacije je v okvirju 2 z naslovom »Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement«, *Structural Issues Report*, september 2011, ECB.

4 Lünnemann, P., Wintr, L., »Are internet prices sticky?«, *Working Paper Series*, št. 645, ECB, junij 2006.

5 Gorodnichenko, Y., Sheremirov, V., Talavera, O., »Price setting in online markets: does it click?« *NBER Working Papers*, št. 20819, avgust 2014.

6 Yi, M.H., Choi, C., »The effect of the internet on inflation: Panel data evidence«, *Journal of Policy Modeling*, letnik 27, 2005, str. 885–889.

7 Lorenzani, D., Varga, J., »The Economic Impact of Digital Structural Reforms«, *European Commission Economic Papers*, št. 529 september 2014.

vsako leto v obdobju 2011–2015. Takšne ocene spremlya precejšnja negotovost, med drugim zaradi omejenega vzorca razpoložljivih podatkov in prej omenjenih pridržkov pri pripravi indeksa cen živiljenjskih potrebščin. Bolj zanesljive informacije so na voljo za ZDA v okviru »projekta tisočih cen«, ki ga izvaja MIT in redno ažurira statistiko o cenovnih gibanjih v realnem in spletnem svetu.⁸ Ti podatki za ZDA ne kažejo niti izrazitih niti sistematičnih razlik med cenovnimi indeksi ali rastjo cen izdelkov, s katerimi se trguje spletno ali tradicionalno.

8 Glej »The Billion Prices Project« na spletni strani <http://bpp.mit.edu/usa/>

Okvir 7

UKREPI PO OCENI PRORAČUNSKIH NAČRTOV ZA LETO 2015

V tem okvirju so povzeti ukrepi po oceni proračunskih načrtov za leto 2015 s poudarkom na sedmih državah, pri katerih je Evropska komisija novembra 2014 ugotovila tveganje, da bodo njihovi proračunski načrti za leto 2015 neskladni s Paktom za stabilnost in rast.¹ Te države so Belgija, Italija, Malta in Avstrija v preventivnem delu pakta ter Francija, Španija in Portugalska v korektivnem. Na sestanku Euroskupine 8. decembra 2014 so se vlade teh držav zavezale, da bodo sprejele potrebne ukrepe za zagotovitev skladnosti s Paktom za stabilnost in rast. Komisija je tudi objavila, da bo na začetku leta 2015 revidirala svoje stališče o izpolnjevanju obveznosti iz Pakta za stabilnost in rast za Belgijo, Francijo in Italijo glede na finalizacijo proračunske zakonodaje in pričakovana pojasnila o programih strukturnih reform, ki so jih napovedale vlade teh držav. Komisija je 13. januarja 2015 objavila sporočilo z naslovom »Kako čim bolje izkoristiti prožnost v okviru obstoječih pravil Pakta za stabilnost in rast«, v katerem je pojasnila in deloma razširila fleksibilnost Pakta za stabilnost in rast glede cikličnih razmer, strukturnih reform in javnih naložb.² Komisija je 25. februarja objavila sklepe glede Belgije, Francije in Italije, 27. februarja pa je objavila oceno, ki jo je Svet potrdil 10. marca, na podlagi zimskih napovedi 2015.

Razen Belgije nobena država, ki naj bi tvegala nespoštovanje Pakta za stabilnost in rast, ni izvedla dovolj ukrepov, da bi lahko zapolnila konsolidacijsko vrzel, ki jo je decembra lani ugotovila Euroskupina. Od držav v korektivnem delu pakta bi morala Francija sprejeti dodatne ukrepe v obsegu 0,5% BDP, da bi leta 2015 izboljšanje strukturnega salda uskladila s prizadevanji, ki jih je junija 2013 zahtevalo priporočilo iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Zimska napoved Komisije 2015 pa ne kaže izboljšanja v obsegu 0,3% BDP, ki je bilo znano na sestanku Euroskupine.³ Medtem se je v Španiji in na Portugalskem – ki bi morali sprejeti ukrepe za izboljšanje skupnega primanjkljaja, da bi izpolnili svoje cilje iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem leta 2015 – napovedani primanjkljaj za leto 2015 malo zmanjšal, vendar je še vedno nad ciljno ravnijo, strukturna prizadevanja pa ne dosegajo zahtev. Pri državah v preventivnem delu ostaja izboljšanje strukturnega salda za 0,2 odstotne točke, kot se leta 2015 pričakuje v Italiji, pod 0,4% BDP, ki jih je priporočila Euroskupina, in je posledica nižjih plačil obresti. Nasprotno naj bi se strukturni ukrepi v Belgiji po pričakovanih povečali za 0,2 odstotne točke, kot se je zavezala v Euroskupini. Italija in Belgija še vedno precej odstopata od strukturnih prizadevanj, ki jih terja pravilo o zadolženosti. Strukturno prizadevanje v Avstriji se je zmanjšalo v primerjavi s tem, kar se je pričakovalo decembra, zato se je še povečalo tveganje precejšnjega odstopanja od zahtev v preventivnem delu. Če bi bilo to naknadno potrjeno, bi lahko povzročilo postopkovne korake spomladi 2016. Na Malti se je zaradi ukrepov, sprejetih v končnem proračunu za leto 2015, zmanjšalo tveganje nespoštovanja zahtev iz preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast, ki bo začel za Malto veljati, če bo Svet sklenil, da je do roka leta 2014 odpravila čezmerni primanjkljaj, in odpravil postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

1 Glej tudi okvir z naslovom »Ocena proračunskih načrtov za leto 2015«, Mesečni bilten, ECB, december 2014.

2 Glej tudi okvir z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, Economic Bulletin, številka 1, ECB, februar 2015.

3 Komisija je ocenila, da prvotni osnutek proračunskega načrta, predložen 15. oktobra, prinaša izboljšanje strukturnega salda za samo 0,1% BDP. Vlada je 21. novembra objavila dodatne ukrepe v vrednosti 0,2% BDP. Te ukrepe, ki jih je Euroskupina v celoti upoštevala v svoji izjavi 8. decembra, je francoski parlament odobril 18. decembra 2014 v okviru sprejetja proračuna za leto 2015.

Komisija je 27. februarja objavila rezultate ocene izvajanja Pakta za stabilnost in rast za Belgijo, Francijo in Italijo. Komisija je v poročilih na podlagi člena 126(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije preučila kršitev kriterija primanjkljaja v Belgiji ter kršitev kriterija dolga v Belgiji in Italiji. Odločila se je, da za ti državi ne bo uvedla postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem zaradi več olješevalnih dejavnikov: v primeru Belgije in Italije (i) skladnost držav z zahtevami glede strukturnih prizadevanj na podlagi preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast (ki so bile za Italijo zdaj zmanjšane po sporočilu Komisije o fleksibilnosti Pakta za stabilnost in rast); (ii) neugodne gospodarske razmere (tj. šibka gospodarska rast in nizka inflacija), zaradi katerih je izpolnjevanje pravila o zadolženosti težavnejše; (iii) pričakovano izvajanje ambicioznih načrtov strukturnih reform za spodbujanje rasti, ki so jih predložile oblasti. Te ocene niso upoštevale izpada na področju javnofinančne konsolidacije v obdobju 2014–2015 v zvezi s priporočili Sveta junija 2014 kot obremenilnega dejavnika.

Komisija je morala v primeru Francije oceniti, ali so bili sprejeti učinkoviti ukrepi v odziv na priporočilo Svetja, naj se čezmerni primanjkljaj odpravi do leta 2015. Taki ukrepi bi v povezavi z nepričakovanimi neugodnimi makroekonomskimi pojavi z večjimi neugodnimi posledicami za javne finance navadno omogočili podaljšanje roka za odpravo čezmernega primanjkljaja za eno leto. Če se nasprotno oceni, da država euroobmočja ni sprejela učinkovitih ukrepov, postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem predvideva okrepitev postopka tako, da se zadevni državi pošlje opozorilo⁴ in uporabi finančna kazen v višini 0,2% BDP. Komisija lahko zaradi izrednih gospodarskih okoliščin ali na utemeljeno zaprosilo države članice priporoči, da Svet zniža znesek kazni ali jo prekliče. Komisija je v obdobju 2013–2014⁵ poročala, da razpoložljivi dokazi ne omogočajo zaključka, da niso bili sprejeti učinkoviti ukrepi, in priporočila podaljšanje roka za odpravo čezmernega primanjkljaja za dve leti (tj. do leta 2017). Svet je to priporočilo upošteval 10. marca. Priporočena prilagoditev je preložena, tako da mora Francija sprejeti vse večje ukrepe za struktурno prilaganje v obdobju postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem: 0,5% BDP leta 2015 (kar je enako minimalni zahtevi iz korektivnega dela in je torej manj od do zdaj zahtevanih 0,8% BDP), 0,8% BDP leta 2016 in 0,9% leta 2017. Na podlagi sedanjih postopkov v zvezi s čezmernim primanjkljajem bo leta 2017 Francija edina država euroobmočja v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Kljub tveganju, da državi ne bosta izpolnili rokov, ki jih je priporočil Svet za odpravo čezmernega primanjkljaja, Komisija ni poslala opozorila v obliki samostojnega priporočila Španiji ali Portugalski, v nasprotju z lanskim letom, ko je taka priporočila v podobnih razmerah poslala Franciji in Sloveniji.

Okvir gospodarskega upravljanja v EU je bil okrepljen z novimi uredbami, združenimi v »šesterček« in »dvajček«, ki sta začela veljati leta 2011 oziroma leta 2013. Ta okvir je bil precej izboljšan zaradi pomembnih ugotovitev na podlagi zadnje krize. Pri tem so posebnega pomena uvedba pravila o zadolženosti v korektivnem delu, vzpostavitev postopka precejšnjega odstopanja v preventivnem delu (ki bi naj bi zagotovil, da države dosežejo zadosten napredek v smeri doseganja srednjeročnih proračunskih ciljev), spremembe postopka odločanja, da bi bil pri uporabi pravil in kazni večji avtomatizem, ter možnost zahtevanja spremenjenih osnutkov proračunskih načrtov ter izdaje samostojnih priporočil, če so cilji postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem ogroženi.

4 Na podlagi člena 126(9) Pogodbe o delovanju Evropske unije.

5 Za to obdobje ta ocena ni upoštevala zadnjega leta v obdobju postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, za katero je Komisija ugotovila tveganje neskladnosti s postopkom v zvezi s čezmernim primanjkljajem. To je v nasprotju z okoliščinami iz leta 2013, ko je bil rok iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem podaljšan, ker je bilo ugotovljeno, da obstajajo učinkoviti ukrepi le, če se vključi zadnje leto obdobja iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

Pomembno je, da se orodja iz okrepljenega okvira upravljanja učinkovito in dosledno uporablajo v času in med državami. Bistveno je, da se dejansko uporablajo, kot je bilo načrtovano, da bi se zagotovil vzdržen javnofinančni položaj v državah članicah euroobmočja. Le tako bo lahko Pakt za stabilnost in rast zagotavljal zaupanje. Verjetnost uporabe postopka precejšnjega odstopanja iz preventivnega dela se je zmanjšala, ker so se zahtevane prilagoditve v državah, ki so se znašle v težkih makroekonomskih okoliščinah, sčasoma zmanjšale. Tudi postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji še ni bil sprožen, čeprav so bila ugotovljena čezmerna neravnotežja.⁶ Obstaja tveganje, da bo pravilo o zadolženosti postavljeno na stranski tir, če bo dejansko podrejeno oslabljenemu preventivnemu delu, ki se po sporočilu Komisije o fleksibilnosti bolj malo ozira na vzdržnost dolga. Celovito in dosledno izvajanje je bistveno za zaupanje v evropski javnofinančni okvir.

6 Za več podrobnosti glej okvir »Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji leta 2015«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, marec 2015.

PROGRESS WITH STRUCTURAL REFORMS ACROSS THE EURO AREA AND THEIR POSSIBLE IMPACTS

Structural reforms have the potential to substantially boost productivity and employment and to reinvigorate growth in the euro area, while also improving the ability of countries to rapidly adjust to shocks, reallocate resources and restructure their economies. This article illustrates the effects of structural reforms on key macroeconomic variables, describes the recent progress of product and labour market reforms, and suggests that further structural reforms could be a powerful tool to restore growth and competitiveness in the euro area. There are signs that reforms undertaken since the start of the crisis have already had a positive impact; wages and prices appear to be more flexible and have helped the adjustment process, while export performance also seems to have improved in countries which have adopted reforms. Even though some euro area countries have made significant progress, indicators show that there is still ample room for further reforms across the euro area. This is necessary to support long-term sustainable growth, to increase the adjustment capacities of the euro area countries and to support the smooth functioning of the Monetary Union.

I MACROECONOMIC IMPACTS OF STRUCTURAL REFORMS

Structural reforms can lead to higher sustainable employment, investment and growth as well as provide the flexibility needed for a smooth-functioning Monetary Union. Reforms to boost competition and enhance wage and price flexibility help to increase competitiveness and productivity. This is particularly important for individual euro area countries where price competitiveness gains come from changes in wages and prices, thereby increasing the importance of flexibility. Flexibility in labour and product markets also helps to provide the necessary adjustment capacity and market signals for euro area economies to restructure, reallocate and grow. Hence, structural reforms help to achieve a more efficient allocation of resources, which boosts the longer-run growth potential of economies and creates new jobs via various transmission channels.¹

I.I TRANSMISSION CHANNELS OF STRUCTURAL REFORMS

Labour and product market reforms have different theoretical effects on wages, prices, and employment. Labour market reforms, to the extent that they reduce the wage mark-up or the reservation wage, should have a wage-moderating effect, which is reflected in improved competitiveness and/or higher profit margins for firms and an increased demand for labour, which can lead to higher employment and, all other things being equal, lower structural unemployment. The latter would also be helped by higher wage differentiation across different types of worker (according to age, skill, etc.), which would contribute to reducing structural mismatch in the labour market. Real wages could also subsequently exceed initial levels as a result of higher demand for labour and potential productivity increases.² Product market reforms that facilitate the entry of firms and increase competition reduce the price mark-up. This also helps to increase real wages, thereby stimulating higher aggregate demand, and thus results in higher output and employment. To the extent that product market reforms also increase productivity, real wages may increase further, while the effect on employment depends on the relative importance of income and price

1 See, for example, Bayoumi, T., Laxton, D. and Pesenti, P., "Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment", *Working Paper Series*, No 341, ECB, April 2004; Coenen, G., McAdam, P. and Straub, R., "Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the euro area-wide model", *Working Paper Series*, No 747, ECB, April 2007; see also Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M. and Pisani, M., "Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment", *International Finance*, Vol. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, pp. 23-44.

2 See, for example, Lusinyan, L. and Muir, D., "Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy", *Working Paper Series*, No 13/22, IMF, January 2013.



effects.³ The overwhelming majority of studies support the view that labour and product market reforms have a positive effect on employment. Concerning real wages, results are less uniform; while product market reforms are generally associated with higher real wages, the effects of labour market and other structural reforms depend on the specific nature of the reform.⁴

Product market and labour market reforms are likely to raise investment. This occurs via two main channels. First, because the initial wage-moderating effect of labour market reforms is reflected in a higher profit margin, firms have additional funds to invest and a higher return to capital. Employment increases, not only as a result of higher investment but also as a result of wage moderation. Consequently, consumption tends to rise in the long run, providing additional incentives for investment owing to expected higher (future) demand. Second, product market reforms that facilitate entry and competition tend to reduce price mark-ups and thereby increase both real wages and demand, thus stimulating investment.⁵ Evidence shows that labour and product market reforms have positive effects on investment. These findings are underpinned by simulating the results of structural reforms in the euro area using the EAGLE model (see Box 1). According to the model estimates, the output increase would largely be a result of higher investment.

- 3 Empirical evidence suggests that permanent productivity increases lead to a fall in employment. See Gali, J., "Technology, Employment, and the Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?", *American Economic Review*, Vol. 89, No 1, American Economic Association, March 1999, pp. 249-271.
- 4 For instance, lowering tax wedges in the euro area could boost not only hours worked but also real wages. See, for example, Coenen et al., op. cit. This positive impact is not observed in the case of conventional labour market reforms such as reductions in the minimum wage, lower unemployment benefits or a move from industry to firm-level wage bargaining. See also Krebs, T. and Scheffel, M., "Macroeconomic evaluation of labour market reform in Germany", *Working Paper Series*, No 13/42, IMF, February 2013.
- 5 A third channel is the direct impact of reforms on productivity, which could boost investment as the return to capital increases. See Griffith, R., Harrison, R. and Simpson, H., "Product Market Reform and Innovation in the EU", *The Scandinavian Journal of Economics*, No 112, April 2010, pp. 389–415. It should be noted that increased competition lowers profit margins, which may reduce investment by the incumbent firms in the sector. This effect tends to be dominated by the investment-increasing effects. See Alesina, A., Ardagna, S., Nicoletti, G. and Schiantarelli, F., "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, Issue 4, June 2005, pp. 791-825.

Box 1

MACROECONOMIC EFFECTS OF STRUCTURAL REFORMS: AN EAGLE-BASED ASSESSMENT

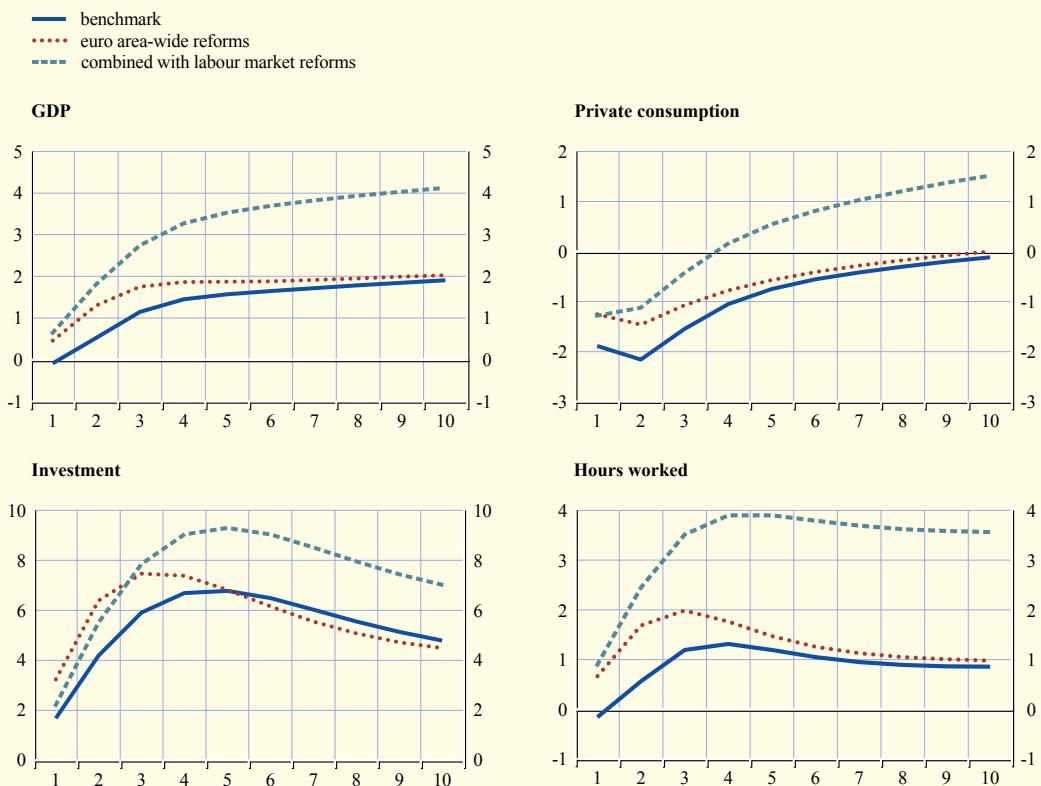
A quantitative assessment of the macroeconomic effects of structural reforms is an integral part of the overall policy analysis. To this end, formal model-based simulations are widely employed. In this Box, the Euro Area and Global Economy (EAGLE)¹ model is used to analyse the macroeconomic effects of structural reforms. In the EAGLE model households supply labour services and set their wages in monopolistically competitive markets by charging a mark-up over their marginal rate of substitution between hours worked and consumption. Similarly, firms set prices on their differentiated goods by charging a mark-up over their marginal cost of production. The wage and output price mark-ups reflect the level of monopolistic powers in the economy

¹ EAGLE is a large-scale calibrated multi-country micro-founded model. Explicit micro-foundations enable the identification of structural parameters and the proper analysis of the impact of structural changes, while the general equilibrium framework allows the effects of the behaviour of households and firms to be appropriately taken into account. In its benchmark version, the EAGLE comprises four regions: the United States, rest of the world (ROW) and two euro area regions, that is, a specific euro area country and the rest of the euro area. The euro area regions are subject to a common monetary policy which reacts to a weighted average of the regional inflation rate and output. In terms of its theoretical foundation, EAGLE is similar to the New Area-Wide Model (see Gomes, S., Jacquinot, P. and Pisani, M., "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, Vol. 29(5), Elsevier, 2012, pp.1686-714).

and result in sub-optimal levels of labour utilization and production. Thus, in the context of this modelling framework, the implications of competition-enhancing reforms can be investigated by analysing the effects of a reduction in mark-ups. Overall, the simulations suggest that structural reforms can significantly increase GDP growth, even in the short term.

Structural reforms can be implemented in a variety of ways, which may have diverse macroeconomic impacts. For illustrative purposes, in what follows, three alternative service sector reform scenarios are considered:² (1) unilateral policy implementation in one large euro area country (“benchmark”); (2) coordinated policy implementation (“euro area-wide reforms”); and (3) unilateral policy implementation in the large euro area country of service sector reform combined with labour market reform (“combined with labour market reforms”). In the simulations below the reforms are implemented via a hypothetical permanent reduction in the non-tradable sector price mark-up and the economy-wide wage mark-up by 10 percentage points and 7.5 percentage points respectively, gradually over two years. The specific size of the shocks ensures that both types of reform have roughly the same long-term impact on GDP. The simulation results are displayed in the chart below.

Simulated impact of structural measures on reforming euro area country under alternative scenarios, selected macroeconomic variables

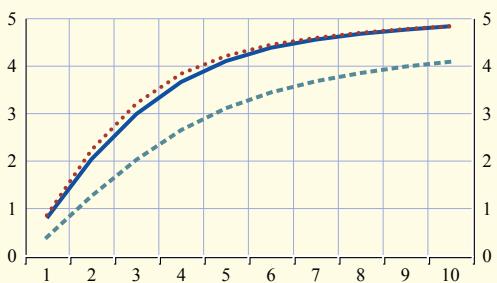


2 See also Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M. and Pisani, M., “Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment”, *International Finance*, Vol. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, pp. 23-44.

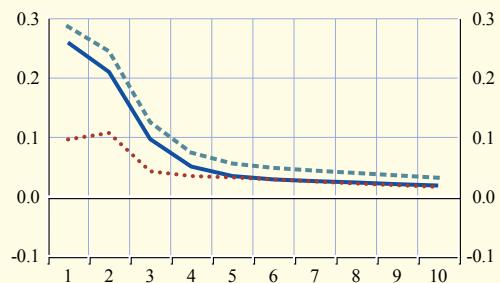
Simulated impact of structural measures on reforming euro area country under alternative scenarios, selected macroeconomic variables (cont'd)

— benchmark
··· euro area-wide reforms
--- combined with labour market reforms

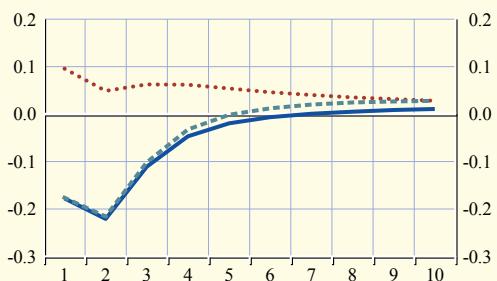
Real wage



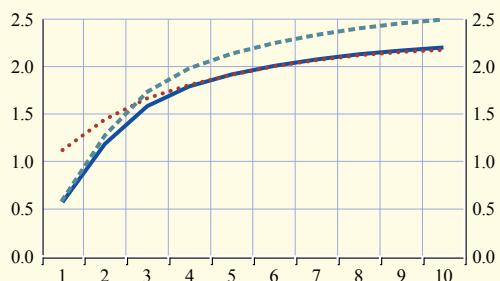
Real interest rate



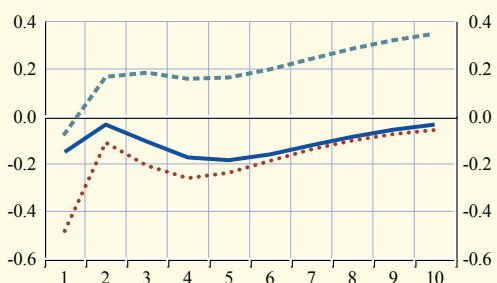
Consumption inflation



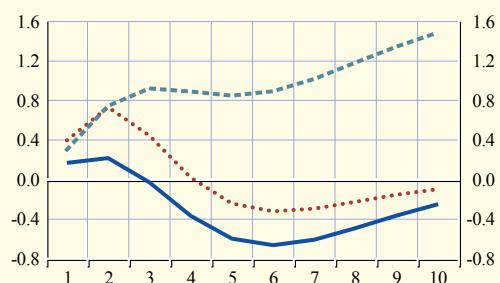
Real exchange rate



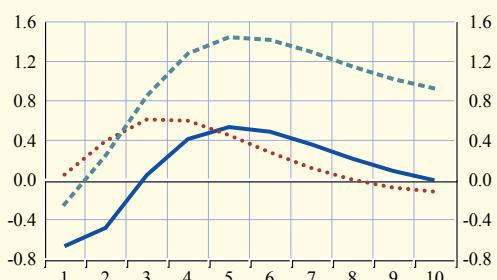
Terms of trade



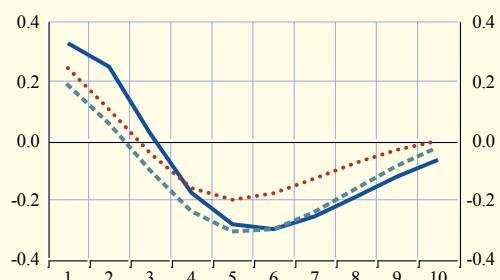
Exports



Imports



Trade balance-to-GDP ratio



Source: ECB simulations.

Note: The chart depicts percentage deviations from the baseline over a ten-year horizon (but percentage point deviations for consumption inflation, real interest rate and trade balance-to-GDP ratio).

The unilateral implementation of service sector reform may lead to transitional economic costs for some components of GDP, such as consumption, while investment rises in the short run. For the *benchmark case*, service sector reform leads to a delayed pick-up in domestic output and substantial downward pressure on inflation in the short run. Following the positive permanent supply-side shock, households anticipate reductions in prices of services, leading to lower domestic inflation and a higher domestic real interest rate. As a result, consumption drops in the short run. By contrast, in anticipation of higher future production levels over the longer term, firms boost investment demand and gradually accumulate capital. This increases their labour demand, pushing up real wages. Overall, the external trade balance initially rises as domestic demand decreases. In the medium run, it stays below its equilibrium level, as aggregate demand increases. The country's real exchange rate depreciates over time to absorb the increased supply.

Coordinated policy implementation, through positive cross-border spillover effects and stronger adjustment in the nominal exchange rate of the euro, means that the benefits of the reforms are felt more quickly. Euro area-wide reforms support domestic output as the entire euro area now grows at the same pace. This extra gain in economic activity is mainly driven by trade (exports are growing much faster), eliminates the downward pressure on inflation and results in a more favourable domestic real interest rate evolution. As a consequence, the decrease in domestic consumption is also smaller compared to the benchmark scenario. In the short term, this reduction in consumption combined with the expansion of exports results in an initial trade surplus, although this is smaller compared to the benchmark case as reforms are now implemented at the euro area level. When reforms gradually kick in and euro area aggregate demand increases, the trade balance moves below its equilibrium level and leads to stronger real exchange rate depreciation. In the long run, the cross-border spillover effects are estimated to be positive, albeit quite limited. Consequently, the long-term effect on the domestic economy when reforms are simultaneously implemented in all euro area countries is similar to the benchmark case.

The implementation of service sector reform jointly with labour market reform allows faster and more balanced economic expansion. When service sector reform is *combined with labour market reform* the rise in economic activity is significantly accelerated, while downward pressure on inflation remains strong. Labour market reform pushes down wages by increasing labour supply. The higher domestic real interest rate weakens domestic demand during the initial stages, but output rises in the first year. At the same time, competition in the labour market boosts labour supply and lowers real wages, which motivates firms in both non-tradable and tradable sectors to increase labour demand. As a result, employment rises, contributing positively to domestic demand over the medium run. Driven by strong competitiveness gains and large positive spillover effects from the country under reform to the rest of the euro area, domestic exports rise substantially. In comparison to the benchmark case, the terms of trade deteriorate, reflecting lower prices of tradable goods. Import demand increases in line with higher domestic income. Consequently, improvement in the trade balance in the short run is weaker than in the benchmark case. The long-term impact on the economy is significantly stronger. The most noticeable exception is real wages, which increase by less than in the benchmark case. The GDP response is twice as large as in the benchmark case, driven by labour market reform, which contributes to a proportionately greater response in consumption, employment and foreign trade flows.

1.2 IMPLEMENTATION DESIGN ASPECTS OF STRUCTURAL REFORMS

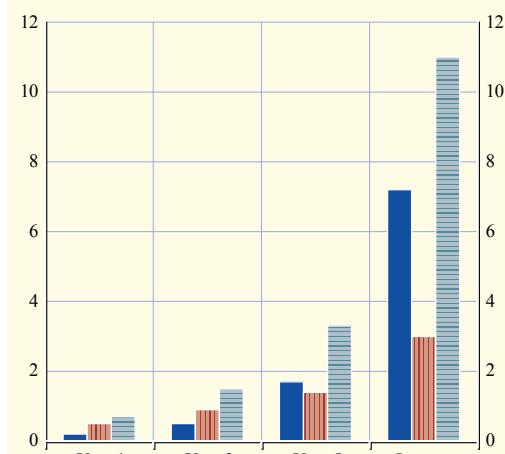
If reforms are properly targeted and implemented, the short-term benefits can significantly outweigh any potential short-term costs, while longer-term impacts are positive. Labour market and service sector reforms may have transitional costs, as they can potentially induce a temporary decline in some components of GDP, such as consumption. For instance, measures which increase product market competition may lead to the exit of incumbent firms, which could temporarily lead to lower private consumption, lower output and higher unemployment in the affected sector. However, as new firms enter the market and the industry as a whole becomes more efficient, firms tend to increase investment and employment and production expands beyond initial levels. Similarly, making it easier to hire and lay off workers could temporarily lead to lower employment in the period immediately after the reform. However, it also enables firms to restructure faster, boosting competitiveness and increasing investment and, ultimately, employment.⁶ Also, expectations of higher future incomes, along with rapid positive financial market reactions to reforms, can bring forward the expected positive growth effects on GDP to the short run and significantly outweigh any transitional costs.

Coordinated labour and product market reforms usually have greater macroeconomic effects than stand-alone reforms (see Box 1). To reap the benefits of such coordination, product and labour market reforms should complement rather than substitute each other. Several authors point to the fact that packaging reforms together induces faster short-run adjustments and minimizes or even eliminates short-run costs relative to implementing individual reforms. The impacts reported by Anderson et al. are an illustrative example of the general results from the literature. Chart 1 shows the simulated impacts of possible reforms in all euro area countries over both the short and the long run mainly via reducing mark-ups and increasing labour market productivity. For each of the euro area countries, the simulations model the impact of closing roughly 50% of the gap with the Organisation for Economic Co-operation and Development's (OECD) frontier cases in labour and product market policies. Chart 1 shows that reforms could substantially boost growth in the long run, the impact being stronger when product market reforms are implemented jointly with labour market reforms (rather than separately). In addition, the positive impacts of reforms on GDP can already be observed in the first year.

Chart 1 Simulated euro area GDP effect of a euro area-wide structural reform package

(percentage deviation from the baseline)

- product market reforms
- labour market reforms
- product and labour market reforms



Source: Anderson et al.

6 See Hobza, A. and Mourre, G., "Quantifying the potential macroeconomic effects of the Europe 2020 Strategy: stylised scenarios", *European Economy - Economic Papers*, No 424, DG ECFIN, European Commission, 2010, which shows the positive dynamics for the EU, and Anderson, D., Barkbu, B., Lusinyan, L. and Muir, D., "Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth", *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, IMF, 2013, which shows the positive short-run GDP dynamics for the euro area.

The sequencing of reforms is important. Starting with product market deregulation can raise employment and real wages and thereby complement subsequent labour market reforms.⁷ Some authors show that implementing reforms faster produces better short-run and long-run outcomes than gradual implementation, as frontloading reforms can lead to a quicker adjustment of wages and prices and a more rapid rebound in growth and job creation.⁸

The initial degree of market regulation seems to influence the effectiveness of reforms. The more regulated the market initially, the higher the positive impact of reforms will be in the long run. Some authors report that reforms in the non-traded (service) sector yield the largest gains because the degree of competition in this sector is relatively low.⁹

There is no consensus on the impact of the state of the business cycle on reform success. Several papers show that in times of weak demand some labour market reforms may be less beneficial or may even have negative effects, while other studies demonstrate that the position in the business cycle has no bearing on the success of reforms.¹⁰

The strength of confidence channels, which support the positive effects of structural reforms, crucially depends on the credibility of the reforms. If reforms lack credibility, their impact will not be as large in comparison to a situation in which economic agents have full confidence in the announced reform package from the outset. Anderson et al. demonstrate that if the credibility of the reform package is only gradually built up, its impact on growth will be smaller in the shorter term. Accordingly, the positive effects of reforms can be more pronounced, manifest themselves more rapidly and last longer if they are credible.

Structural reforms can also be undertaken when monetary policy is constrained by the zero lower bound (ZLB). Based on the theoretical literature, the real interest rate usually increases when structural reforms are implemented owing to the downward impact of reforms on price levels. This may cause private consumption to fall over the short run, because forward-looking consumers readjust their consumption and saving patterns.¹¹ According to those models, the response of the real interest rate tends to be more significant when the ZLB is binding, reinforcing this channel. However, other studies have found that the implications of the ZLB can be overcome via strongly operating confidence effects and the investment channel, particularly if supported by an immediate positive response by stock markets in anticipation of the future benefits of reforms.¹² It is important to note that monetary policy also has non-conventional measures at its disposal to provide further monetary accommodation even if the ZLB for interest rates is binding.

7 See, for example, Blanchard, O. and Giavazzi, F., "Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No 3, August 2003, pp. 879-907.

8 For a discussion of this, see Blanchard, O.J., Froot, K.A. and Sachs, J.D. (eds.), *The Transition in Eastern Europe*, University of Chicago Press, 1994.

9 See, for example, Everaert, A. and Schule, W., "Structural Reforms in the Euro Area: Economic Impact and Role of Synchronization across Markets and Countries", *Working Paper Series*, No 06/137, IMF, 2006.

10 See, for example, Tompson, W., *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Market and Labour Markets in Ten OECD Countries*, OECD Publishing, 2009.

11 For a discussion of this, see Eggertsson, G., Ferrero, A. and Raffo, A., "Can Structural Reforms Help Europe?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 61, Elsevier, January 2014, pp. 2-22.

12 See Fernández-Villaverde, J., "Discussion of 'Can Structural Reforms Help Europe?' by Gauti Eggertsson, Andrea Ferrero and Andrea Raffo", *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 2013, or Vogel, L., "Structural reforms at the zero bound?", *European Economy - Economic Papers*, No 537, DG ECFIN, European Commission, November 2014, for the most recent findings.

2 STRUCTURAL REFORMS IN THE EURO AREA DURING THE CRISIS

Euro area countries adopted a wide spectrum of structural measures in response to the economic crisis and the financial market turmoil. Reform efforts were mainly concentrated in countries under stress (see Box 2) facing strong macroeconomic imbalances and vulnerabilities. Areas covered by the measures ranged from labour, product and financial markets to trade and fiscal policy, with the aim of making economies more flexible and resilient and ultimately increasing sustainable growth and restoring employment creation.

Box 2

IMPACTS OF STRUCTURAL REFORMS IN STRESSED EURO AREA COUNTRIES

Since the financial crisis, stressed euro area countries have implemented a number of structural reforms with initial results suggesting substantial gains in terms of output. The aim of this Box is to shed some light on the possible quantitative impact of structural reforms on key macroeconomic variables in a selected group of stressed euro area countries.¹

A number of structural reforms were implemented in Greece. The IMF² estimates that policies which close roughly half the gap in product and labour markets with the rest of the euro area – which seems to be what Greece achieved during the crisis according to changes in the OECD’s product market regulation (PMR) and employment protection legislation (EPL) indicators – could raise real GDP by about 4% after five years and by 10% in the long run. A study by the Foundation for Economic and Industrial Research,³ which also uses the Global Integrated Monetary and Fiscal (GIMF) model, suggests similarly significant effects on output, employment, productivity and competitiveness in the long run.

A wide range of structural reforms support recovery in Ireland. The Irish Government Economic and Evaluation Service (IGEES),⁴ for example, estimates that a range of reforms in the areas of tax policy, access to finance, competition policy, wage competitiveness, labour market activation and human capital could result in a permanent increase of 1.3% in the level of GDP by 2020 relative to the baseline forecast. Additionally, 26,000 jobs relative to the baseline could be added.

In Italy, further reforms are crucial to enhancing the output potential. Several studies⁵ on the possible impacts of potential structural reforms are available. In the case of significant labour and product market reforms, which would align Italy with “best practices”, GDP could increase by more than 10% in the long run. Implementing both reforms simultaneously could yield even higher gains in GDP.

1 The total impact has not been fully captured yet by the data or respective models. Another caveat, which is particularly relevant for stressed countries, is that it is difficult to differentiate between fiscal measures and purely structural measures, because they are implemented simultaneously in many cases. With these caveats in mind, preliminary evidence suggests that substantial gains in terms of output can be attributed to structural reforms.

2 IMF Country Report No 13/155, June 2013.

3 Foundation for Economic & Industrial Research, “Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece”, 2014.

4 “Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland”, IGEES Working Paper, July 2014.

5 For a summary of studies on the impacts of structural reforms on the Italian economy, see “OECD Economic Surveys: Italy 2013”, OECD Publishing, 2013.

In Portugal, the 2009-13 reforms have already raised the levels of productivity and potential GDP. According to OECD estimates,⁶ the reforms will have resulted in a 3.5% increase in these variables by 2020. Further analysis by the OECD suggests that were Portugal to move to best practice among OECD countries in various areas of product market regulation, this would yield an additional increase in the level of GDP of 5.5% by 2020.⁷

In Spain, the main benefits seem to have derived from the 2012 labour market reform. A study by the OECD,⁸ for example, shows that up until the second quarter of 2013 50% of the observed drop in unit labour costs and at least 25,000 new permanent contracts per month mainly in the small firms segment can be attributed to this reform. The 2012 labour market reform crucially included a move toward firm-level bargaining and changes to dismissal legislation. In this context, a separate analysis by the Banco de España⁹ indicates that the residuals from a regression of wages on prices, unemployment, and productivity have been declining since 2008. This suggests that the labour market reforms implemented over this period are also potentially reflected in wage moderation beyond what is caused by productivity, price and business cycle developments.

Significant gains for stressed euro area countries have also been made in the area of product market reforms. The European Commission estimates that the EU's Services Directive and the business environment reforms implemented up until mid-2013 have boosted labour productivity in the sectors affected by the Directive by around 4.3%, 5.7%, 7% and almost 9% in Portugal, Spain, Italy and Greece, respectively.¹⁰

6 "Portugal: Reforming the State to promote growth", *Better Policies Series*, OECD Publishing, May 2013.

7 "Portugal: Deepening structural reforms to support growth and competitiveness", *Better Policies Series*, OECD Publishing, July 2014.

8 "The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment", OECD Publishing, June 2014.

9 Izquierdo, M., Lacuesta, A. and Puenten, S., "The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market", *Economic Bulletin*, Banco de España, September 2013.

10 "Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece", *European Economy*, 5/2014, DG ECFIN, European Commission; in addition, Varga, J., Werner, R. and in 't Veld, J., in "Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal", *European Economy - Economic Papers*, No 511, DG ECFIN, European Commission, December 2013, identify education and tax reforms as the most promising areas for structural policy intervention and confirm that structural reforms yield significant economic gains in the medium and long run.

A number of countries have introduced labour market reforms to increase labour market flexibility and boost employment. Labour market flexibility has been increased by reducing severance payments, streamlining the administrative procedures for the termination of open-ended contracts, facilitating alternative employment dispute resolutions and introducing a faster dedicated judiciary track. At the same time, in those countries where the degree of labour market segmentation was particularly high and therefore detrimental to productivity, reductions in excessive employment protection for permanent workers have often been combined with stricter criteria for the use of temporary contracts. A number of countries have taken measures to reduce the tax wedge and to revise wage-setting mechanisms towards giving more prominence to firm-level bargaining relative to economy-wide collective agreements.

Pension market reforms to build more sustainable pension systems and to increase labour supply have also been implemented. Major reforms in pensions increased statutory retirement ages, while pension benefits were reduced in order to improve the sustainability of pension systems while also increasing labour supply and thereby raising potential output.¹³

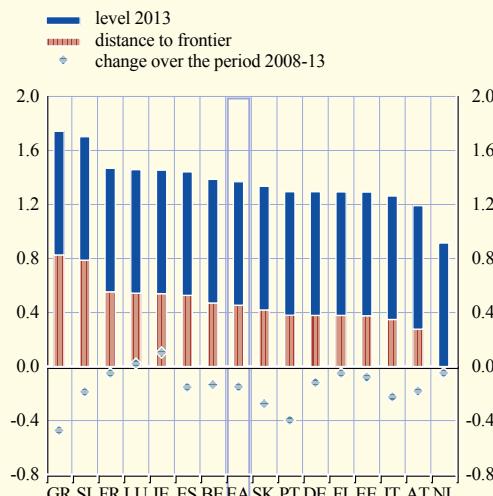
13 See the article entitled "The impact of the economic crisis on euro area labour markets", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2014. See also "Euro area labour markets and the crisis", *Occasional Paper Series*, No 138, ECB, October 2012, which shows that pension market reforms led to an increase in employment and participation.

Progress with product market reforms has also been notable. Measures have been adopted in some euro area countries to reduce the administrative burden involved in setting up a new business, to improve firms' access to finance and to improve competition in sheltered sectors. Regulations regarding market entry have been revised in the energy, professional services and transport sectors in many countries. A number of product market reforms have also been initiated in the context of strengthening the EU Single Market.

The pace of reform implementation has slowed down recently, despite emerging evidence highlighting the beneficial effects of significant reforms implemented since 2008. The product market regulation (PMR) and employment protection legislation (EPL) indicators calculated by the OECD show that reform implementation was significant, particularly in the stressed countries, between 2008 and 2013. Evidence on the impact of structural reforms implemented up to 2013 suggests that measures have started to deliver along various dimensions, ranging from productivity increases, export performance, and possibly increased responsiveness of inflation to economic activity (see Boxes 2 and 3). However, the pace of reform has recently slowed.

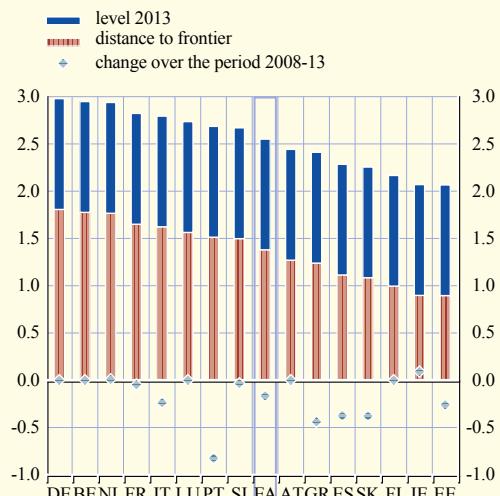
Ample space for potential reforms in the euro area remains, although there is substantial heterogeneity across countries. The PMR and EPL indicators both reveal substantial cross-country heterogeneity in the euro area and confirm that the distance to the frontier of the most flexible OECD country is still substantial (see Charts 2 and 3). Although the PMR and EPL indicators do not capture all the factors which may affect regulation, they provide a reasonable indication of rigidities that can be compared across countries.

Chart 2 Product market regulation



Source: OECD.
Notes: Countries ordered by rank in 2013. Synthetic indicators of the strictness of the regulation of product markets (e.g. state control, barriers to entrepreneurship, trade and investment, etc.). A higher value means stricter regulation. The frontier is the best performer in the OECD, namely, the Netherlands. The euro area average consists of countries which are members of the OECD and for which values are available.

Chart 3 Employment protection legislation



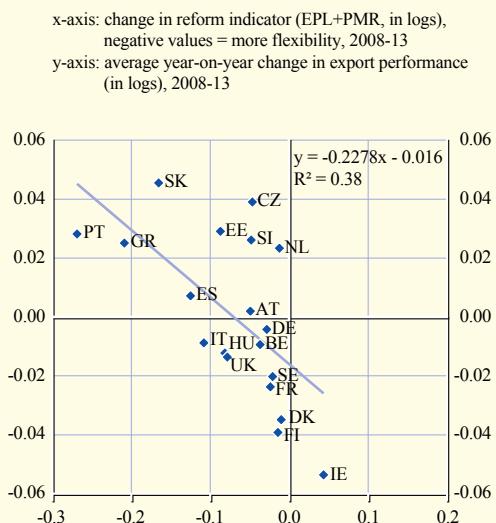
Source: OECD.
Notes: Countries ordered by rank in 2013. Synthetic indicators of the strictness of the regulation of labour markets (e.g. notice periods, severance payments, use of temporary contracts). A higher value means stricter regulation. The frontier is the best performer in the OECD, namely, the United States. The euro area average consists of countries which are members of the OECD and for which values are available.

Box 3

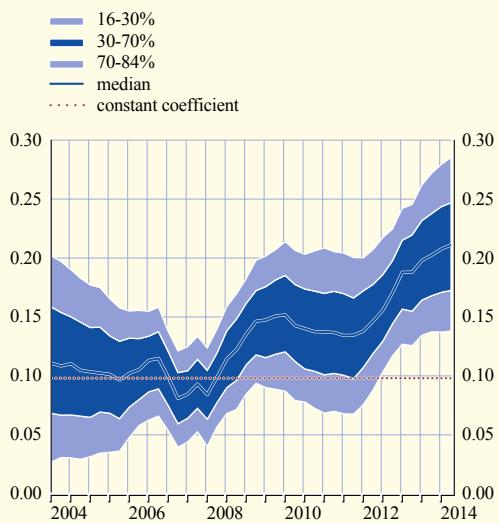
EARLY EVIDENCE OF STRUCTURAL REFORMS AT WORK IN THE EURO AREA

Euro area countries which have implemented structural reforms appear to have improved their export performance. Based on data for the period from 2008 to 2013, those countries tend to show better “underlying” export performance compared to countries which implemented fewer reforms over this period.¹ This is well reflected in the strong positive correlation between underlying export performance and structural reforms, where the latter are measured by the change in the OECD’s employment protection legislation and product market regulation indicators (see Chart A). The measure of export performance is based on Gaulier et al.² and excludes the change in export market share growth which is due to specialisation in fast-growing geographical areas or sectors. It thus captures the underlying export performance driven by price and non-price competitiveness developments, the main channels through which structural reforms affect exports. Model-based simulations for product and labour market reforms – illustrated as gradual decreases in price and wage mark-ups – in a small euro area country using the EAGLE model support the empirical findings from Chart A (see Box 1).³

Chart A Structural reforms and export performance



Sources: OECD, Gaulier et al. (2015) and ECB calculations.
Note: Slope parameter is significant at the 5% level.

Chart B Time-varying estimates of the Phillips curve slope¹⁾

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) The Phillips curve relates de-meaned annualised quarterly growth rates of the HICP excluding energy and food (seasonally adjusted) to its first two lags and the first lag of the output gap. The coefficients and the log of the error variances evolve as random walks without drift and are estimated using Bayesian methods. The slope is the coefficient of the output gap. “Constant coefficient” refers to the estimates of a constant coefficient model based on the 1996-2014 sample.

1 Two main caveats to this analysis are noteworthy. First, the analysis is only available for exports of goods. While this limits the scope of the exercise, there is no reason to believe that structural reforms affect goods and services exports in a substantially different way. Second, the measurement of export performance is based on the intensive margin of trade only.

2 Gaulier, G., Santoni, G., Taglioni, D. and Zignago, S., “In the wake of the global crisis: evidence from a new quarterly database of export competitiveness,” *Policy Research Working Paper Series*, No 6733, The World Bank, 2013.

3 See the *Monthly Bulletin* article entitled “Country adjustment in the euro area: where do we stand?”, ECB, May 2013.

Structural reforms might also have affected inflation dynamics in the euro area. Such an impact can occur through increased flexibility of prices and wages, which can render inflation more responsive to economic activity. This is consistent with empirical results which show an increase in the estimated slope of the Phillips curve for the euro area in recent years (see Chart B). An analysis of wage developments also indicates an increasing responsiveness of wages to unemployment as the crisis becomes more protracted, possibly suggesting that labour market reforms are starting to make wages more flexible in some euro area countries.⁴⁵

4 Nominal wage rigidities seem to have declined as the crisis has become more protracted, perhaps indicating that recent labour market reforms are putting downward pressure on wages (see “Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets”, *Occasional Paper Series*, No 159, ECB, February 2015).

5 Several caveats are associated with the estimation of a reduced-form Phillips curve. Since there is no agreed upon functional form of the Phillips curve, results might be sensitive to the chosen specification and estimation method.

3 FURTHER REFORM NEEDS IN THE EURO AREA

Structural reforms should be a matter of priority for euro area countries. Further reforms would not only benefit the countries implementing them, but would also support the euro area recovery and strengthen the monetary policy transmission mechanism.

Reforms which directly address bottlenecks and barriers to entry to increase the ease of doing business are of key importance. Chart 4 shows that in a majority of euro area countries the business environment remains unfriendly and could be substantially improved. Indeed, several euro area countries remain far from the frontier and well below the top ranking countries in the world, with only one euro area country among the top ten. Reducing costs associated with starting a business and decreasing regulatory barriers to firm entry would significantly improve the business environment.

Chart 4 World Bank's ease of doing business index: distance to frontier



Source: World Bank.

Notes: Countries ordered by distance to frontier in 2014. The 2014 score measures the gap between a particular economy's performance and best practice. Zero represents the lowest performance and 100 represents the frontier (measured by the highest ranking country). No value for Malta prior to 2013 is available. EA reflects the simple average across the euro area countries. Values on the x-axis reflect the respective country's position in the overall 2014 ease of doing business index.

Further reforms are necessary in labour markets. Reforms are needed which allow workers to redeploy quickly to new sectors and job opportunities and which reduce unemployment duration and structural unemployment. This requires policies which enable firm-level agreements that allow wages to better reflect local labour market conditions and productivity developments, allow greater wage differentiation across workers and between sectors, reduce employment adjustment rigidities and labour market dualities and enhance labour mobility within and across euro area countries, thereby helping to reduce structural mismatch. The latter will also be helped by building up the skills of the workforce through effective active labour market programmes for the unemployed and enabling more vocationally relevant qualifications to be gained through training and education.

More reform in product markets would increase the potential for growth in the euro area and help speed up the reallocation of resources and employment to more productive sectors. Continued product market reforms, including the liberalisation of the professions, are essential to reducing excessive administrative burdens and providing the necessary market signals for the successful reallocation and restructuring of the euro area economy. One of the sectors in which EU-wide initiatives are already underway is the services sector. However, there is still significant room for further reforms to boost competition and productivity.¹⁴

4 CONCLUSION

Structural reforms have the potential to reinvigorate growth in the euro area in both the short and longer run. With the appropriate design, as well as credible and careful implementation, reforms can minimise or eliminate possible negative short-term dynamics for some components of GDP and maximise longer-run positive impacts. The credibility of reforms and their implementation plays a crucial role by strengthening confidence channels and bringing forward the positive impacts of reforms via higher anticipated incomes and positive responses in the financial markets.

More reforms are needed at the country level to reinforce and stimulate the Monetary Union's growth potential. Although significant progress has been made in recent years, there is still considerable scope and urgent need for more structural reforms across the euro area. Countries with comparatively more rigidities will benefit the most from structural reforms. While reforms remain first and foremost in the interest of the individual euro area country concerned, they also facilitate the smooth functioning of the Monetary Union as a whole by making the euro area more flexible and resilient in response to macroeconomic shocks and also facilitating the restructuring of economies.

¹⁴ See, for example, Monteagudo, J., Rukowski, A. and Lorenzani, D., "The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation", *European Economy - Economic Papers*, No 456, DG ECFIN, European Commission, June 2012, or Fernández-Corugedo, E. and Pérez-Ruiz, E., "The EU Services Directive: Gains from Further Liberalization", *Working Paper Series*, No 14/113, IMF, 2014.

WHO HOLDS WHAT? NEW INFORMATION ON SECURITIES HOLDINGS

The financial crisis of 2008-09 highlighted the need for granular information on holdings of individual securities. This article introduces new statistics – securities holdings statistics – which have been collected by the European System of Central Banks since the beginning of 2014 and significantly help to close the information gap on securities holdings both within the euro area and between the euro area and the rest of the world. In particular, since the data are collected on a security-by-security basis, they provide a vast range of new breakdowns. This article describes the scope, content and coverage of the new statistics. In addition, it illustrates the value added of these new data on the basis of a few specific examples and outlines the future potential uses of the data.

I INTRODUCTION

When Lehman Brothers collapsed in September 2008, policy-makers, including central banks, had very limited information about who was exposed to the securities at stake. In particular, most of the then available official statistics only provided aggregated information, thereby making it difficult to identify exposures of market participants or sectors to a particular issuer or to capture the extent of contagion that such an event could trigger.¹

This and similar experiences, where a lack of detailed data hindered swift policy action, pointed to the need for highly granular information on securities holdings and accelerated the preparatory work of the European System of Central Banks (ESCB) on the development of new statistics to help fill this information gap.² This work resulted in two legal texts³ that provide a sound legal basis for the collection of a comprehensive dataset on securities holdings for the euro area. The actual data collection of the new securities holdings statistics (SHS) started in early 2014, with the first data referring to holdings at the end of December 2013.

The rest of this article is organised as follows. Section 2 introduces SHS data collection, including scope, content and coverage. Section 3 illustrates the possible use of SHS data by means of examples. Finally, Section 4 concludes.

2 THE MAIN FEATURES OF SECURITIES HOLDINGS STATISTICS

SHS data have been collected quarterly since the fourth quarter of 2013 and cover the two main types of security: debt securities and equity securities (including investment fund shares). The main feature of these data is that holding information is collected on the level of each individual security, i.e. security by security.

1 See Harford, T., “Let’s have some real-time economics”, *Financial Times*, 7 March 2014.

2 See Sola, P. and Strobbe F., “Addressing data gaps revealed by the financial crisis: European Central Bank statistics on holdings of securities”, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, *IFC Bulletin*, No. 34: Proceedings of the IFC Conference on “Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis”, Bank for International Settlements, Basel, August 2010.

3 Regulation of the European Central Bank of 17 October 2012 concerning statistics on holdings of securities (ECB/2012/24) and Guideline of the European Central Bank of 22 March 2013 concerning statistics on holdings of securities (ECB/2013/7).

2.1 DATA COLLECTION

The collection of data on securities holdings on a security-by-security basis has gained considerable ground in recent years given its advantages.⁴ Before the introduction of security-by-security data collection, reporting agents were required to aggregate data according to breakdowns defined by the statistical authority before reporting them (the “aggregate method”). This method requires, on the one hand, reporting agents to understand statistical codes and to use them to aggregate the data. On the other hand, statistical compilers have to ensure that each reporting agent implements the aggregation and applies the statistical standards in the same (harmonised) way. Additionally, whenever changes are necessary, all reporting agents have to adapt their systems accordingly.

In security-by-security data collection, the aggregation step is eliminated on the side of the reporting agents. The agents only have to report a few essential items, such as the International Securities Identification Number (ISIN), which is widely used in the financial markets, and the corresponding monetary amounts (positions and/or transactions). The statistical compiler then uses the ISIN and reference data on securities to calculate the necessary aggregates centrally. This in turn ensures a harmonised treatment of the data of each reporting agent and thus allows the compiler to manage data quality accurately. Moreover, the availability of highly granular data enables the calculation of a wide range of breakdowns even retrospectively (whenever necessary), without placing an additional burden on reporting institutions. While the costs borne by reporting agents are reduced, the costs to the statistical authority increase due to the granular data collection, extensive data manipulation and reference data maintenance. Nevertheless, the numerous benefits more than outweigh the costs. In particular, recent advances in IT solutions, infrastructure and related communication channels have made such wide-scale data collection considerably easier.

2.2 SCOPE

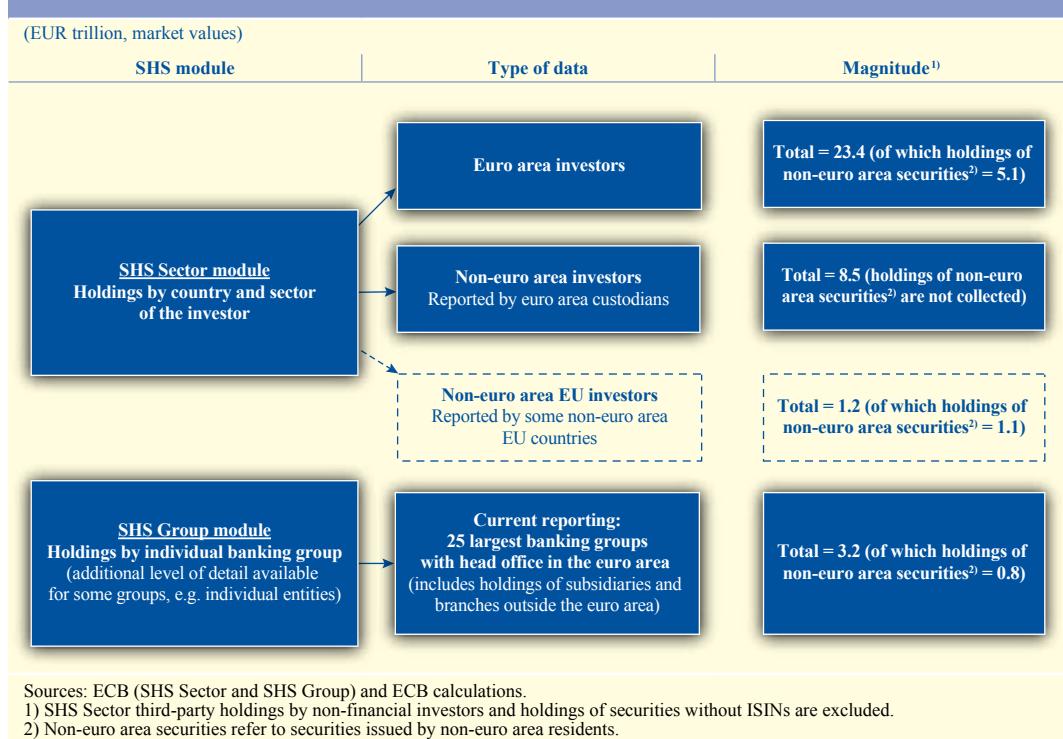
The SHS project contains two data modules (the SHS Sector and the SHS Group), which differ on account of the granularity of the information on the holder's side (see Chart 1). The SHS Sector module provides aggregate information on the holdings of institutional sectors resident in individual countries, while the SHS Group module currently contains information on the individual holdings of the 25 largest banking groups with head offices in the euro area (i.e. holder-by-holder information).

Furthermore, the SHS Sector module encompasses two main distinct sets of data: (i) holdings of securities by investors resident in the euro area, such as households in Germany or monetary financial institutions (MFIs)⁵ in France, and (ii) non-resident investors' holdings of euro area securities that are deposited with a euro area custodian, such as US investors' holdings

⁴ In the United States, for instance, the collection of Treasury International Capital (TIC) data on foreign holdings of US securities and US holdings of foreign securities relies on this method. For more information on the TIC data set, see <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>. Several other statistical series published by the ECB, such as balance of payments or investment fund statistics, also rely on this method. The SHS database is, however, the only example of an integrated international database covering security-by-security data on holdings of securities (i.e. covering data collected from many countries).

⁵ For the purposes of this article, the MFI sector comprises deposit-taking corporations and money market funds, excluding central banks, unless indicated otherwise.

Chart I Overview of the two SHS modules



of German securities deposited in Luxembourg. In addition, most non-euro area EU countries (namely Bulgaria, the Czech Republic, Denmark, Hungary, Poland and Romania) also collect SHS Sector data.

The magnitudes of the collected holdings are rather substantial, particularly of those in the SHS Sector module. Total holdings by euro area investors amounted to some €23.4 trillion at the end of June 2014,⁶ covering holdings of both securities issued by euro area residents (around €18.3 trillion) and those issued by non-euro area residents (around €5.1 trillion). The holdings by non-euro area investors reported by euro area custodians are of a significantly smaller magnitude – around €8.5 trillion – and only refer to holdings of securities issued by euro area residents. Data reported by non-euro area EU countries cover holdings of around €1.2 trillion; the rest of this article, however, focuses on the data from euro area countries.⁷

The SHS Group module includes significantly smaller amounts. It covers holdings of around €3.2 trillion reported by a limited sample of large banking groups with their head offices in the euro area (the 25 largest banking groups at the end of the second quarter of 2014). The SHS Group module comprises the holdings of securities by the whole group, including by the group's subsidiaries and branches resident outside the euro area. Holdings of securities issued

6 The figures presented in this article refer to the end of June 2014, unless stated otherwise.

7 There is a certain overlap between both types of data. The part of the holdings of the euro area securities reported by EU countries not belonging to the euro area can also be found in the data collected from the euro area custodians, although with a limited sector breakdown in the latter.

by both euro area residents (€2.4 trillion) and non-euro area residents (€0.8 trillion) are covered in this module.

It is worth noting that, in many cases, SHS data help to fill long-standing statistical gaps – even on an aggregated basis – with information not previously available from any other data source. For instance, the SHS Sector module also contains data that refer to holdings by non-financial sectors in other euro area countries reported by euro area custodians (e.g. holdings by German households deposited with, and thus also reported by, custodians in Luxembourg). These holdings amount to some €0.4 trillion.

2.3 CONTENT

The collection of holdings data on a highly granular, security-by-security level provides the possibility to link SHS data with other databases, notably those with reference data on individual securities, typically using an ISIN as the matching element. In the case of SHS data, an integral part of the data compilation is the link to information from the Centralised Securities Database (CSDB)⁸, jointly operated by the ESCB, which is a multi-purpose platform currently containing reference information (such as price, issuer name and outstanding amount) on over six million outstanding debt securities, equities and investment fund shares.

As a result, SHS data enriched by CSDB information contain a high number of attributes, which can be freely combined to derive various breakdowns and/or aggregations on both the issuer and holder sides (see Table 1 for some of the main attributes). For instance, the SHS Sector module can be used to obtain information on the market value of holdings by the French MFI sector of debt securities maturing in three years and issued by a specific non-financial institution.

Table 1 Selected attributes from the SHS dataset enriched by CSDB information

| SHS data collection | | CSDB reference data | |
|-----------------------------------|--|---------------------------------------|-----------------------------------|
| Holder data Who is the holder? | Holding value How much is it worth? | Security data What is held? | Issuer data Who is the issuer? |
| SHS Sector module ¹⁾ | Market value | Security identifier (ISIN) | Issuer name/code |
| – Sector | Nominal value | Instrument type | Issuer sector |
| – Country | Notional flows ³⁾ | Price | Issuer country |
| | Accrued income | Maturity date | NACE classification |
| SHS Group module ²⁾ | | Market capitalisation | |
| – Individual banking groups | | Outstanding amount | |
| | | Currency | |
| | | Eligibility for Eurosystem operations | |

1) Information about holders is only available on an aggregate (by institutional sector and/or country) level, i.e. not by individual holder. The main holding sectors available are (i) deposit-taking corporations, (ii) money market funds, (iii) investment funds, (iv) financial vehicle corporations, (v) insurance corporations, (vi) pension funds, (vii) other financial corporations, (viii) general government, (ix) non-financial corporations, (x) households and (xi) non-profit institutions serving households. For holdings by non-euro area investors, the sector breakdown is restricted to (i) general government and central banks and (ii) other investors.

2) Information available by individual (group) holder.

3) Notional flows refer to estimated values of transactions (i.e. they reflect changes in positions adjusted for price and exchange rate variation, as well as for other changes in volume due to reclassifications, adjustments, etc.).

8 For more information, see the publication entitled “The Centralised Securities Database in brief” on the ECB’s website.

2.4 COVERAGE

SHS data are regularly checked against comparable data sources in order to ensure sufficient quality and coverage. In particular, they are compared with other ECB statistics, such as the integrated euro area financial and non-financial accounts (EAA), MFI balance sheet statistics, insurance corporation and pension fund statistics, investment fund statistics and securities issues statistics, as well as with consolidated banking data. Such comparison exercises and subsequent investigations provide valuable insights into the reasons for possible discrepancies, including possible conceptual and measurement differences.

Box 1 describes in detail the various aspects that can be the source of differences between SHS data and other available statistics on securities holdings. In particular, it highlights that the SHS Sector data on holdings by euro area investors are of a higher quality and coverage (as well as being more detailed) than those on holdings by non-euro area investors reported by euro area custodians. The main reason for this is that the former are often collected through direct reporting by the actual holders, whereas the latter only rely on indirect reporting by euro area custodians, presumably covering only part of the total holdings by non-euro area residents.

Box I

DIFFERENCES BETWEEN SHS DATA AND OTHER SECURITIES STATISTICS

A number of features of SHS data have to be taken into account when reconciling the main aggregates derived from these data with other available (aggregate) statistics on securities holdings. SHS data collection focuses on securities about which detailed information can be provided in a highly standardised manner, i.e. debt securities, investment fund shares and listed shares (unlisted shares are not covered). Furthermore, holdings of securities without ISINs are only collected in some countries and have not, at the time of writing, been incorporated in the regular SHS aggregates (reported data amount to almost €1 trillion, mainly issued by investment funds).

More importantly, one of the main aspects that influence the coverage and quality of SHS data is the collection method, i.e. whether the data are collected through direct reporting by the actual investors or indirectly through custodians that hold (for safekeeping) the securities on behalf of the actual investors. The indirect, custodian method allows the collection of data from a relatively low number of specialised reporting agents. The main disadvantage is that securities held by a custodian that is not subject to SHS reporting¹ are not covered. Moreover, a custodian may not know the final investor and thus the data are likely to suffer from “custodial bias” (especially if the custodian’s customers are institutions transacting on behalf of a third party customer), affecting the geographical and sector breakdown on the investor side.

The custodian method is typically used if the investor is located outside the respective jurisdiction or if the costs to collect the data directly from the investors are too high (e.g. for holdings by households or by small non-financial corporations). In the case of SHS,

¹ Custodians not resident in the euro area, for instance, given that the ECB’s regulations can only be applied to residents of the euro area.

custodial reporting is used to collect information on holdings by non-euro area investors of euro area securities (e.g. US holdings of euro area government debt) and on holdings by non-financial sectors in the euro area (e.g. holdings by German households).

Another conceptual difference is caused by the treatment of derogations. While the least relevant reporting agents are subject to derogations in almost all official statistics, the final aggregates usually account for the effect of the derogations by estimating them. However, this is currently not the case for SHS data as, owing to the focus on security-by-security data, all SHS aggregates are built in such a way that they can be disaggregated up to the individual holding.

Other differences may exist, including valuation and measurement differences, depending on the selected benchmark data. For instance, while the SHS holdings are available in both market and nominal values, the other data sources may rely on a combination of different valuation methods applied to different sub-sets of the overall holdings.

The SHS Sector module covers around 83% of the total outstanding amount of securities issued by euro area residents (see Table 2). Put differently, the holding sector and country are known for around €27 trillion of the amount outstanding of €32 trillion obtained from the ECB's EAA data, which measure both the holdings and outstanding issuance by all euro area sectors at an aggregated level and thus provide a comprehensive benchmark for the SHS Sector data (see also Box 2). The coverage of debt securities (92%) is found to be higher than that of shares (73%).

A more detailed comparison can be carried out with the EAA data on holdings by each sector in the euro area (see Table 3). Overall, the SHS Sector data cover around 83% of the aggregates in the EAA data, but there are differences across the holding sectors. For instance, SHS coverage tends to reach nearly 90% for the MFI sector and for other financial intermediaries and auxiliaries, which in most cases are subject to direct reporting. By contrast, coverage lies below 80% for euro area non-financial investors, which are generally not subject to direct reporting.

SHS coverage of holdings by non-euro area investors reported by euro area custodians is also relatively high, around 81%, compared with liabilities from the EAA data, which amount to some €10.6 trillion. Coverage is high for debt securities and quoted shares but rather low for investment funds shares. In addition to the caveats of indirect reporting by custodians (see Box 1 for more details), the quality of SHS data on holdings by non-euro area investors is still improving, given that the collection of these data has only recently started in the euro area.⁹

Table 2 SHS Sector holdings of securities issued by euro area residents at the end of the second quarter of 2014

| (EUR trillion, market values) | Debt securities | Shares | Total |
|--|-----------------|-------------|-------------|
| Amount outstanding of securities issued in the euro area (EAA) | 17.7 (100%) | 14.5 (100%) | 32.2 (100%) |
| Of which covered by SHS Sector holdings | 16.2 (92%) | 10.7 (73%) | 26.9 (83%) |
| <i>Held by euro area investors</i> | <i>10.6</i> | <i>7.7</i> | <i>18.3</i> |
| <i>Held by non-euro area investors</i> | <i>5.6</i> | <i>2.9</i> | <i>8.5</i> |

Sources: ECB (SHS Sector and EAA) and ECB calculations.

⁹ SHS Sector holdings by domestic investors have been collected by the ESCB on a voluntary and “best-effort” basis since early 2009. Moreover, even prior to 2009, some euro area countries had national collection systems for securities holdings by domestic investors in place.

Table 3 Securities holdings by euro area sectors at the end of the second quarter of 2014

| (EUR billion, market values) | SHS Sector | EAA | SHS coverage (in percentages) |
|--|---------------|---------------|----------------------------------|
| Euro area financial sectors | 18,316 | 21,700 | 84 |
| Monetary financial institutions | 6,152 | 6,914 | 89 |
| Other financial intermediaries and auxiliaries | 7,488 | 8,705 | 86 |
| Insurance corporations and pension funds | 4,676 | 6,081 | 77 |
| Euro area non-financial sectors | 5,036 | 6,408 | 79 |
| Non-financial corporations | 1,434 | 1,955 | 73 |
| General government | 746 | 982 | 76 |
| Households | 2,856 | 3,471 | 82 |
| Total | 23,352 | 28,108 | 83 |

Sources: ECB (SHS Sector and EAA) and ECB calculations.

3 SOME EXAMPLES OF HOW SECURITIES HOLDINGS STATISTICS DATA CAN BE USED

Given the richness of SHS data, it is not feasible to present a comprehensive overview of their possible uses. Nevertheless, the following case studies at least attempt to give a flavour of potential uses, such as for monetary policy, financial stability and financial integration. Box 2 also explains the benefit that the new SHS data may bring to other statistics, using the example of the future use of the SHS Sector data to enhance the EAA.

3.1 CASE STUDY 1: ANALYSES OF INVESTMENT PATTERNS BY EURO AREA SECTOR

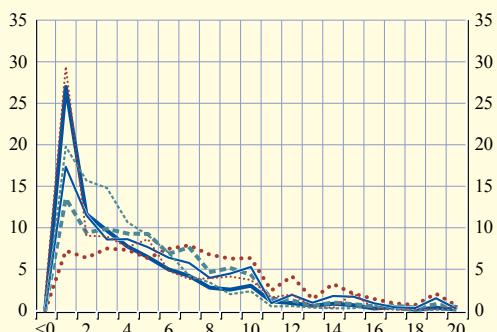
SHS data can be used to investigate the differences in investment patterns by euro area sector by analysing, for example, the residual maturity profile of sectors' holdings of debt securities (see Chart 2). The data highlight the greater share of holdings of short-term securities in the portfolios of non-financial sectors (i.e. households, non-financial corporations and general government). Conversely, holdings by insurance corporations and pension funds include the lowest share of securities with a short maturity. The profile of holdings by MFIs may reflect the different functions of that sector (e.g. investment in short-term money market funds and commercial paper on the one hand, and, on the other, market-making with a need for holdings of a broad maturity spectrum and the underwriting of securities issuances as a part of investment banking, which can lead to the warehousing of long-term debt).

Chart 2 Maturity profile of holdings of debt securities by euro area sector

(percentage of total holdings at the end of the second quarter of 2014)

x-axis: residual maturity in years

- monetary financial institutions
- insurance corporations and pension funds
- other financial institutions
- general government
- non-financial corporations
- households and NPISH



Sources: ECB (SHS Sector) and ECB calculations.

Notes: Negative residual maturity represents holdings of securities past their scheduled maturity date following the bankruptcy of the issuer. NPISH stands for non-profit institutions serving households.

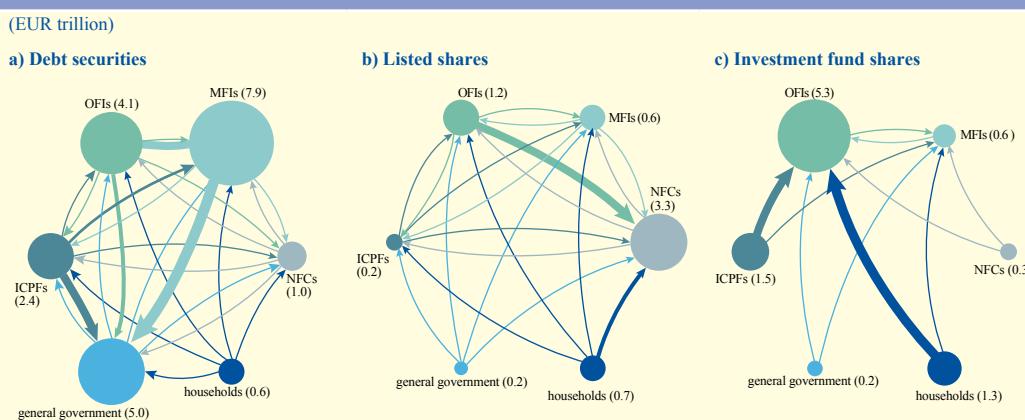
Knowing the exact maturity profile of securities holdings can prove useful when, inter alia, analysing the balance sheet channel of the monetary transmission mechanism, monitoring vulnerabilities related to the liquidity positions on the side of the issuers and measuring mismatches in the maturity of assets and liabilities. Moreover, changes in the holdings of various sectors are relevant in the context of assessing non-standard monetary policy measures like securities purchasing programmes. In particular, such information helps to assess the respective announcement and balance sheet effects and to gauge potential crowding-out effects. If needed, more granular data are also available, both on the investor side (a country-sector breakdown) and on the issuer side (up to the level of the individual issuer/security).

3.2 CASE STUDY 2: INTERCONNECTEDNESS OF THE MAIN EURO AREA SECTORS

One of the benefits of SHS data is that they provide information on securities holdings by main euro area sector, with the same sector on the issuer side. As this information was not previously available from other data sources for all euro area sectors, SHS data can be especially useful from the perspective of financial system stability in the euro area. In particular, the new information allows a better assessment of the interconnectedness of sectors, the level of systemic risk and the strength of possible contagion channels (both direct and indirect) in the system.

Direct exposures owing to securities issued by one euro area sector being held by another sector differ significantly, according to the type of security. The notable feature of the euro area debt market (see Chart 3, panel a) is that all three financial sectors are significantly exposed to a sovereign credit risk, with the largest chunk of government debt securities held by the MFI sector. By contrast, the euro area market for investment fund shares is dominated by the investment of households and insurance corporations, as well as pension funds, in shares issued by other financial institutions (see Chart 3, panel c). In turn, other financial institutions tend to invest heavily in listed shares issued by non-financial corporations (see Chart 3, panel b). However, it is also the case that

Chart 3 Interconnectedness of euro area sectors at the end of the second quarter of 2014



Sources: ECB (SHS Sector) and ECB calculations.

Notes: Each node represents one euro area sector (NFCs = non-financial corporations, MFIs = monetary financial institutions, OFIs = other financial institutions, ICPFs = insurance corporations and pension funds, and households = households and non-profit institutions serving households). The arrows show the holdings by the corresponding sector of securities issued by another euro area sector, their thickness being proportional to the value of these holdings. The size of the nodes is proportional to the sum of (i) the market value of holdings by the respective sector of securities issued by euro area residents and (ii) the value of securities issued by the respective sector and held by euro area investors. This sum is also reported in brackets (EUR trillion).

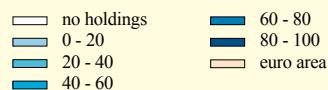
other financial institutions partially channel the initial investment in investment fund shares from other sectors (e.g. from households) to government debt securities. In fact, the share of government debt holdings in total holdings by investment funds is around 47%.

3.3 CASE STUDY 3: CROSS-BORDER SECURITIES HOLDINGS BY EURO AREA AND NON-EURO AREA INVESTORS

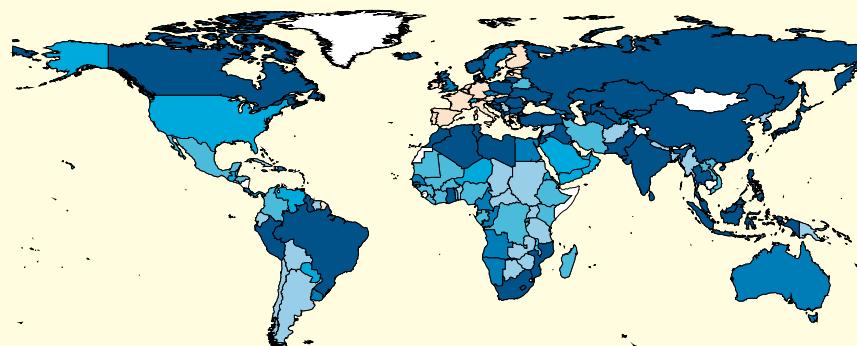
Besides the detailed information on intra-euro area holdings, SHS data contain useful information on securities holdings between the euro area and the rest of the world. In this way, they contribute to a better understanding of the degree and nature of financial integration worldwide.¹⁰

Chart 4 Share of debt securities in total securities holdings by each country/region at the end of the second quarter of 2014

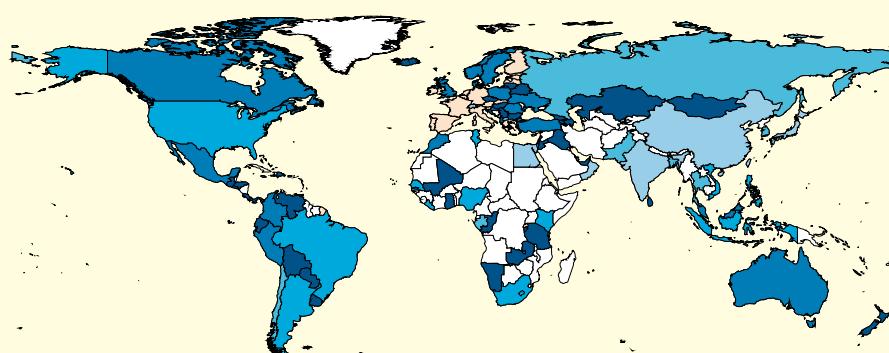
(percentages)



a) holdings of euro area securities by non-euro area investors



b) holdings of non-euro area securities by euro area investors



Sources: ECB (SHS Sector) and ECB calculations.

Notes: Owing to confidentiality restrictions, the data of a few countries are not shown (selected countries with holdings of less than €1 billion or countries with a very small geographical area) and some countries were aggregated into regions. In panel a), the six aggregated regions comprise the following countries: (i) China, Macau and Japan; (ii) Albania, Croatia and Macedonia; (iii) Turkmenistan, Kazakhstan and Uzbekistan; (iv) Saudi Arabia, Oman, Qatar, the United Arab Emirates and Yemen; (v) Libya, Tunisia and Algeria; and (vi) Angola, Namibia and Congo. In panel b), the only aggregated region consists of Costa Rica, Ecuador, Panama and Venezuela.

¹⁰ The use of SHS data for the development of financial integration indicators is also illustrated in Fache Rousová, L. and Rodriguez Caloca, A., "The use of Securities Holdings Statistics (SHS) for designing new euro area financial integration indicators", *Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics: Proceedings of the Seventh IFC Conference*, Basel, September 2014.

Chart 4 shows the difference between holdings of euro area securities by non-euro area investors (see Chart 4, panel a) and holdings of non-euro area securities by euro area investors (see Chart 4, panel b). First of all, when only distinguishing between countries shown in white (i.e. no holdings) and those shown in varying shades of blue (positive holdings), the chart shows that investment in the euro area is a worldwide phenomenon, as nearly every country in the world holds some euro area securities (see Chart 4, panel a). This is not the case for euro area investment in securities issued by the rest of the world (see Chart 4, panel b). In particular, some African countries do not seem to receive any securities investment from the euro area.

Second, the chart highlights that non-euro area investors from most countries, particularly the Asian ones, invest substantially more in euro area debt securities than in euro area shares (the shade of blue reflects the ratio of debt securities in total investment, i.e. the darker the colour, the more investment in debt securities as opposed to equities). A similar pattern is not found for euro area investment abroad, since the ratio of debt securities in total investment is much more balanced.

3.4 CASE STUDY 4: HOLDINGS OF DEBT SECURITIES ISSUED BY EURO AREA GOVERNMENTS

The granularity of SHS data may be used to analyse data on holdings of selected classes of security, such as those issued by a specific sector. In particular, the monitoring of holdings of debt securities issued by euro area governments serves a number of purposes, including financial stability analysis and the assessment of access to markets by sovereigns.

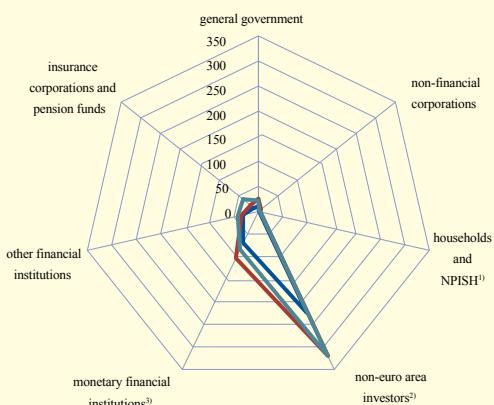
Chart 5 shows the differences in the profile of investors in government debt due in two years, issued by two groups of euro area countries: (i) those that did not experience market tensions during the euro area sovereign debt crisis and (ii) those that experienced tensions or even lost market

Chart 5 Preferences of investor sectors regarding holdings of euro area government debt securities due in two years, by residual maturity

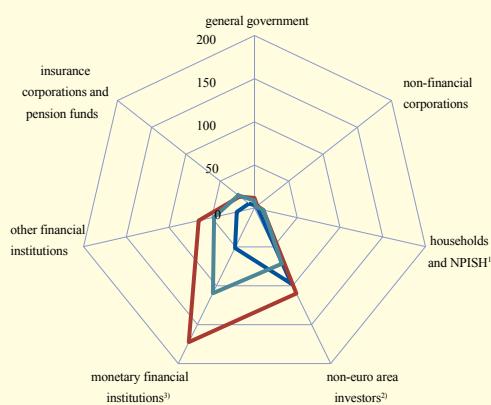
(holdings in EUR billions, market value at the end of the second quarter of 2014)

- up to three months
- over three months and up to one year
- over one and up to two years

a) issuer countries: AT, BE, DE, FI, FR, LU, NL



b) issuer countries: ES, GR, IE, IT, PT



Source: ECB calculations.

1) NPISH stands for non-profit institutions serving households.

2) Holdings by non-euro area investors are calculated as a residual (difference between amount outstanding and holdings by euro area sectors).

3) The MFI sector comprises deposit-taking corporations and money market funds and excludes central banks.

access. The share of holdings by non-euro area investors is significantly larger for securities issued by the former group of countries, while the latter group relies much more on funds from the euro area MFI sector. This is particularly striking for debt securities with maturities of over three months.

SHS Sector data also indicate that a disproportionately large share of government debt issued by the countries that experienced market tensions is held by the domestic MFI sector.¹¹ For instance, in the case of government debt due in two years, the domestic MFI sector holds around 48% of the total amount outstanding, compared with around 34% thereof in the other group of countries. This highlights the strong interdependence between these sovereigns and their domestic banking sectors.

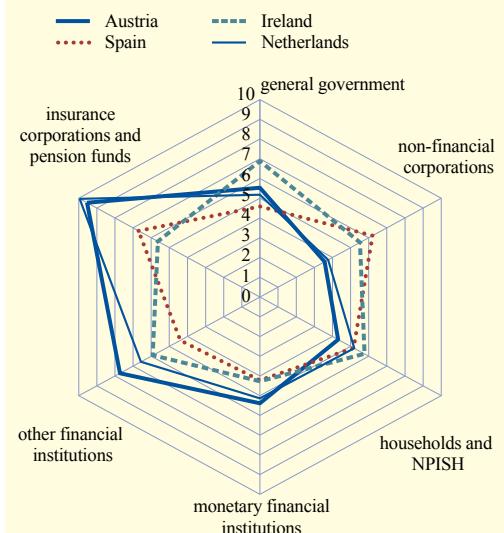
3.5 CASE STUDY 5: THE EFFECT OF INTEREST RATE CHANGES ON THE MARKET VALUE OF GOVERNMENT DEBT HOLDINGS

The aim of this case study is to calculate the (accounting) effect of interest rate changes on the market value of the portfolio of actual bond holdings. Quantifying this effect is relevant both from the monetary policy standpoint, particularly as an element of the balance sheet channel of the monetary transmission mechanism (see, for instance, Bernanke and Gertler, 1995, and Constâncio, 2014),¹² and from the financial stability perspective, as a measure of the vulnerability of the market value of holdings to interest rate risk.

To calculate the effect, information on the modified duration of each security is needed.¹³ As it is not directly available in SHS data, it has to be taken from another source, such as the iBoxx database. Subsequently, this information is matched to the SHS holdings using ISINs as identifiers. Given the scarcity of the data on modified duration, this study focuses on a portfolio of government debt securities issued by selected euro area countries (Spain, Ireland, Austria and the Netherlands) and held by euro area sectors.

Chart 6 Percentage change in market value of selected euro area government debt securities after a 100-basis point decline in the reference interest rate, by euro area holder sector

(percentages, second quarter of 2014)



Sources: iBoxx and ECB calculations.

Notes: NPISH stands for non-profit institutions serving households. The chart reflects the weighted modified duration of the portfolio of specific government debt securities held by different euro area institutional sectors.

11 See Fache Rousová, L. and Rodríguez Caloca, A., op. cit.

12 See, for instance, Bernanke, B. and Gertler, M., "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Vol. 9(4), pp. 27-48, Fall, 1995 and Constâncio, V., "A new phase of the ECB's monetary policy", *ECB workshop on non-standard monetary policy measures*, Frankfurt am Main, October 2014.

13 Modified duration measures the percentage change in the bond price in response to a 100-basis point change in the reference interest rate (i.e. the semi-elasticity of a bond price to the interest rate). In particular, it allows a comparison of the properties of bonds with different maturities and with or without coupons.

The calculations imply that, for holdings by euro area financial investors, the weighted modified duration of securities issued by Spain and Ireland (both affected by the sovereign debt crisis) is lower than for securities issued by Austria and the Netherlands. More precisely, the results presented in Chart 6 mean that, following a decrease of 1 percentage point (100 basis points) in the reference interest rate,¹⁴ the market value of the holdings of Irish government debt by euro area other financial institutions would increase by approximately 6%. By the same token, the corresponding increase in the market value of holdings of Austrian government debt would be somewhat higher, at around 8%.

¹⁴ More precisely, given that the holdings cover securities with different maturities, the scenario considered is a parallel shift in the yield curve.

Box 2

USE OF SHS FOR THE ENHANCEMENT OF THE INTEGRATED EURO AREA FINANCIAL AND NON-FINANCIAL ACCOUNTS BY INSTITUTIONAL SECTOR

The integrated euro area financial and non-financial accounts (EAA), published quarterly by the ECB since June 2007¹, provide a comprehensive overview of the economic and financial transactions by all institutional sectors in the euro area. Sectoral balance sheets, including aggregate information on the holdings of securities and the total amounts outstanding of securities issued, are also available from the accounts. When available with sufficient counterparty detail, the financial accounts provide the links between the holders of financial assets and the issuers of those assets. Thus, the new statistical data on the holdings of securities are a valuable source of information that will be used to enhance the EAA.

In the financial accounts, “who-to-whom” data refer to financial transactions and/or positions for which both the creditor and debtor sectors can be simultaneously identified and presented in a fully consistent manner, i.e. without double-counting or gaps. A schematic overview of a who-to-whom presentation can be found in the table below. The table shows the financial claims that the sectors in the rows have against the sectors in the columns. Thus, for loans, the cell corresponding to the third row and the second column (marked with an “X”) would show lending in the form of loans from the financial sector to the non-financial corporations sector. Who-to-whom data serve a multiplicity of purposes, such as risk analysis from a macro-prudential

A who-to-whom presentation of the financial accounts for a financial instrument

| | | Debtor sector | | | | |
|-----------------|----------------------------|---------------|----------------------------|------------------------|------------|-------------------|
| | | Households | Non-financial corporations | Financial corporations | Government | Rest of the world |
| Creditor sector | Households | | | | | |
| | Non-financial corporations | | | | | |
| | Financial corporations | | X | | | |
| | Government | | | | | |
| | Rest of the world | | | | | |

¹ For the EAA publication, see, for example, the Report section of the ECB's Statistical Data Warehouse, which also includes who-to-whom tables for deposits and loans (<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002340>).

perspective, a more refined analysis of the monetary transmission mechanism (e.g. by focusing on the sources of funding for a specific sector) and the estimation of interest flows between sectors.

The compilation of the financial accounts on a who-to-whom basis requires primary sources containing information on the institutional sector of the counterparty, which are often difficult to obtain for all sectors of the economy. A full who-to-whom presentation of the EAA has been compiled and published since October 2010 for loans and deposits, as their limited tradability makes it easier to obtain counterparty information from primary data sources.

An extension of the who-to-whom coverage to all marketable instruments, namely debt securities, quoted shares and investment fund shares, will now be possible thanks to the detailed information contained in the SHS.² As a result, a much larger proportion of all assets and liabilities of the main sectors in the EAA will become available on a who-to-whom basis. In turn, this extension of the EAA will also help users of the SHS who wish to interpret aggregate figures within a comprehensive framework, by encompassing all forms of indebtedness together with the underlying financial and non-financial flows. These enhancements represent a significant improvement in the availability of statistics for monetary policy purposes. It is envisaged that the **first publication of the EAA with extended who-to-whom coverage will take place in early 2016**.

² See also Lavrador, I., Peronaci, R. and Silva, N., "Security-by-security data on holdings of securities: the importance for national and euro area accounts", Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, *IFC Bulletin*, No. 36: Proceedings of the Sixth IFC Conference on "Statistical issues and activities in a changing environment", Bank for International Settlements, Basel, August 2012.

4 CONCLUSIONS

This article has introduced the new quarterly security-by-security data on securities holdings. This new data collection significantly helps to close previously existing data gaps on holdings of securities and thus substantially improves the information available for policy decision-making in the euro area.

The granularity and comprehensiveness of the data mean they can be used for a wide range of purposes, including in the monetary policy and financial stability areas, as well as in market and financial integration analyses. Both the regular monitoring of market conditions and ad hoc studies on various topics are expected to benefit from the availability of these data from now on.

Selected aggregates derived from the SHS data will also be made available for public use in the ECB's Statistical Data Warehouse.¹⁵ They will include holdings by euro area investors of securities issued by EU countries and other main issuing countries.

Although the new SHS data are already a significant improvement on the information available on securities holdings, further enhancements are envisaged. For instance, the implementation of the recent ECB regulation on insurance statistics (ECB/2014/50) will lead to improvements in SHS data quality regarding holdings by the insurance corporations sector, as more data will be reported by the insurance corporations themselves rather than collected through custodians. Furthermore, given the new supervisory function assumed by the ECB, further extensions of SHS are under consideration.

¹⁵ The Statistical Data Warehouse can be accessed at <http://sdw.ecb.europa.eu>

STATISTIČNI PODATKI



KAZALO

| | |
|-----------------------------|-----|
| 1 Gibanja zunaj euroobmočja | S2 |
| 2 Finančna gibanja | S3 |
| 3 Gospodarska aktivnost | S7 |
| 4 Cene in stroški | S11 |
| 5 Denarna statistika | S14 |
| 6 Državne finance | S19 |

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>

KONVENCIONALNI ZNAKI V TABELAH

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

Razlike v zneskih so posledica zaokroževanja.

Pojem „nefinančne družbe“ v skladu z ESR 2010 zajema tudi osebne družbe.

GIBANJA ZUNAJ EUROOBMOČJA

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

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

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

| | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano) | | | | | | Uvoz blaga ⁴⁾ | | | | | |
|--------------------|--|------|---------------------|----------|----------|-----------------------|--|----------|-----------------------|------|---------------------|--------------------------------|
| | Sestavljeni indeks vodij nabave PMI | | | | | | Svetovni indeks vodij nabave PMI ⁵⁾ | | | | | |
| | Svet ⁵⁾ | ZDA | Združeno kraljestvo | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje | Predelovalne dejavnosti | Storitve | Nova izvozna naročila | Svet | Industrijske države | Nastajajoča tržna gospodarstva |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2012 | 52,6 | 54,4 | 52,0 | 49,9 | 50,9 | 47,2 | 50,2 | 51,9 | 48,5 | 3,9 | 2,4 | 4,8 |
| 2013 | 53,4 | 54,8 | 56,8 | 52,6 | 51,5 | 49,7 | 52,3 | 52,7 | 50,7 | 3,6 | -0,1 | 5,7 |
| 2014 | 54,3 | 57,3 | 57,9 | 50,9 | 51,1 | 52,7 | 53,4 | 54,1 | 51,5 | | | |
| 2014 I | 53,7 | 55,3 | 58,1 | 53,0 | 49,9 | 53,1 | 53,8 | 53,7 | 51,0 | 0,0 | 0,3 | -0,2 |
| II | 54,3 | 58,3 | 58,6 | 48,5 | 50,7 | 53,4 | 53,2 | 54,7 | 51,1 | -0,3 | 0,9 | -0,9 |
| III | 55,7 | 59,8 | 58,5 | 51,3 | 52,2 | 52,8 | 54,1 | 56,2 | 52,0 | 2,5 | 0,8 | 3,4 |
| IV | 53,4 | 55,6 | 56,3 | 50,9 | 51,4 | 51,5 | 52,8 | 53,6 | 50,8 | | | |
| 2014 sept. | 55,5 | 59,0 | 57,4 | 52,8 | 52,3 | 52,0 | 53,8 | 56,0 | 52,3 | 2,5 | 0,8 | 3,4 |
| okt. | 53,8 | 57,2 | 55,8 | 49,5 | 51,7 | 52,1 | 53,4 | 54,0 | 51,0 | 3,3 | 1,1 | 4,5 |
| nov. | 53,7 | 56,1 | 57,6 | 51,2 | 51,1 | 51,1 | 52,6 | 54,0 | 50,2 | 2,5 | 1,5 | 3,1 |
| dec. | 52,6 | 53,5 | 55,3 | 51,9 | 51,4 | 51,4 | 52,3 | 52,7 | 51,2 | | | |
| 2015 jan. | 53,1 | 54,4 | 56,7 | 51,7 | 51,0 | 52,6 | 53,1 | 53,1 | 51,0 | | | |
| feb. ³⁾ | 54,0 | 56,8 | 56,7 | 50,0 | 51,8 | 53,3 | 53,6 | 54,1 | 50,7 | | | |

Viri: Eurostat (tabela 1.1, stolpci 3, 6, 10, 13), BIS (tabela 1.1, stolpci 2, 4, 9, 11, 12), OECD (tabela 1.1, stolpci 1, 5, 7, 8), Markit (tabela 1.2, Spalte 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB (tabela 1.2, stolpci 10-12).

1) Četrletni podatki so desezonirani; letni podatki niso desezonirani. Podatki za euroobmočje se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

3) Ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno pokrivajo približno 95% euroobmočja, in zgodnjih podatkov o cenah energentov.

4) „Svet“ in „industrijske države“ brez euroobmočja. Letni in četrletni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesičnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.

5) Brez euroobmočja.

2 FINANČNA GIBANJA

2.1 Obrestne mere denarnega trga (odstotki na leto; povprečje za obdobje)

| | Euroobmočje ¹⁾ | | | | | ZDA | Japonska |
|------------|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|------|----------|
| | Depoziti čez noč (EONIA) 1 | 1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2 | 3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3 | 6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4 | 12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5 | | |
| 2012 | 0,23 | 0,33 | 0,57 | 0,83 | 1,11 | 0,43 | 0,19 |
| 2013 | 0,09 | 0,13 | 0,22 | 0,34 | 0,54 | 0,27 | 0,15 |
| 2014 | 0,09 | 0,13 | 0,21 | 0,31 | 0,48 | 0,23 | 0,13 |
| 2014 I | 0,18 | 0,23 | 0,30 | 0,40 | 0,56 | 0,24 | 0,14 |
| II | 0,19 | 0,22 | 0,30 | 0,39 | 0,57 | 0,23 | 0,13 |
| III | 0,02 | 0,07 | 0,16 | 0,27 | 0,44 | 0,23 | 0,13 |
| IV | -0,02 | 0,01 | 0,08 | 0,18 | 0,33 | 0,24 | 0,11 |
| 2014 sept. | 0,01 | 0,02 | 0,10 | 0,20 | 0,36 | 0,23 | 0,12 |
| okt. | 0,00 | 0,01 | 0,08 | 0,18 | 0,34 | 0,23 | 0,11 |
| nov. | -0,01 | 0,01 | 0,08 | 0,18 | 0,33 | 0,23 | 0,11 |
| dec. | -0,03 | 0,02 | 0,08 | 0,18 | 0,33 | 0,24 | 0,11 |
| 2015 jan. | -0,05 | 0,01 | 0,06 | 0,15 | 0,30 | 0,25 | 0,10 |
| feb. | -0,04 | 0,00 | 0,05 | 0,13 | 0,26 | 0,26 | 0,10 |

2.2 Krivulje donosnosti

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

| | Promptne stopnje donosa | | | | | Razponi | | | Trenutne terminske stopnje donosa | | | |
|------------|------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------------|--------------|-------------|--------------|
| | Euroobmočje ^{1),2)} | | | | | Euroobmočje ^{1),2)} | ZDA | Združeno kraljestvo | Euroobmočje ^{1),2)} | | | |
| | 3 meseci 1 | 1 leto 2 | 2 leti 3 | 5 let 4 | 10 let 5 | 10 let - 1 leto 6 | 10 let - 1 leto 7 | 10 let - 1 leto 8 | 1 leto 9 | 2 leti 10 | 5 let 11 | 10 let 12 |
| 2012 | 0,06 | -0,04 | -0,01 | 0,58 | 1,72 | 1,76 | 1,61 | 1,48 | -0,09 | 0,17 | 1,84 | 3,50 |
| 2013 | 0,08 | 0,09 | 0,25 | 1,07 | 2,24 | 2,15 | 2,91 | 2,66 | 0,18 | 0,67 | 2,53 | 3,88 |
| 2014 | -0,02 | -0,09 | -0,12 | 0,07 | 0,65 | 0,74 | 1,95 | 1,45 | -0,15 | -0,11 | 0,58 | 1,77 |
| 2014 I | 0,16 | 0,11 | 0,17 | 0,76 | 1,82 | 1,71 | 2,60 | 2,29 | 0,11 | 0,40 | 1,94 | 3,50 |
| II | 0,05 | -0,01 | 0,02 | 0,47 | 1,44 | 1,45 | 2,43 | 2,16 | -0,04 | 0,16 | 1,46 | 3,09 |
| III | -0,03 | -0,09 | -0,10 | 0,24 | 1,06 | 1,15 | 2,39 | 1,88 | -0,14 | -0,02 | 1,03 | 2,53 |
| IV | -0,02 | -0,09 | -0,12 | 0,07 | 0,65 | 0,74 | 1,95 | 1,45 | -0,15 | -0,11 | 0,58 | 1,77 |
| 2014 sept. | -0,03 | -0,09 | -0,10 | 0,24 | 1,06 | 1,15 | 2,39 | 1,88 | -0,14 | -0,02 | 1,03 | 2,53 |
| okt. | -0,02 | -0,08 | -0,08 | 0,22 | 0,96 | 1,05 | 2,24 | 1,82 | -0,12 | -0,01 | 0,93 | 2,33 |
| nov. | -0,02 | -0,06 | -0,07 | 0,17 | 0,80 | 0,86 | 2,06 | 1,54 | -0,10 | -0,02 | 0,74 | 2,01 |
| dec. | -0,02 | -0,09 | -0,12 | 0,07 | 0,65 | 0,74 | 1,95 | 1,45 | -0,15 | -0,11 | 0,58 | 1,77 |
| 2015 jan. | -0,15 | -0,18 | -0,14 | -0,02 | 0,39 | 0,58 | 1,50 | 1,04 | -0,13 | -0,10 | 0,34 | 1,15 |
| feb. | -0,21 | -0,25 | -0,20 | -0,08 | 0,37 | 0,62 | 1,80 | 1,45 | -0,16 | -0,17 | 0,31 | 1,19 |

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 1 | 50 2 | Bazični materiali 3 | Potrošniške storitve 4 | Potrošniško blago 5 | Nafta in plin 6 | Finance 7 | Industrija 8 | Tehnologija 9 | Gospodarske javne službe 10 | Telekomunikacije 11 | Zdravstveno varstvo 12 | Standard & Poor's 500 13 | Nikkei 225 14 |
| 2012 | 239,7 | 2.411,9 | 503,7 | 151,9 | 385,7 | 307,2 | 122,1 | 330,2 | 219,2 | 235,9 | 268,5 | 523,3 | 1.379,4 | 9.102,6 |
| 2013 | 281,9 | 2.794,0 | 586,3 | 195,0 | 468,2 | 312,8 | 151,5 | 402,7 | 274,1 | 230,6 | 253,4 | 629,4 | 1.643,8 | 13.577,9 |
| 2014 | 318,7 | 3.145,3 | 644,3 | 216,6 | 510,6 | 335,5 | 180,0 | 452,9 | 310,8 | 279,2 | 306,7 | 668,1 | 1.931,4 | 15.460,4 |
| 2014 I | 315,9 | 3.090,8 | 639,0 | 218,7 | 500,1 | 323,4 | 182,2 | 461,0 | 306,3 | 262,3 | 293,9 | 640,7 | 1.834,9 | 14.958,9 |
| II | 326,5 | 3.214,0 | 657,3 | 219,5 | 524,2 | 360,3 | 184,5 | 471,9 | 305,3 | 284,9 | 311,9 | 656,5 | 1.900,4 | 14.655,0 |
| III | 319,4 | 3.173,1 | 645,9 | 213,8 | 509,8 | 351,1 | 178,9 | 446,0 | 315,3 | 288,7 | 304,0 | 686,1 | 1.975,9 | 15.553,1 |
| IV | 313,0 | 3.102,5 | 634,9 | 214,7 | 508,5 | 307,0 | 174,5 | 433,4 | 316,0 | 280,4 | 316,7 | 688,0 | 2.009,3 | 16.660,1 |
| 2014 sept. | 324,0 | 3.233,4 | 650,4 | 215,3 | 508,7 | 350,0 | 184,5 | 447,9 | 324,5 | 292,6 | 306,1 | 725,0 | 1.993,2 | 15.948,5 |
| okt. | 304,2 | 3.029,6 | 612,5 | 202,4 | 481,0 | 315,8 | 173,4 | 416,4 | 301,8 | 276,6 | 294,6 | 695,0 | 1.937,3 | 15.394,1 |
| nov. | 315,7 | 3.126,1 | 643,8 | 217,8 | 514,8 | 316,4 | 174,3 | 439,7 | 317,6 | 280,2 | 322,7 | 680,4 | 2.044,6 | 17.179,0 |
| dec. | 320,1 | 3.159,8 | 651,0 | 225,2 | 532,6 | 288,5 | 176,0 | 446,1 | 330,1 | 284,7 | 335,3 | 687,6 | 2.054,3 | 17.541,7 |
| 2015 jan. | 327,4 | 3.207,3 | 671,1 | 237,8 | 564,9 | 285,0 | 173,3 | 464,2 | 339,0 | 278,3 | 343,8 | 724,2 | 2.028,2 | 17.274,4 |
| feb. | 353,2 | 3.453,8 | 731,3 | 254,2 | 624,8 | 314,0 | 185,5 | 498,7 | 361,1 | 286,9 | 376,8 | 768,6 | 2.082,2 | 18.053,2 |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

| | Vloge | | | | Revolving posojila in okvirna posojila | Obrestovani dolg po kreditni kartici | Potrošniška posojila | | | Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom | Stanovanjska posojila | | | | | | |
|------|---------------------|---|--------|----------|--|--------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|---|---|---------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|------|------|------|------|
| | Čez noč | Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | Vezane | do 2 let | | | Po začetni fiksni obrestni meri | Letni odstotek stroškov ³⁾ | Spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta | nad 1 leto | Po začetni fiksni obrestni meri | Letni odstotek stroškov ³⁾ | Sestavljeni indeks stroškov izposoja | | | | |
| | | | 1 | 2 | | | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
| 2014 | feb. | 0,28 | 1,10 | 1,61 | 1,93 | 7,66 | 17,04 | 5,85 | 6,78 | 7,21 | 3,30 | 2,79 | 2,95 | 3,09 | 3,27 | 3,29 | 3,05 |
| | mar. | 0,28 | 1,07 | 1,56 | 1,86 | 7,66 | 17,05 | 5,81 | 6,67 | 7,08 | 3,32 | 2,78 | 2,90 | 3,03 | 3,23 | 3,23 | 3,01 |
| | apr. | 0,27 | 1,06 | 1,54 | 1,83 | 7,61 | 17,22 | 5,58 | 6,60 | 6,98 | 3,21 | 2,72 | 2,91 | 3,00 | 3,24 | 3,22 | 2,99 |
| | maj | 0,27 | 1,05 | 1,40 | 1,72 | 7,55 | 17,23 | 5,62 | 6,73 | 7,09 | 3,33 | 2,71 | 2,87 | 2,96 | 3,14 | 3,16 | 2,93 |
| | jun. | 0,27 | 1,04 | 1,32 | 1,74 | 7,58 | 17,19 | 5,45 | 6,61 | 6,94 | 3,20 | 2,66 | 2,85 | 2,89 | 3,09 | 3,13 | 2,87 |
| | jul. | 0,24 | 1,01 | 1,30 | 1,75 | 7,43 | 17,04 | 5,55 | 6,54 | 6,91 | 3,09 | 2,63 | 2,75 | 2,81 | 2,99 | 3,05 | 2,79 |
| | avg. | 0,24 | 0,93 | 1,21 | 1,66 | 7,43 | 17,00 | 5,55 | 6,52 | 6,87 | 3,09 | 2,56 | 2,74 | 2,73 | 2,87 | 2,98 | 2,75 |
| | sept. | 0,23 | 0,92 | 1,19 | 1,70 | 7,32 | 17,05 | 5,37 | 6,49 | 6,84 | 2,92 | 2,50 | 2,69 | 2,63 | 2,83 | 2,89 | 2,68 |
| | okt. | 0,22 | 0,91 | 1,10 | 1,65 | 7,15 | 16,94 | 5,42 | 6,43 | 6,84 | 2,92 | 2,43 | 2,63 | 2,56 | 2,79 | 2,82 | 2,61 |
| | nov. | 0,21 | 0,89 | 1,02 | 1,66 | 7,12 | 17,10 | 5,59 | 6,48 | 6,83 | 2,96 | 2,43 | 2,53 | 2,52 | 2,73 | 2,79 | 2,55 |
| | dec. | 0,22 | 0,86 | 0,96 | 1,59 | 7,06 | 17,00 | 5,07 | 6,14 | 6,45 | 2,73 | 2,43 | 2,52 | 2,53 | 2,69 | 2,77 | 2,50 |
| 2015 | jan. ^(p) | 0,21 | 0,84 | 1,01 | 1,95 | 7,12 | 17,03 | 5,26 | 6,30 | 6,63 | 2,77 | 2,30 | 2,53 | 2,43 | 2,42 | 2,70 | 2,39 |

2.5 Obrestne mere in DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)^{1),4)}

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

| | Vloge | | | | Revolving posojila in okvirna posojila | Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri) | | | | | | Sestavljeni indeks stroškov izposoja | | | |
|------|---------------------|--------|------|----------|--|--|---------------------------|------------|--|---------------------------|------------|--------------------------------------|--|---------------------------|------------|
| | Čez noč | Vezane | | do 2 let | | do 250.000 EUR | | | nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR | | | | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | | spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev | nad 3 mesece in do 1 leta | nad 1 leto | spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev | nad 3 mesece in do 1 leta | nad 1 leto | | spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev | nad 3 mesece in do 1 leta | nad 1 leto |
| 2014 | feb. | 0,33 | 0,66 | 1,75 | 3,99 | 4,52 | 4,59 | 3,89 | 2,82 | 3,59 | 3,23 | 2,08 | 2,78 | 2,94 | 2,96 |
| | mar. | 0,35 | 0,68 | 1,58 | 3,95 | 4,58 | 4,49 | 3,90 | 2,78 | 3,44 | 3,17 | 2,17 | 2,74 | 2,96 | 2,99 |
| | apr. | 0,34 | 0,72 | 1,60 | 3,99 | 4,57 | 4,48 | 3,80 | 2,81 | 3,52 | 3,15 | 2,20 | 2,55 | 2,88 | 2,98 |
| | maj | 0,34 | 0,64 | 1,38 | 3,92 | 4,50 | 4,51 | 3,86 | 2,81 | 3,45 | 3,09 | 2,06 | 2,40 | 2,80 | 2,91 |
| | jun. | 0,31 | 0,59 | 1,52 | 3,88 | 4,29 | 4,37 | 3,78 | 2,68 | 3,26 | 3,05 | 1,94 | 2,74 | 2,68 | 2,79 |
| | jul. | 0,28 | 0,59 | 1,49 | 3,76 | 4,32 | 4,31 | 3,63 | 2,65 | 3,29 | 2,93 | 1,90 | 2,42 | 2,69 | 2,76 |
| | avg. | 0,28 | 0,49 | 1,63 | 3,71 | 4,18 | 4,28 | 3,55 | 2,56 | 3,20 | 2,83 | 1,74 | 2,43 | 2,56 | 2,68 |
| | sept. | 0,26 | 0,51 | 1,53 | 3,69 | 3,98 | 4,04 | 3,53 | 2,46 | 3,02 | 2,75 | 1,80 | 2,38 | 2,41 | 2,65 |
| | okt. | 0,25 | 0,50 | 1,43 | 3,61 | 3,98 | 3,94 | 3,54 | 2,44 | 2,92 | 2,69 | 1,74 | 2,26 | 2,49 | 2,58 |
| | nov. | 0,25 | 0,44 | 1,20 | 3,54 | 3,76 | 3,87 | 3,42 | 2,38 | 2,84 | 2,61 | 1,73 | 2,18 | 2,25 | 2,49 |
| | dec. | 0,24 | 0,43 | 1,28 | 3,44 | 3,67 | 3,74 | 3,27 | 2,35 | 2,78 | 2,46 | 1,74 | 2,18 | 2,09 | 2,43 |
| 2015 | jan. ^(p) | 0,23 | 0,44 | 1,28 | 3,40 | 3,72 | 3,79 | 2,95 | 2,31 | 2,81 | 2,04 | 1,65 | 2,03 | 2,13 | 2,41 |

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

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

| | Stanja | | | | | | Bruto izdaje ⁵⁾ | | | | | | | | |
|-------------|--------|-------------------------------|------------------------------|-------------------|------------------------------|---------------|----------------------------|--------|-------------------------------|------------------------------|-------------------|------------------------------|---------------|-----|----|
| | Skupaj | DFI (vključno z Eurosistemom) | Družbe, ki niso DFI | | Širše opredeljena država | | | Skupaj | DFI (vključno z Eurosistemom) | Družbe, ki niso DFI | | Širše opredeljena država | | | |
| | | | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | Enote centralne ravnih držav | Ostala država | | | | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | Enote centralne ravnih držav | Ostala država | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| Kratkoročne | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 1.412 | 573 | 142 | . | 75 | 558 | 65 | 702 | 490 | 37 | . | 52 | 103 | 21 | |
| 2013 | 1.233 | 468 | 117 | . | 67 | 528 | 53 | 507 | 314 | 30 | . | 44 | 99 | 21 | |
| 2014 | 1.244 | 475 | 123 | . | 58 | 537 | 50 | 401 | 211 | 33 | . | 39 | 93 | 25 | |
| 2014 | jul. | 1.365 | 511 | 157 | . | 75 | 578 | 44 | 402 | 181 | 55 | . | 40 | 105 | 21 |
| | avg. | 1.361 | 522 | 144 | . | 74 | 574 | 46 | 325 | 161 | 31 | . | 27 | 91 | 16 |
| | sept. | 1.336 | 504 | 136 | . | 70 | 577 | 49 | 331 | 153 | 27 | . | 31 | 95 | 25 |
| | okt. | 1.306 | 496 | 133 | . | 73 | 563 | 41 | 330 | 139 | 28 | . | 37 | 102 | 25 |
| | nov. | 1.290 | 490 | 129 | . | 69 | 557 | 45 | 292 | 127 | 30 | . | 28 | 87 | 20 |
| | dec. | 1.244 | 475 | 123 | . | 58 | 537 | 50 | 320 | 168 | 24 | . | 28 | 66 | 34 |
| Dolgoročne | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 15.178 | 4.824 | 3.140 | . | 841 | 5.747 | 626 | 256 | 99 | 45 | . | 16 | 84 | 12 | |
| 2013 | 15.115 | 4.416 | 3.093 | . | 920 | 6.059 | 627 | 223 | 71 | 39 | . | 16 | 89 | 9 | |
| 2014 | 15.149 | 4.034 | 3.202 | . | 996 | 6.274 | 643 | 218 | 65 | 43 | . | 16 | 85 | 10 | |
| 2014 | jul. | 15.161 | 4.186 | 3.127 | . | 966 | 6.241 | 641 | 207 | 52 | 37 | . | 19 | 86 | 13 |
| | avg. | 15.110 | 4.157 | 3.109 | . | 969 | 6.229 | 644 | 76 | 30 | 11 | . | 3 | 28 | 5 |
| | sept. | 15.157 | 4.164 | 3.126 | . | 980 | 6.235 | 652 | 218 | 59 | 43 | . | 13 | 90 | 13 |
| | okt. | 15.124 | 4.077 | 3.162 | . | 980 | 6.255 | 650 | 209 | 45 | 40 | . | 15 | 101 | 8 |
| | nov. | 15.157 | 4.059 | 3.163 | . | 985 | 6.302 | 649 | 197 | 59 | 44 | . | 14 | 73 | 6 |
| | dec. | 15.149 | 4.034 | 3.202 | . | 996 | 6.274 | 643 | 129 | 41 | 37 | . | 11 | 29 | 10 |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjačo se sestavo euroobmočja.

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

3) Vključuje celotne stroške posojila. Ti zajemajo obresti in tudi druge s posojilom povezane stroške, na primer v zvezi s ponudbami, administracijo, pripravo dokumentov in jamstva.

4) V skladu z ESR 2010 se holdinske družbe nefinančnih družb od decembra 2014 ne uvrščajo več v sektor nefinančnih družb, ampak v sektor finančnih družb.

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

6) Družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in opravljajo posle listinjenja (FVC).

2.7 Stopnje rasti in stanja vrednostnih papirjev razen delnic in delnic, ki kotirajo na borzi
(v milijardahEUR; spremembe v odstotkih)

| | Vrednostni papirji razen delnic | | | | | | | Delnice, ki kotirajo na borzi | | | |
|---------------|---------------------------------|-------------------------------------|------------------------------|---|----------------------------------|---------------|--------|-------------------------------|------------------------------------|----------------------|---------|
| | Skupaj | DFI (vključno z Eurosistemom) | Družbe, ki niso DFI | | Širše opredeljena država | | Skupaj | DFI | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | |
| | | | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe FVC ¹⁾ | Enote centralne ravnih država | Ostala država | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Stanje | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 16.590,3 | 5.397,4 | 3.281,7 | . | 915,5 | 6.305,1 | 690,5 | 4.593,9 | 404,6 | 617,9 | 3.571,5 |
| 2013 | 16.347,4 | 4.883,3 | 3.210,5 | . | 986,7 | 6.587,1 | 679,8 | 5.634,8 | 569,0 | 751,0 | 4.314,8 |
| 2014 | 16.393,7 | 4.509,5 | 3.324,9 | . | 1.054,6 | 6.811,5 | 693,2 | 5.945,1 | 590,9 | 787,6 | 4.566,6 |
| 2014 jul. | 16.525,7 | 4.696,9 | 3.283,6 | . | 1.041,3 | 6.818,6 | 685,3 | 5.864,6 | 626,8 | 775,7 | 4.462,1 |
| avg. | 16.470,6 | 4.679,3 | 3.253,2 | . | 1.043,9 | 6.803,3 | 691,0 | 5.914,5 | 637,3 | 788,9 | 4.488,3 |
| sept. | 16.492,2 | 4.667,4 | 3.262,7 | . | 1.050,1 | 6.811,6 | 700,4 | 5.928,8 | 650,7 | 788,4 | 4.489,7 |
| okt. | 16.429,9 | 4.572,3 | 3.295,9 | . | 1.052,6 | 6.818,5 | 690,7 | 5.761,0 | 611,5 | 763,1 | 4.386,4 |
| nov. | 16.447,3 | 4.548,4 | 3.292,4 | . | 1.054,0 | 6.858,5 | 693,9 | 6.038,0 | 628,3 | 796,6 | 4.613,1 |
| dec. | 16.393,7 | 4.509,5 | 3.324,9 | . | 1.054,6 | 6.811,5 | 693,2 | 5.945,1 | 590,9 | 787,6 | 4.566,6 |
| Stopnja rasti | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 1,3 | -1,8 | -0,1 | . | 14,5 | 2,5 | 6,1 | 0,9 | 4,9 | 2,0 | 0,4 |
| 2013 | -1,3 | -8,9 | -2,5 | . | 8,1 | 4,5 | -1,1 | 0,9 | 7,2 | 0,2 | 0,3 |
| 2014 | -0,5 | -8,6 | 2,2 | . | 5,5 | 3,1 | 1,2 | 1,6 | 7,6 | 1,6 | 0,8 |
| 2014 jul. | 0,0 | -7,1 | 0,5 | . | 7,9 | 3,9 | 1,5 | 1,4 | 6,9 | 2,1 | 0,5 |
| avg. | -0,3 | -7,1 | -0,2 | . | 7,4 | 3,6 | 1,4 | 1,4 | 6,9 | 2,1 | 0,6 |
| sept. | -0,3 | -6,9 | -0,2 | . | 5,8 | 3,3 | 3,1 | 1,5 | 6,9 | 1,9 | 0,7 |
| okt. | -0,6 | -8,2 | 1,0 | . | 5,1 | 3,3 | 1,7 | 1,6 | 6,9 | 1,6 | 0,9 |
| nov. | -0,9 | -8,5 | 0,9 | . | 4,6 | 2,9 | 1,4 | 1,6 | 7,1 | 1,7 | 0,8 |
| dec. | -0,5 | -8,6 | 2,2 | . | 5,5 | 3,1 | 1,2 | 1,6 | 7,6 | 1,6 | 0,8 |

2.8 Efektivni devizni tečaji²⁾

(povprečja obdobj; indeks: 1999 I = 100)

| | Efektivni devizni tečaj-19 | | | | | | Efektivni devizni tečaj-38 | |
|-------------------------------------|----------------------------|------------|------------|--------------------------|---------------------------|-------------|----------------------------|------------|
| | Nominalni | Realni CPI | Realni PPI | Deflator realnega BDP | Realni ULCM ³⁾ | Realni ULCT | Nominalni | Realni CPI |
| | | | | | | | 7 | 8 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | | |
| 2012 | 97,9 | 95,8 | 93,1 | 89,6 | 99,1 | 92,0 | 107,2 | 93,2 |
| 2013 | 101,7 | 99,2 | 96,6 | 92,6 | 102,5 | 94,6 | 112,2 | 96,5 |
| 2014 | 102,3 | 98,9 | 96,5 | | | | 114,8 | 97,0 |
| 2014 I | 103,9 | 101,0 | 98,0 | 95,1 | 103,5 | 97,8 | 116,7 | 99,3 |
| II | 103,9 | 100,5 | 98,0 | 94,7 | 102,9 | 97,8 | 116,2 | 98,2 |
| III | 101,7 | 98,2 | 95,9 | 92,2 | 100,2 | 95,4 | 113,8 | 96,0 |
| IV | 99,6 | 96,1 | 94,1 | | | | 112,6 | 94,4 |
| 2014 sept. | 100,5 | 97,0 | 94,8 | - | - | - | 112,5 | 94,8 |
| okt. | 99,6 | 96,1 | 94,1 | - | - | - | 112,0 | 94,2 |
| nov. | 99,6 | 96,1 | 94,2 | - | - | - | 112,3 | 94,3 |
| dec. | 99,7 | 96,0 | 94,2 | - | - | - | 113,4 | 94,9 |
| 2015 jan. | 95,9 | 92,2 | 91,1 | - | - | - | 109,3 | 91,1 |
| feb. | 94,0 | 90,2 | 89,4 | - | - | - | 107,4 | 89,3 |
| % sprememb glede na predhodni mesec | | | | | | | | |
| 2015 feb. | -2,0 | -2,1 | -1,8 | - | - | - | -1,8 | -2,0 |
| % sprememb glede na predhodno leto | | | | | | | | |
| 2015 feb. | -9,2 | -10,4 | -8,5 | - | - | - | -7,8 | -9,9 |

Vir: ECB.

1) Družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in opravljajo posle listinjenja (FVC).

2) Opredelitev skupin trgovinskih partneric in druge informacije najdete v splošnih opombah.

3) Serije, deflacionirane z indeksom ULCM, so na voljo samo za skupino trgovinskih partneric EDT-19.

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

| | Kitajski juan renminbi | Hrvatska kuna | Česka koruna | Danska krona | Madžarski forint | Japonski jen | Poljski zlot | Britanski funt | Romunski leu | Švedska krona | Švicarski frank | Ameriški dolar |
|------------|--------------------------------------|---------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-----------------|----------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2012 | 8,105 | 7,522 | 25,149 | 7,444 | 289,249 | 102,492 | 4,185 | 0,811 | 4,4593 | 8,704 | 1,205 | 1,285 |
| 2013 | 8,165 | 7,579 | 25,980 | 7,458 | 296,873 | 129,663 | 4,197 | 0,849 | 4,4190 | 8,652 | 1,231 | 1,328 |
| 2014 | 8,186 | 7,634 | 27,536 | 7,455 | 308,706 | 140,306 | 4,184 | 0,806 | 4,4437 | 9,099 | 1,215 | 1,329 |
| 2014 I | 8,358 | 7,650 | 27,442 | 7,462 | 307,932 | 140,798 | 4,184 | 0,828 | 4,5023 | 8,857 | 1,224 | 1,370 |
| II | 8,544 | 7,599 | 27,446 | 7,463 | 305,914 | 140,001 | 4,167 | 0,815 | 4,4256 | 9,052 | 1,219 | 1,371 |
| III | 8,173 | 7,623 | 27,619 | 7,452 | 312,242 | 137,749 | 4,175 | 0,794 | 4,4146 | 9,205 | 1,212 | 1,326 |
| IV | 7,682 | 7,665 | 27,630 | 7,442 | 308,527 | 142,754 | 4,211 | 0,789 | 4,4336 | 9,272 | 1,205 | 1,250 |
| 2014 sept. | 7,921 | 7,624 | 27,599 | 7,445 | 313,197 | 138,390 | 4,190 | 0,791 | 4,4095 | 9,193 | 1,208 | 1,290 |
| okt. | 7,763 | 7,657 | 27,588 | 7,445 | 307,846 | 136,845 | 4,207 | 0,789 | 4,4153 | 9,180 | 1,208 | 1,267 |
| nov. | 7,641 | 7,670 | 27,667 | 7,442 | 306,888 | 145,029 | 4,212 | 0,791 | 4,4288 | 9,238 | 1,203 | 1,247 |
| dec. | 7,633 | 7,668 | 27,640 | 7,440 | 310,833 | 147,059 | 4,215 | 0,788 | 4,4583 | 9,404 | 1,203 | 1,233 |
| 2015 jan. | 7,227 | 7,688 | 27,895 | 7,441 | 316,500 | 137,470 | 4,278 | 0,767 | 4,4874 | 9,417 | 1,094 | 1,162 |
| feb. | 7,096 | 7,711 | 27,608 | 7,450 | 306,884 | 134,686 | 4,176 | 0,741 | 4,4334 | 9,490 | 1,062 | 1,135 |
| | % sprememba glede na predhodni mesec | | | | | | | | | | | |
| 2015 feb. | -1,8 | 0,3 | -1,0 | 0,1 | -3,0 | -2,0 | -2,4 | -3,4 | -1,2 | 0,8 | -2,9 | -2,3 |
| | % sprememba glede na predhodno leto | | | | | | | | | | | |
| 2015 feb. | -14,6 | 0,7 | 0,6 | -0,2 | -1,1 | -3,3 | 0,0 | -10,3 | -1,3 | 7,0 | -13,1 | -16,9 |

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

| | Skupaj ¹⁾ | | | Neposredne naložbe | | Portfeljske naložbe | | Izvedeni finančni instrumenti (neto) | Ostale naložbe | | Reserve | Zaznamek: Bruto zunanji dolg |
|---|----------------------|------------|----------|--------------------|------------|---------------------|------------|--------------------------------------|----------------|------------|---------|------------------------------------|
| | Terjatve | Obveznosti | Neto | Terjatve | Obveznosti | Terjatve | Obveznosti | | Terjatve | Obveznosti | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | | 8 | 9 | 10 | |
| Saldo (stanje mednarodnih naložb) | | | | | | | | | | | | |
| 2013 IV | 17.765,8 | 19.107,1 | -1.341,3 | 7.229,4 | 5.550,2 | 5.659,0 | 9.051,8 | -64,8 | 4.400,0 | 4.503,5 | 542,1 | 11.313,1 |
| 2014 I | 18.191,9 | 19.456,3 | -1.264,4 | 7.344,9 | 5.502,6 | 5.747,5 | 9.304,4 | -49,4 | 4.578,4 | 4.649,4 | 570,6 | 11.535,4 |
| II | 18.708,6 | 19.747,6 | -1.039,0 | 7.465,3 | 5.522,1 | 6.037,4 | 9.609,6 | -43,5 | 4.666,5 | 4.615,9 | 583,1 | 11.638,9 |
| III | 19.457,8 | 20.391,7 | -933,9 | 7.643,0 | 5.603,7 | 6.407,6 | 9.967,0 | -77,1 | 4.887,3 | 4.820,9 | 597,0 | 11.959,0 |
| Saldo kot odstotek BDP | | | | | | | | | | | | |
| 2014 III | 194,0 | 203,3 | -9,3 | 76,2 | 55,9 | 63,9 | 99,4 | -0,8 | 48,7 | 48,1 | 6,0 | 119,2 |
| Transakcije | | | | | | | | | | | | |
| 2014 I | 327,3 | 266,7 | 60,6 | 12,3 | -8,7 | 72,7 | 125,3 | 5,5 | 234,2 | 150,1 | 2,5 | - |
| II | 212,5 | 132,8 | 79,7 | -14,9 | -13,8 | 157,1 | 200,2 | 16,1 | 53,7 | -53,7 | 0,4 | - |
| III | 182,0 | 113,3 | 68,6 | 56,1 | 28,4 | 114,6 | 38,1 | 16,1 | -3,5 | 46,8 | -1,3 | - |
| IV | 9,2 | -129,7 | 138,9 | -2,8 | -23,8 | 96,9 | -37,5 | 5,6 | -93,4 | -68,4 | 2,9 | - |
| 2014 jul. | 89,0 | 70,5 | 18,5 | 16,7 | 7,3 | 20,4 | 6,2 | 3,2 | 49,3 | 57,0 | -0,7 | - |
| avg. | 33,0 | 34,0 | -0,9 | 11,3 | 13,8 | 27,4 | 24,4 | 3,5 | -10,4 | -4,2 | 1,2 | - |
| sept. | 59,9 | 8,9 | 51,0 | 28,1 | 7,4 | 66,7 | 7,5 | 9,5 | -42,4 | -6,0 | -1,9 | - |
| okt. | -0,2 | -36,3 | 36,0 | 10,0 | 9,1 | 16,3 | -31,1 | 0,7 | -28,2 | -14,3 | 1,0 | - |
| nov. | 147,9 | 68,4 | 79,5 | 17,0 | -11,5 | 45,9 | 34,5 | 3,4 | 80,8 | 45,4 | 0,8 | - |
| dec. | -138,5 | -161,8 | 23,3 | -29,8 | -21,4 | 34,7 | -40,9 | 1,6 | -146,0 | -99,5 | 1,1 | - |
| Skupne 12-mesečne transakcije | | | | | | | | | | | | |
| 2014 dec. | 730,9 | 383,1 | 347,8 | 50,8 | -17,8 | 441,3 | 326,2 | 43,4 | 190,9 | 74,8 | 4,5 | - |
| Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP | | | | | | | | | | | | |
| 2014 dec. | 7,3 | 3,8 | 3,5 | 0,5 | -0,2 | 4,4 | 3,3 | 0,4 | 1,9 | 0,7 | 0,0 | - |

Vir: ECB

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

3 GOSPODARSKA AKTIVNOST

3.1 BDP in izdatkovne komponente¹⁾ (četrletni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

| | Skupaj | Bruto domači proizvod (BDP) | | | | | | | | | | Zunanjetrgovinska bilanca | | |
|---------|---------|-----------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------------|---|-------|----------------------|----------------------|------------------------|---------|---------------------------|------|--|
| | | Skupaj | Zasebna potrošnja | Državna potrošnja | Domače povpraševanje | | | | | Spremembe zalog | Skupaj | Izvoz | Uvoz | |
| | | | | | Bruto investicije v osnovna sredstva | | | Gradbeni investicije | Investicije v opremo | Intelektualna lastnina | | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | | | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| | | | | | | Tekoče cene (v milijardah EUR) | | | | | | | | |
| 2011 | 9.799,5 | 9.661,0 | 5.512,0 | 2.052,0 | 2.029,8 | 1.066,0 | 604,5 | 350,1 | 67,1 | 138,5 | 4.098,1 | 3.959,6 | | |
| 2012 | 9.857,7 | 9.596,5 | 5.542,3 | 2.065,3 | 1.988,1 | 1.039,8 | 581,4 | 357,4 | 0,7 | 261,2 | 4.279,9 | 4.018,7 | | |
| 2013 | 9.939,4 | 9.598,5 | 5.566,7 | 2.096,0 | 1.948,6 | 1.009,2 | 569,3 | 359,7 | -12,8 | 340,8 | 4.355,3 | 4.014,5 | | |
| 2013 IV | 2.502,8 | 2.411,3 | 1.398,3 | 525,7 | 492,9 | 254,5 | 145,6 | 90,4 | -5,6 | 91,4 | 1.102,2 | 1.010,8 | | |
| 2014 I | 2.518,1 | 2.424,4 | 1.403,1 | 529,2 | 494,9 | 255,8 | 144,5 | 91,2 | -2,9 | 93,7 | 1.102,9 | 1.009,2 | | |
| II | 2.523,9 | 2.427,8 | 1.409,5 | 530,6 | 491,7 | 251,2 | 145,3 | 91,8 | -4,1 | 96,1 | 1.116,3 | 1.020,2 | | |
| III | 2.530,8 | 2.433,3 | 1.417,0 | 535,4 | 491,8 | 251,0 | 145,3 | 92,2 | -10,8 | 97,5 | 1.131,1 | 1.033,6 | | |
| | | | | | | v % BDP | | | | | | | | |
| 2011 | 100,0 | 98,6 | 56,2 | 20,9 | 20,7 | 10,9 | 6,2 | 3,6 | 0,7 | 1,4 | - | - | | |
| 2012 | 100,0 | 97,4 | 56,2 | 21,0 | 20,2 | 10,6 | 5,9 | 3,6 | 0,0 | 2,7 | - | - | | |
| 2013 | 100,0 | 96,6 | 56,0 | 21,1 | 19,6 | 10,2 | 5,7 | 3,6 | -0,1 | 3,5 | - | - | | |
| | | | | | | Verižni obseg (cene preteklega leta) | | | | | | | | |
| | | | | | | četrtletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | |
| 2014 I | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | -0,2 | 0,6 | - | - | 0,4 | 0,0 | | |
| II | 0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | -0,6 | -1,7 | 0,6 | 0,2 | - | - | 1,4 | 1,3 | | |
| III | 0,2 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | -0,3 | -0,6 | -0,3 | 0,2 | - | - | 1,3 | 1,4 | | |
| IV | 0,3 | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah | | | | | | | | |
| 2014 I | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | - | - | |
| II | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | - | - | | |
| III | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | - | - | | |
| IV | 0,3 | | | | | | | | | | | | | |

3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih¹⁾

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

| | Bruto dodana vrednost (osnovne cene) | | | | | | | | | | | Davki brez subvencij za proizvode |
|---------|--------------------------------------|-----------------------------------|---|--------------|--|---|---------------------------------------|-----------------------------|--|--|------------------------------------|-----------------------------------|
| | Skupaj | Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov | Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe | Gradbeništvo | Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo | Informacijske in komunikacijske dejavnosti | Finančne in zavarovalniške dejavnosti | Poslovanje z nepremičninami | Strokovne, poslovne in podporne storitve | Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo | Umetnost, zabava in druge storitve | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| | | Tekoče cene (v milijardah EUR) | | | | | | | | | | |
| 2011 | 8.809,7 | 147,8 | 1.719,5 | 486,7 | 1.672,6 | 407,8 | 435,3 | 1.009,4 | 919,9 | 1.699,2 | 311,4 | 989,8 |
| 2012 | 8.863,7 | 152,2 | 1.726,7 | 474,0 | 1.681,4 | 410,7 | 439,7 | 1.014,9 | 928,5 | 1.718,2 | 317,3 | 994,0 |
| 2013 | 8.930,7 | 155,7 | 1.736,3 | 465,0 | 1.689,0 | 401,9 | 439,1 | 1.032,1 | 941,8 | 1.748,5 | 321,3 | 1.008,6 |
| 2013 IV | 2.248,4 | 38,6 | 438,1 | 117,2 | 424,8 | 100,6 | 110,3 | 259,9 | 237,7 | 440,1 | 81,0 | 254,3 |
| 2014 I | 2.262,5 | 38,5 | 438,2 | 118,3 | 427,0 | 100,6 | 113,0 | 262,0 | 238,9 | 444,3 | 81,4 | 255,8 |
| II | 2.264,7 | 37,9 | 439,7 | 116,3 | 427,6 | 100,3 | 114,1 | 263,3 | 240,0 | 444,0 | 81,4 | 259,1 |
| III | 2.271,7 | 36,7 | 440,2 | 116,1 | 430,0 | 100,0 | 113,8 | 264,0 | 241,9 | 446,8 | 82,2 | 258,8 |
| | | | | | | Odstotek dodane vrednosti | | | | | | |
| 2011 | 100,0 | 1,7 | 19,5 | 5,5 | 19,0 | 4,6 | 4,9 | 11,5 | 10,4 | 19,3 | 3,5 | - |
| 2012 | 100,0 | 1,7 | 19,5 | 5,4 | 19,0 | 4,6 | 5,0 | 11,4 | 10,5 | 19,4 | 3,6 | - |
| 2013 | 100,0 | 1,7 | 19,5 | 5,2 | 18,9 | 4,5 | 4,9 | 11,5 | 10,5 | 19,6 | 3,6 | - |
| | | | | | | Verižni obseg (cene preteklega leta) | | | | | | |
| | | | | | | Četrtletne spremembe v odstotkih | | | | | | |
| 2013 IV | 0,3 | 1,6 | 0,5 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | -0,1 | 0,3 | -0,1 | 0,3 | -0,3 | 0,2 |
| 2014 I | 0,4 | 2,0 | -0,1 | 0,7 | 0,7 | -0,8 | 0,8 | 0,2 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,0 |
| II | 0,0 | -0,6 | 0,2 | -1,7 | 0,1 | -0,3 | -0,7 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | -0,4 | 1,0 |
| III | 0,2 | 0,7 | 0,1 | -0,6 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | 0,5 | -0,4 |
| | | | | | | Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah | | | | | | |
| 2013 IV | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2014 I | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| II | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - |
| III | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja z izjemo stolpcov 6 do 8 v tabeli 3.1 (18 držav članic euroobmočja).

3.3 Kratkoročna poslovna statistika

| | Industrija brez gradbeništva ¹⁾ | | | | | Gradbeništvo ¹⁾ | Kazalnik ECB o novih naročilih v industriji ¹⁾ | Trgovina na drobno | | | | Registracije novih osebnih avtomobilov | | |
|--|--|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|------------|----------------------------|---|--------------------|---------------------------------|----------|--------|--|-------|--|
| | Skupaj | | Glavne industrijske skupine | | | | | Skupaj | Hrana, pijača in tobaci izdelki | Neživila | Goriva | | | |
| | Predelovalne dejavnosti | Proizvodi za vmesno porabo | Proizvodi za investicije | Proizvodi za široko porabo | Energetika | | | | | | | | | |
| % od skupaj v letu 2010 | 100,0 | 86,0 | 33,6 | 29,2 | 22,5 | 14,7 | 100,0 | 100,0 | 39,3 | 51,5 | 9,1 | 100,0 | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | | |
| | | | | | | | | | | | | 13 | | |
| Medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | -2,5 | -2,7 | -4,5 | -1,1 | -2,5 | -0,4 | -5,0 | -3,8 | -1,6 | -1,3 | -1,5 | -5,0 | -11,0 | |
| 2013 | -0,7 | -0,7 | -1,0 | -0,6 | -0,4 | -0,8 | -2,8 | -0,1 | -0,8 | -1,0 | -0,6 | -1,0 | -4,4 | |
| 2014 | 0,6 | 1,6 | 1,1 | 1,5 | 2,5 | -5,4 | 2,2 | 3,2 | 1,3 | 0,3 | 2,4 | 0,3 | 3,7 | |
| 2014 I | 1,2 | 3,1 | 3,1 | 4,0 | 2,5 | -9,3 | 6,7 | 4,3 | 0,9 | -0,5 | 2,3 | 0,8 | 5,1 | |
| II | 0,9 | 1,7 | 1,4 | 0,9 | 3,5 | -5,2 | 3,8 | 3,9 | 1,4 | 1,1 | 2,0 | -0,4 | 3,9 | |
| III | 0,5 | 1,1 | 0,4 | 1,4 | 1,8 | -3,5 | -0,3 | 2,2 | 0,8 | -0,3 | 2,0 | -0,6 | 4,1 | |
| IV | -0,1 | 0,5 | -0,6 | 0,0 | 2,3 | -3,1 | -0,7 | 2,5 | 2,1 | 0,7 | 3,3 | 1,4 | 1,6 | |
| 2014 avg. | -0,6 | 0,0 | 0,1 | -2,2 | 2,4 | -3,0 | 1,5 | 0,9 | 1,5 | -0,5 | 3,6 | -0,3 | 4,1 | |
| sept. | 0,1 | 0,7 | -0,6 | 1,5 | 0,9 | -3,2 | -2,4 | 1,2 | 0,4 | 0,7 | 0,3 | 0,4 | 2,5 | |
| okt. | 0,6 | 1,1 | -0,7 | 1,4 | 3,1 | -2,3 | 0,3 | 3,9 | 1,5 | 0,1 | 2,5 | 1,0 | 4,4 | |
| nov. | -0,8 | 0,1 | -1,0 | -1,2 | 3,0 | -5,5 | 0,5 | 1,5 | 1,5 | -0,3 | 3,2 | 0,2 | 0,4 | |
| dec. | -0,2 | 0,2 | -0,2 | -0,3 | 0,6 | -1,7 | -3,5 | 2,3 | 3,1 | 2,0 | 3,9 | 2,8 | 0,0 | |
| 2015 jan. | | | | | | | | | | | | | 11,0 | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 avg. | -1,2 | -1,4 | -1,1 | -3,3 | 0,2 | 1,1 | 0,6 | -2,1 | 0,7 | 0,2 | 1,0 | 0,9 | -0,1 | |
| sept. | 0,5 | 0,5 | -0,3 | 2,2 | -0,9 | 0,3 | -1,3 | 1,3 | -0,9 | 0,4 | -1,7 | -0,2 | -1,3 | |
| okt. | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 1,5 | -1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,6 | -0,2 | 0,9 | 0,5 | 3,0 | |
| nov. | 0,1 | 0,2 | 0,1 | -0,3 | 0,7 | -0,8 | -0,5 | -1,2 | 0,6 | 0,2 | 1,2 | 0,4 | -2,5 | |
| dec. | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 0,2 | -1,6 | 0,9 | -0,8 | 2,5 | 0,4 | 0,2 | 1,9 | 5,4 | | |
| 2015 jan. | | | | | | | | | | | | | 2,6 | |
| | | | | | | | | | | | | | | |

3.4 Zaposlenost¹⁾

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

| | Po statusu zaposlitve | | Po gospodarski dejavnosti | | | | | | | | | | | Umetnost, zabava in druge storitve |
|--|-----------------------|----------|---------------------------|-----------------------------------|---|--------------|--|--|---------------------------------------|-----------------------------|--|--|------|------------------------------------|
| | Skupaj | Zaposlen | Samozaposlen | Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov | Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe | Gradbeništvo | Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo | Informacijske in komunikacijske dejavnosti | Finančne in zavarovalniške dejavnosti | Poslovanje z nepremičninami | Strokovne, poslovne in podporne storitve | Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| Število zaposlenih | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 100,0 | 85,0 | 15,0 | 3,5 | 15,4 | 6,7 | 24,9 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 12,5 | 23,7 | 6,9 | |
| 2012 | 100,0 | 85,0 | 15,0 | 3,4 | 15,4 | 6,4 | 24,9 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 12,7 | 23,8 | 7,0 | |
| 2013 | 100,0 | 85,0 | 15,0 | 3,4 | 15,3 | 6,2 | 24,9 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 12,8 | 24,0 | 7,0 | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 0,1 | 0,2 | -0,1 | -2,2 | 0,0 | -3,6 | 0,5 | 1,2 | -0,7 | 0,6 | 2,5 | 0,0 | 0,0 | |
| 2012 | -0,5 | -0,5 | -0,3 | -1,4 | -0,7 | -4,5 | -0,5 | 0,8 | -0,4 | -0,1 | 0,5 | -0,1 | 0,6 | |
| 2013 | -0,8 | -0,7 | -1,1 | -1,4 | -1,3 | -4,4 | -0,7 | 0,1 | -1,1 | 0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | |
| 2013 IV | -0,4 | -0,3 | -0,8 | 0,4 | -1,0 | -3,1 | -0,2 | -0,1 | -0,9 | -0,4 | 0,7 | 0,1 | -1,1 | |
| 2014 I | 0,0 | 0,2 | -0,6 | 0,8 | -0,7 | -2,6 | 0,2 | 0,3 | -0,9 | 0,7 | 1,0 | 0,5 | 0,1 | |
| II | 0,4 | 0,7 | -1,1 | -0,5 | 0,2 | -2,3 | 0,8 | 0,6 | -1,2 | 0,3 | 1,9 | 0,5 | 0,4 | |
| III | 0,6 | 0,9 | -1,0 | -0,7 | 0,3 | -1,7 | 1,2 | 1,1 | -1,1 | 0,0 | 1,8 | 0,4 | 1,0 | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Opravljenje delovne ure | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 100,0 | 80,1 | 19,9 | 4,4 | 15,8 | 7,6 | 25,9 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 12,3 | 21,3 | 6,2 | |
| 2012 | 100,0 | 80,0 | 20,0 | 4,4 | 15,7 | 7,2 | 25,8 | 2,8 | 2,8 | 1,0 | 12,4 | 21,6 | 6,3 | |
| 2013 | 100,0 | 80,1 | 19,9 | 4,4 | 15,7 | 6,9 | 25,8 | 2,8 | 2,8 | 1,0 | 12,5 | 21,7 | 6,3 | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 0,3 | 0,4 | -0,3 | -2,2 | 0,8 | -3,6 | 0,4 | 1,3 | -0,2 | 0,4 | 2,6 | 0,3 | 0,1 | |
| 2012 | -1,6 | -1,6 | -1,3 | -2,5 | -2,0 | -6,4 | -1,9 | 0,4 | -0,8 | -1,1 | -0,3 | -0,5 | -0,3 | |
| 2013 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -0,8 | -1,3 | -5,1 | -1,2 | 0,1 | -1,5 | -2,2 | -0,4 | -0,5 | -0,6 | |
| 2013 IV | -0,3 | -0,3 | -0,4 | 1,6 | -0,2 | -3,1 | -0,4 | 0,7 | -0,8 | -1,7 | 0,3 | -0,1 | -1,1 | |
| 2014 I | 0,6 | 0,7 | 0,2 | 2,0 | 0,9 | -1,3 | 0,6 | 0,6 | -0,4 | 0,5 | 0,9 | 1,0 | 0,4 | |
| II | 0,3 | 0,6 | -1,3 | 0,0 | 0,2 | -2,5 | 0,5 | 0,7 | -1,6 | -0,3 | 1,3 | 0,6 | -0,2 | |
| III | 0,5 | 0,9 | -1,0 | 0,1 | 0,6 | -2,1 | 1,1 | 1,1 | -1,3 | -0,7 | 1,4 | 0,3 | 0,4 | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Opravljenje delovne ure na zaposlenega | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 0,1 | 0,2 | -0,3 | -0,1 | 0,8 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,5 | -0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,0 | |
| 2012 | -1,1 | -1,1 | -1,0 | -1,1 | -1,3 | -2,0 | -1,4 | -0,4 | -0,5 | -1,1 | -0,8 | -0,3 | -0,9 | |
| 2013 | -0,4 | -0,5 | -0,1 | 0,7 | 0,1 | -0,8 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | -1,1 | -0,6 | -0,6 | -0,5 | |
| 2013 IV | 0,1 | 0,0 | 0,4 | 1,3 | 0,8 | 0,0 | -0,1 | 0,8 | 0,1 | -1,4 | -0,4 | -0,2 | 0,0 | |
| 2014 I | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 1,6 | 1,4 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | -0,3 | -0,1 | 0,5 | 0,3 | |
| II | -0,2 | -0,1 | -0,2 | 0,5 | 0,1 | -0,3 | -0,2 | 0,1 | -0,3 | -0,6 | -0,5 | 0,1 | -0,6 | |
| III | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,8 | 0,3 | -0,4 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,7 | -0,4 | -0,1 | -0,5 | |

Viri: Eurostat, izračuni ECB, eksperimentalna statistika ECB (tabela 3.3, stolpec 8) in združenja EAMA (European Automobile Manufacturers Association) (tabela 3.3, stolpec 13).

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja. Podatki o zaposlenosti v skladu z ESR 2010.

3.5 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

| | Zaposleni v milijonih ¹⁾ | Podzaposlenost v odstotkih ¹⁾ | Brezposelnost | | | | | | | | | | | | Stopnja prostih delovnih mest ²⁾ | |
|-------------------------|-------------------------------------|--|---------------|----------------|--|-------------|-------|-------|--------|-------------|----------------|-------------|----------------|------------------|---|--|
| | | | Skupaj | | Dolgotrajno brezposelni v % delovne sile ¹⁾ | Po starosti | | | | Po spolu | | | | | | |
| | | | V milijonih | % delovne sile | | Odrasli | Mladi | Moški | Ženske | V milijonih | % delovne sile | V milijonih | % delovne sile | % vseh del. mest | | |
| % od skupaj v letu 2013 | | | 100,0 | | 81,3 | 18,7 | | 53,6 | | 46,4 | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| 2012 | 159,689 | 3,9 | 18,177 | 11,4 | 5,3 | 14,617 | 10,1 | 3,560 | 23,6 | 9,752 | 11,2 | 8,425 | 11,5 | 1,6 | | |
| 2013 | 159,668 | 4,3 | 19,206 | 12,0 | 5,9 | 15,612 | 10,7 | 3,593 | 24,3 | 10,292 | 11,9 | 8,914 | 12,1 | 1,5 | | |
| 2014 | . | | 18,572 | 11,6 | . | 15,157 | 10,4 | 3,415 | 23,7 | 9,871 | 11,4 | 8,701 | 11,8 | . | | |
| 2014 I | 159,224 | 4,4 | 18,844 | 11,8 | 6,3 | 15,345 | 10,5 | 3,498 | 24,1 | 10,091 | 11,7 | 8,753 | 11,9 | 1,7 | | |
| II | 159,538 | 4,4 | 18,594 | 11,6 | 6,0 | 15,179 | 10,4 | 3,414 | 23,7 | 9,904 | 11,5 | 8,690 | 11,8 | 1,6 | | |
| III | 159,973 | 4,2 | 18,509 | 11,5 | 5,8 | 15,118 | 10,3 | 3,390 | 23,6 | 9,782 | 11,3 | 8,727 | 11,8 | 1,6 | | |
| IV | . | | 18,342 | 11,4 | . | 14,986 | 10,2 | 3,356 | 23,3 | 9,708 | 11,2 | 8,634 | 11,6 | . | | |
| 2014 avg. | - | - | 18,468 | 11,5 | - | 15,082 | 10,3 | 3,385 | 23,6 | 9,741 | 11,3 | 8,727 | 11,8 | - | | |
| sept. | - | - | 18,455 | 11,5 | - | 15,078 | 10,3 | 3,377 | 23,4 | 9,770 | 11,3 | 8,684 | 11,7 | - | | |
| okt. | - | - | 18,419 | 11,5 | - | 15,049 | 10,3 | 3,370 | 23,4 | 9,767 | 11,3 | 8,652 | 11,7 | - | | |
| nov. | - | - | 18,408 | 11,4 | - | 15,025 | 10,3 | 3,383 | 23,4 | 9,733 | 11,2 | 8,675 | 11,7 | - | | |
| dec. | - | - | 18,199 | 11,3 | - | 14,883 | 10,2 | 3,316 | 23,1 | 9,623 | 11,1 | 8,576 | 11,6 | - | | |
| 2015 jan. | - | - | 18,059 | 11,2 | - | 14,778 | 10,1 | 3,281 | 22,9 | 9,567 | 11,1 | 8,492 | 11,4 | - | | |

3.6 Mnenjske ankete

(desezonirano)

| | Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače) | | | | | | | | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi) | | | | |
|------------|---|--------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|--|---|----------------------------------|---|---|--|------------------------------|--|
| | Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100) | Predelovalne dejavnosti | | Kazalnik zaupanja potrošnikov | Kazalnik zaupanja v gradbeništvu | Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno | Storitvene dejavnosti | | Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti | Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih | Poslovanje v sektorju storitvenih dejavnosti | Skupni indeks za proizvodnjo | |
| | | Kazalnik zaupanja v industriji | Izkoriščenost zmogljivosti (v %) | | | | Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih | Izkoriščenost zmogljivosti (v %) | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 1999-2013 | 100,2 | -6,1 | 80,7 | -12,7 | -13,9 | -8,8 | 6,5 | - | 51,0 | 52,4 | 52,9 | 52,7 | |
| 2012 | 90,5 | -11,7 | 78,5 | -22,1 | -27,7 | -15,1 | -6,8 | 86,6 | 46,2 | 46,3 | 47,6 | 47,2 | |
| 2013 | 93,6 | -9,3 | 78,3 | -18,6 | -29,4 | -12,4 | -6,1 | 86,9 | 49,6 | 50,6 | 49,3 | 49,7 | |
| 2014 | 101,3 | -4,2 | 79,9 | -10,0 | -28,0 | -3,9 | 3,8 | 87,4 | 51,8 | 53,3 | 52,5 | 52,7 | |
| 2014 I | 101,5 | -3,5 | 79,8 | -11,2 | -28,6 | -3,0 | 3,4 | 87,2 | 53,4 | 55,9 | 52,1 | 53,1 | |
| II | 102,2 | -3,6 | 79,7 | -7,7 | -30,3 | -2,2 | 3,9 | 87,3 | 52,4 | 54,5 | 53,1 | 53,4 | |
| III | 100,8 | -4,8 | 80,0 | -9,9 | -27,8 | -4,6 | 3,3 | 87,6 | 50,9 | 51,6 | 53,2 | 52,8 | |
| IV | 100,7 | -4,8 | 80,3 | -11,2 | -25,2 | -5,8 | 4,8 | 87,7 | 50,4 | 51,2 | 51,7 | 51,5 | |
| 2014 sept. | 99,9 | -5,5 | - | -11,4 | -27,4 | -7,2 | 3,2 | - | 50,3 | 51,0 | 52,4 | 52,0 | |
| okt. | 100,7 | -5,0 | 80,0 | -11,1 | -24,4 | -6,3 | 4,4 | 87,8 | 50,6 | 51,5 | 52,3 | 52,1 | |
| nov. | 100,7 | -4,3 | - | -11,6 | -26,1 | -5,9 | 4,4 | - | 50,1 | 51,2 | 51,1 | 51,1 | |
| dec. | 100,6 | -5,2 | - | -10,9 | -25,2 | -5,2 | 5,6 | - | 50,6 | 50,9 | 51,6 | 51,4 | |
| 2015 jan. | 101,4 | -4,8 | 80,7 | -8,5 | -26,5 | -3,6 | 4,8 | 87,5 | 51,0 | 52,1 | 52,7 | 52,6 | |
| feb. | 102,1 | -4,7 | - | -6,7 | -26,5 | -2,1 | 4,5 | - | 51,0 | 52,1 | 53,7 | 53,3 | |

Vir: Eurostat, izračuni ECB, Evropska komisija (GD za gospodarstvo in finance) (tabela 3.6, stolpci 1–8), Markit (tabela 3.6, stolpci 9–12).

1) Niso desezonirani. Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

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

3.7 Povzetek kontov gospodinjstev in nefinančnih družb

(tekoče cene, razen če je navedeno drugače; ni desezonirano)

| | Gospodinjstva | | | | | | | Nefinančne družbe | | | | | |
|---------|--|--------------------------------|------------------------------|------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------------|
| | Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾ | Stopnja zadolženosti | Realni razpoložljivi dohodek | Finančne naložbe | Nefinančne naložbe (bruto) | Neto premoženje ²⁾ | Premoženje v nepremičninah | Delež dobička ³⁾ | Stopnja varčevanja (neto) | Stopnja zadolženosti ⁴⁾ | Finančne naložbe | Nefinančne naložbe (bruto) | Financiranje |
| | kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka | medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | kot odstotek neto dodane vrednosti | kot odstotek BDP | medletne spremembe v odstotkih | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2011 | 13,0 | 97,8 | -0,1 | 1,9 | 1,7 | 1,8 | 1,1 | 33,4 | 3,5 | 3,2 | 9,9 | 2,0 | |
| 2012 | 12,9 | 97,4 | -1,6 | 1,8 | -3,7 | 0,3 | -2,2 | 31,2 | 1,5 | 133,5 | 1,0 | -4,8 | 0,8 |
| 2013 | 13,1 | 96,1 | -0,5 | 1,3 | -3,9 | 0,0 | -2,3 | 30,6 | 2,3 | 130,2 | 1,5 | -3,1 | 0,7 |
| 2013 IV | 13,1 | 96,1 | 1,0 | 1,3 | -4,4 | 0,4 | -2,3 | 30,6 | 2,3 | 130,2 | 1,5 | -0,1 | 0,7 |
| 2014 I | 13,1 | 95,5 | 0,5 | 1,4 | 3,3 | 1,9 | -1,0 | 31,0 | 2,4 | 129,4 | 1,7 | 2,1 | 0,8 |
| II | 13,0 | 95,5 | 0,4 | 1,5 | 0,0 | 2,9 | -0,1 | 31,0 | 2,2 | 130,3 | 2,0 | -0,5 | 1,0 |
| III | 13,1 | 94,9 | 1,6 | 1,5 | 0,3 | 2,7 | 0,3 | 31,3 | 2,3 | 129,6 | 1,7 | -0,9 | 0,9 |

3.8 Plaćilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalski račun

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

| | Tekoči račun | | | | | | | | | | | | Kapitalski račun ⁵⁾ | |
|---|--------------|---------|-------|----------|---------|----------|----------|----------|---------|------------------|---------|--------------------|--------------------------------|------------------|
| | Skupaj | | | Blago | | | Storitve | | | Primarni dohodek | | Sekundarni dohodek | | Kapitalski račun |
| | Prejemki | Izdatki | Saldo | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
| 2014 I | 817,6 | 758,6 | 59,0 | 476,7 | 424,1 | 168,9 | 144,3 | 150,4 | 132,3 | 21,6 | 57,9 | 9,3 | 3,4 | |
| II | 829,0 | 771,1 | 57,8 | 484,8 | 426,7 | 170,7 | 150,9 | 152,1 | 132,6 | 21,4 | 61,0 | 7,5 | 3,4 | |
| III | 829,0 | 762,9 | 66,1 | 488,5 | 424,0 | 170,7 | 154,0 | 147,3 | 132,3 | 22,5 | 52,6 | 6,5 | 2,4 | |
| IV | 828,2 | 771,0 | 57,3 | 494,2 | 427,5 | 176,2 | 158,5 | 134,8 | 125,0 | 23,1 | 60,0 | 11,4 | 4,9 | |
| 2014 jul. | 274,1 | 256,6 | 17,5 | 161,8 | 142,2 | 57,7 | 52,2 | 47,4 | 43,2 | 7,2 | 19,0 | 2,6 | 0,9 | |
| avg. | 265,9 | 248,1 | 17,8 | 154,5 | 134,9 | 55,9 | 50,5 | 47,9 | 44,7 | 7,5 | 17,9 | 2,3 | 0,8 | |
| sept. | 289,1 | 258,3 | 30,8 | 172,2 | 146,9 | 57,1 | 51,3 | 52,0 | 44,4 | 7,8 | 15,6 | 1,7 | 0,8 | |
| okt. | 277,7 | 258,1 | 19,6 | 164,0 | 145,7 | 58,7 | 52,8 | 47,2 | 41,9 | 7,8 | 17,7 | 2,8 | 1,1 | |
| nov. | 272,8 | 253,0 | 19,9 | 161,0 | 140,8 | 59,3 | 51,4 | 44,7 | 39,7 | 7,8 | 21,1 | 3,4 | 1,2 | |
| dec. | 277,7 | 259,9 | 17,8 | 169,2 | 141,0 | 58,2 | 54,3 | 42,9 | 43,3 | 7,5 | 21,2 | 5,2 | 2,6 | |
| Skupne 12-mesečne transakcije | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 dec. | 3.303,8 | 3.063,6 | 240,2 | 1.944,1 | 1.702,3 | 686,4 | 607,8 | 584,7 | 522,1 | 88,6 | 231,5 | 34,7 | 14,1 | |
| Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 dec. | 32,9 | 30,5 | 2,4 | 19,4 | 17,0 | 6,8 | 6,1 | 5,8 | 5,2 | 0,9 | 2,3 | 0,3 | 0,1 | |

3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)⁶⁾, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov⁷⁾

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

| | Skupaj (nedesezonirano) | | Izvoz (f.o.b) | | | | | | Uvoz (c.i.f) | | | | | |
|---|-------------------------|------|------------------------|---------------------|----------------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------|------------------------|------------------------|-------|------|--|
| | Izvoz | Uvoz | Skupaj | | | Industrijski proizvodi | Skupaj | | | Industrijski proizvodi | Nafta | | | |
| | | | Blago za vmesno porabo | Investicijsko blago | Potrošno blago | | Blago za vmesno porabo | Investicijsko blago | Potrošno blago | | Industrijski proizvodi | Nafta | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | |
| Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 I | 1,3 | 0,2 | 479,8 | 235,1 | 95,5 | 136,9 | 389,9 | 437,7 | 272,4 | 60,8 | 96,4 | 277,9 | 79,3 | |
| II | 0,8 | 0,3 | 480,4 | 234,3 | 96,3 | 137,6 | 395,2 | 437,4 | 270,4 | 60,6 | 98,6 | 281,0 | 77,3 | |
| III | 3,0 | 0,4 | 484,3 | 235,5 | 96,5 | 138,6 | 396,7 | 437,3 | 268,5 | 60,9 | 100,1 | 285,6 | 74,4 | |
| IV | 4,3 | -0,5 | 494,8 | | | | 406,0 | 429,8 | | | | 287,6 | | |
| 2014 jul. | 2,9 | 1,0 | 160,7 | 78,2 | 32,1 | 46,5 | 131,4 | 147,6 | 91,3 | 20,5 | 33,4 | 96,3 | 25,6 | |
| avg. | -3,1 | -4,3 | 158,4 | 77,6 | 30,6 | 44,9 | 129,6 | 142,8 | 87,4 | 19,5 | 33,0 | 91,8 | 24,4 | |
| sept. | 8,6 | 4,2 | 165,2 | 79,6 | 33,8 | 47,1 | 135,7 | 146,9 | 89,8 | 20,9 | 33,7 | 97,4 | 24,4 | |
| okt. | 4,1 | -0,2 | 165,0 | 79,4 | 33,7 | 47,7 | 134,5 | 144,9 | 87,8 | 20,6 | 33,8 | 96,3 | 23,9 | |
| nov. | 0,9 | -2,2 | 165,8 | 77,9 | 33,4 | 48,1 | 136,1 | 144,2 | 86,3 | 20,2 | 33,5 | 95,2 | 22,4 | |
| dec. | 8,1 | 1,0 | 164,0 | | | | 135,4 | 140,7 | | | | 96,2 | | |
| Indeks obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 I | 1,6 | 2,6 | 114,8 | 113,3 | 114,6 | 117,0 | 114,2 | 100,7 | 101,1 | 98,1 | 99,6 | 101,8 | 94,7 | |
| II | 0,8 | 2,4 | 114,8 | 113,2 | 114,3 | 117,5 | 115,6 | 101,7 | 101,8 | 98,4 | 102,4 | 103,5 | 93,2 | |
| III | 1,2 | 2,0 | 114,4 | 112,6 | 114,1 | 116,2 | 114,5 | 101,2 | 101,1 | 98,7 | 101,9 | 103,6 | 91,1 | |
| 2014 jul. | 1,2 | 2,3 | 114,3 | 112,5 | 114,3 | 117,3 | 114,2 | 102,9 | 102,6 | 103,3 | 102,5 | 106,2 | 91,2 | |
| avg. | -4,5 | -2,7 | 112,4 | 111,2 | 108,5 | 113,6 | 112,3 | 99,3 | 99,1 | 94,1 | 100,6 | 99,8 | 90,1 | |
| sept. | 6,5 | 6,0 | 116,7 | 114,0 | 119,5 | 117,6 | 117,0 | 101,5 | 101,7 | 98,6 | 102,5 | 104,9 | 92,0 | |
| okt. | 2,3 | 0,8 | 116,5 | 113,7 | 118,9 | 119,4 | 115,6 | 100,4 | 100,6 | 96,1 | 101,3 | 102,5 | 95,4 | |
| nov. | -0,6 | -1,1 | 117,2 | 111,8 | 117,1 | 120,9 | 116,5 | 101,3 | 100,8 | 96,8 | 99,7 | 101,8 | 96,5 | |
| dec. | | | | | | | | | | | | | | |

Vir: ECB in Eurostat.

- Na podlagi kumulirane vsote prihrankov in razpoložljivega bruto dohodka štirih četrtletij (prilagojeno za spremembo neto kapitala gospodinjstev v rezervah pokojninskih skladov).
- Finančno premoženje (po obveznostih) in nefinančno premoženje. To predstavlja predvsem premoženje v nepremičninah (stanovanjske nepremičnine ter zemljišča). Nadalje spada sem tudi nefinančno premoženje podjetij, ki niso gospodarske pravne osebe in se uvrščajo v sektor gospodinjstev.
- Stopnja dobička se izračuna na podlagi neto prihodka podjetij, ki je bolj ali manj enak tekočim dobičkom iz poslovanja v zunanjji blagovni menjavi.
- Na podlagi odprtih kreditov, dolžniških vrednostnih papirjev, trgovinskih posojil in obveznosti, ki izhajajo iz pokojninskih shem.
- Ni desezonirano.
- 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.
- V skladu s klasifikacijo po glavnih industrijskih skupinah.

4 CENE IN STROŠKI

4.1 Harmonizirani indeks cen življenskih potrebščin¹⁾

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

| Indeks: 2005=100 | Skupaj | | | | Skupaj (desezonirano; sprememba v odstotkih glede na prejšnje obdobje) | | | | | | Zaznamek: Nadzorovane cene | | |
|----------------------------|--|--------------------|----------------------|--------------------|---|----------------------|---|------------------------|-----------|--|-------------------------------|------|------|
| | Skupaj | Blago | Storitve | Skupaj | Predelana hrana | Nepredelana hrana | Industrijsko blago razen energentov | Energenti (ni des.) | Storitve | Skupaj HICP brez nadzorovanih cen | Nadzorovane cene | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| % od skupaj v letu 2015 | 100,0 | 100,0 | 69,7 | 56,5 | 43,5 | 100,0 | 12,2 | 7,5 | 26,3 | 10,6 | 43,5 | 87,1 | 12,9 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2012 | 115,6 | 2,5 | 1,5 | 3,0 | 1,8 | - | - | - | - | - | - | 2,3 | 3,8 |
| 2013 | 117,2 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | - | - | - | - | - | - | 1,2 | 2,1 |
| 2014 | 117,7 | 0,4 | 0,8 | -0,2 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 1,9 |
| 2014 I | 117,2 | 0,7 | 0,8 | 0,3 | 1,2 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,5 | 2,0 |
| II | 118,2 | 0,6 | 0,8 | 0,0 | 1,3 | 0,0 | 0,1 | -1,0 | -0,1 | -0,3 | 0,3 | 0,3 | 2,2 |
| III | 117,7 | 0,4 | 0,8 | -0,3 | 1,2 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | -0,4 | 0,4 | 0,2 | 1,6 |
| IV | 117,8 | 0,2 | 0,7 | -0,6 | 1,2 | -0,2 | 0,0 | 0,5 | -0,1 | -3,0 | 0,2 | -0,1 | 1,7 |
| 2014 sept. | 118,1 | 0,3 | 0,8 | -0,3 | 1,1 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 1,5 |
| okt. | 118,0 | 0,4 | 0,7 | -0,2 | 1,2 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | -0,9 | 0,0 | 0,2 | 1,7 |
| nov. | 117,8 | 0,3 | 0,7 | -0,4 | 1,2 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | -1,4 | 0,1 | 0,1 | 1,7 |
| dec. | 117,7 | -0,2 | 0,7 | -1,2 | 1,2 | -0,3 | 0,1 | -0,4 | 0,0 | -3,3 | 0,0 | -0,4 | 1,6 |
| 2015 jan. | 115,8 | -0,6 | 0,6 | -1,8 | 1,0 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -3,2 | -0,1 | -0,9 | 1,2 |
| feb. ²⁾ | 116,5 | -0,3 | 0,6 | | 1,1 | | | | | 1,6 | | | |
| | Blago | | | | Storitve | | | | | | Razno | | |
| | Hrana (vključno z alkoholnimi pičačami in tobačnimi izdelki) | | | Industrijsko blago | | | Stanovanjske storitve | | Prevoz | Komunikacija | Rekreacija in osebne storitve | | |
| | Skupaj | Predelana hrana | Nepredelana hrana | Skupaj | Industrijsko blago razen energentov | Energenti | | | Najemnine | | | | |
| % od skupaj v letu 2015 | 19,7 | 12,2 | 7,5 | 36,9 | 26,3 | 10,6 | 10,7 | 6,4 | 7,3 | 3,1 | 14,8 | 7,5 | |
| | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| 2012 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 1,2 | 7,6 | 1,8 | 1,5 | 2,9 | -3,2 | 2,2 | 2,0 | |
| 2013 | 2,7 | 2,2 | 3,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 1,7 | 1,5 | 2,4 | -4,2 | 2,2 | 0,7 | |
| 2014 | 0,5 | 1,2 | -0,8 | -0,5 | 0,1 | -1,9 | 1,7 | 1,4 | 1,7 | -2,8 | 1,5 | 1,3 | |
| 2014 I | 1,4 | 1,8 | 0,7 | -0,3 | 0,3 | -1,9 | 1,8 | 1,4 | 1,6 | -2,7 | 1,3 | 1,2 | |
| II | 0,2 | 1,5 | -1,8 | -0,1 | 0,0 | -0,4 | 1,8 | 1,4 | 1,8 | -2,8 | 1,6 | 1,6 | |
| III | -0,1 | 1,0 | -2,0 | -0,4 | 0,1 | -1,8 | 1,7 | 1,3 | 1,7 | -3,1 | 1,5 | 1,3 | |
| IV | 0,3 | 0,7 | -0,3 | -1,1 | -0,1 | -3,6 | 1,6 | 1,4 | 1,6 | -2,6 | 1,4 | 1,4 | |
| 2014 sept. | 0,3 | 1,0 | -0,9 | -0,6 | 0,2 | -2,3 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | -3,3 | 1,5 | 1,3 | |
| okt. | 0,5 | 0,8 | 0,0 | -0,6 | -0,1 | -2,0 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | -2,6 | 1,5 | 1,4 | |
| nov. | 0,5 | 0,6 | 0,2 | -0,8 | -0,1 | -2,6 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | -2,5 | 1,3 | 1,4 | |
| dec. | 0,0 | 0,5 | -1,0 | -1,8 | 0,0 | -6,3 | 1,5 | 1,4 | 1,9 | -2,6 | 1,4 | 1,4 | |
| 2015 jan. | -0,1 | 0,4 | -0,8 | -2,8 | -0,1 | -9,3 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | -2,1 | 1,2 | 1,0 | |
| feb. ²⁾ | 0,5 | 0,5 | 0,5 | | -0,2 | -7,9 | | | | | | | |

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene (letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

| Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva | | | | | | | | | | | Gradbeništvo ³⁾ | Cene stanovanj ^{3), 4)} | Eksperimentalni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ^{3), 4)} | | | | | | | | |
|--|--------|--|--------|----------------------------------|--------------------------------|----------------------------|------------------------------------|----------|-----------|-------|----------------------------|----------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Skupaj (Indeks: 2010 = 100) | Skupaj | Industrija brez gradbeništva in energentov | | | | | | | Energenti | | | | | | | | | | | | |
| | | Predelovalne dejavnosti | Skupaj | Proizvodi za vmesno porabo | Proizvodi za investicije | Proizvodi za široko porabo | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | Skupaj | Zivila, pijača, tobačni izdelki | Neživila | | | | | | | | | | | | | |
| % od skupaj v letu 2010 | 100,0 | 100,0 | 78,0 | 72,1 | 29,3 | 20,0 | 22,7 | 13,8 | 8,9 | 27,9 | | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | | | | | | | |
| 2012 | 108,7 | 2,8 | 2,0 | 1,4 | 0,7 | 1,0 | 2,5 | 3,6 | 0,9 | 6,6 | 1,7 | -1,7 | 0,4 | | | | | | | | |
| 2013 | 108,5 | -0,2 | -0,1 | 0,4 | -0,6 | 0,6 | 1,7 | 2,7 | 0,3 | -1,6 | 0,6 | -2,0 | -1,3 | | | | | | | | |
| 2014 | 107,0 | -1,4 | -0,8 | -0,2 | -1,1 | 0,4 | 0,4 | -0,8 | 0,4 | -4,4 | . | . | . | | | | | | | | |
| 2014 I | 107,7 | -1,5 | -1,0 | -0,4 | -1,8 | 0,3 | 0,9 | -0,4 | 0,3 | -4,1 | 0,2 | -0,6 | . | | | | | | | | |
| 2014 II | 107,2 | -1,0 | -0,3 | -0,1 | -1,2 | 0,3 | 0,9 | -0,3 | 0,5 | -3,1 | 0,2 | 0,1 | . | | | | | | | | |
| III | 106,9 | -1,4 | -0,5 | 0,0 | -0,6 | 0,5 | 0,2 | -1,0 | 0,4 | -4,5 | 0,4 | 0,5 | . | | | | | | | | |
| IV | 106,1 | -1,8 | -1,5 | -0,2 | -0,7 | 0,6 | -0,3 | -1,6 | 0,4 | -5,8 | . | . | . | | | | | | | | |
| 2014 avg. | 106,7 | -1,4 | -0,6 | -0,1 | -0,6 | 0,4 | 0,3 | -1,0 | 0,4 | -5,0 | - | - | - | | | | | | | | |
| sept. | 106,9 | -1,4 | -0,7 | 0,0 | -0,5 | 0,6 | -0,1 | -1,4 | 0,3 | -4,6 | - | - | - | | | | | | | | |
| okt. | 106,6 | -1,3 | -0,8 | -0,1 | -0,4 | 0,6 | -0,3 | -1,5 | 0,4 | -4,1 | - | - | - | | | | | | | | |
| nov. | 106,3 | -1,5 | -1,2 | -0,1 | -0,5 | 0,6 | -0,3 | -1,5 | 0,3 | -4,9 | - | - | - | | | | | | | | |
| dec. | 105,3 | -2,6 | -2,4 | -0,4 | -1,0 | 0,6 | -0,4 | -1,7 | 0,3 | -8,3 | - | - | - | | | | | | | | |
| 2015 jan. | 104,3 | -3,4 | -3,4 | -0,7 | -1,6 | 0,7 | -0,9 | -1,8 | 0,1 | -10,2 | - | - | - | | | | | | | | |

Viri: Eurostat, izračuni ECB in izračuni ECB na podlagi podatkov IPD in nacionalnih virov (tabela 4.2, stolpec 13).

1) Podatki za euroobmočje v njegovi sedanji sestavi.

- Podatki za euroobmočje v njegovi sedanji stvari.
- Ocenja na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno pokrivajo približno 95% euroobmočja, in zgodnjih podatkov o cenah energentov.

3) Podatki se nanašajo na 19 držav euroobmočja.

4) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

| | Deflatorji BDP ¹⁾ | | | | | | | | | | Cena naftne (EUR za sod) | Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR) | | | | | |
|-------------|--|--------|----------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------------|---------------------|--------------------|--------------------------------|--------|--------------------------|--|--------------------------------|----------|-------|--|--|
| | Skupaj (desezonirani indeks: 2010 = 100) | Skupaj | Domačo povpraševanje | | | | Izvoz ²⁾ | Uvoz ²⁾ | Tehtano z uvozom ³⁾ | | | | Tehtano s porabo ³⁾ | | | | |
| | | | Skupaj | Zasebna potrošnja | Državna potrošnja | Bruto investicije v osnovna sredstva | | | Skupaj | Živila | Neživila | Skupaj | Živila | Neživila | | | |
| % od skupaj | | | | | | | | | 100,0 | 35,0 | 65,0 | 100,0 | 45,0 | 55,0 | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | | |
| 2012 | 102,4 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 0,8 | 1,4 | 1,9 | 2,5 | 86,6 | -4,9 | 0,7 | -7,6 | -1,2 | 6,5 | -6,9 | | |
| 2013 | 103,8 | 1,3 | 0,9 | 1,1 | 1,3 | 0,4 | -0,3 | -1,3 | 81,7 | -7,6 | -12,0 | -5,3 | -6,9 | -8,2 | -5,8 | | |
| 2014 | | | | | | | | | 74,5 | -6,4 | -0,7 | -9,1 | -3,0 | 1,3 | -6,6 | | |
| 2014 I | 104,4 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,2 | -1,0 | -1,6 | 78,6 | -12,3 | -7,2 | -14,7 | -10,2 | -5,2 | -14,1 | | |
| II | 104,5 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,5 | 0,3 | -0,8 | -1,0 | 79,9 | -5,8 | -0,4 | -8,6 | -3,4 | 1,1 | -7,4 | | |
| III | 104,7 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,9 | 0,4 | -0,6 | -0,9 | 78,0 | -4,3 | -1,1 | -5,8 | -1,0 | 0,4 | -2,1 | | |
| IV | | | | | | | | | 61,5 | -2,4 | 6,7 | -6,6 | 3,2 | 9,6 | -2,0 | | |
| 2014 sept. | - | - | - | - | - | - | - | - | 76,4 | -4,3 | 0,0 | -6,4 | -0,5 | 1,4 | -2,0 | | |
| okt. | - | - | - | - | - | - | - | - | 69,5 | -2,3 | 4,4 | -5,5 | 1,4 | 4,8 | -1,4 | | |
| nov. | - | - | - | - | - | - | - | - | 64,1 | -2,6 | 6,6 | -6,9 | 3,4 | 9,8 | -1,9 | | |
| dec. | - | - | - | - | - | - | - | - | 51,3 | -2,2 | 9,0 | -7,5 | 5,0 | 14,2 | -2,6 | | |
| 2015 jan. | - | - | - | - | - | - | - | - | 42,8 | 1,7 | 14,3 | -4,3 | 7,8 | 17,2 | 0,0 | | |
| feb. | - | - | - | - | - | - | - | - | 52,0 | - | - | -2,1 | - | - | 2,2 | | |

4.4 Mnenjske ankete o cenah

(desezonirano)

| | Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih) | | | | | Gibanja cen živiljenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks) | | | | | | |
|------------|---|----------|--------------|-------|-------------------------|---|---|-------------------------|----------|-------------------------|----------|------|--|
| | Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece) | | | | Predelovalne dejavnosti | | Cena vložka | | | Zaračunana cena | | | |
| | Trgovina na drobno | Storitve | Gradbeništvo | | | | Storitve | Predelovalne dejavnosti | Storitve | Predelovalne dejavnosti | Storitve | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | | |
| 1999-2013 | 4,8 | - | - | -1,8 | 34,0 | 57,7 | 56,7 | - | - | - | - | 49,9 | |
| 2012 | 2,7 | 8,1 | 1,9 | -12,4 | 38,6 | 52,7 | 55,1 | 49,9 | 47,9 | | | | |
| 2013 | -0,4 | 2,0 | -1,7 | -17,1 | 29,8 | 48,5 | 53,8 | 49,4 | 47,8 | | | | |
| 2014 | -0,8 | -0,9 | 0,8 | -17,7 | 14,3 | 49,6 | 53,5 | 49,7 | 48,2 | | | | |
| 2014 I | 0,5 | 1,9 | 0,2 | -18,0 | 22,8 | 49,8 | 53,8 | 50,2 | 48,7 | | | | |
| II | -0,9 | -0,5 | 0,1 | -20,0 | 14,9 | 48,7 | 53,9 | 50,0 | 48,7 | | | | |
| III | -0,7 | -1,3 | 0,2 | -17,0 | 11,7 | 51,2 | 53,7 | 49,8 | 48,4 | | | | |
| IV | -2,1 | -3,8 | 2,6 | -15,6 | 7,9 | 48,7 | 52,6 | 49,0 | 47,1 | | | | |
| 2014 sept. | -1,9 | -4,2 | -0,6 | -16,9 | 7,1 | 49,2 | 52,8 | 48,9 | 48,4 | | | | |
| okt. | 0,4 | -5,6 | 1,6 | -16,8 | 8,5 | 49,0 | 53,1 | 49,0 | 46,4 | | | | |
| nov. | -1,5 | -3,0 | 3,3 | -14,9 | 8,9 | 49,0 | 52,7 | 48,8 | 47,1 | | | | |
| dec. | -5,1 | -2,9 | 2,8 | -15,2 | 6,4 | 48,1 | 52,0 | 49,1 | 47,7 | | | | |
| 2015 jan. | -5,9 | -3,1 | -0,8 | -17,0 | -0,1 | 42,0 | 50,9 | 48,1 | 46,5 | | | | |
| feb. | -5,5 | 0,5 | 1,6 | -18,0 | -3,4 | 44,7 | 52,4 | 48,6 | 47,6 | | | | |

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) in Thomson Reuters (tabela 4.3, stolpec 9).

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

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

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

4.5 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela¹⁾

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

| | Skupaj (Indeks: 2010=100) | Skupaj | Po gospodarskih dejavnostih | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|---------------------------------|--------|---|---|--------------|--|--|---|--------------------------------|--|--|---|
| | | | Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov | Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe | Gradbeništvo | Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo | Informacijske in komunikacijske dejavnosti | Finančne in zavarovalniške dejavnosti | Poslovanje z nepremičninami | Strokovne, poslovne in podporne storitve | Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo | Umetnost, zabava in druge storitve |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Stroški dela na enoto proizvoda | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 100,6 | 0,6 | 0,4 | -0,1 | 2,2 | 0,0 | -1,4 | 0,3 | 0,9 | 3,1 | 0,6 | 1,1 |
| 2012 | 102,5 | 1,9 | 3,4 | 2,1 | 2,7 | 2,6 | 0,2 | -0,4 | 2,0 | 3,5 | 0,5 | 2,4 |
| 2013 | 103,9 | 1,4 | -2,4 | 2,1 | 0,4 | 1,5 | 1,9 | 2,5 | -2,5 | 1,1 | 1,6 | 2,3 |
| 2013 IV | 104,2 | 1,2 | -4,0 | 0,3 | -0,1 | 0,8 | 1,8 | 3,3 | -2,6 | 0,6 | 2,7 | 2,0 |
| 2014 I | 104,5 | 0,8 | -3,8 | 1,0 | -0,5 | 0,3 | 3,8 | 0,5 | 0,3 | 1,2 | 0,9 | 0,8 |
| II | 104,8 | 1,0 | -3,2 | 1,7 | 0,1 | 0,4 | 3,6 | 0,6 | 0,2 | 2,2 | 0,8 | 1,6 |
| III | 105,2 | 1,1 | -2,7 | 1,5 | 0,7 | 0,6 | 3,7 | 0,5 | 0,5 | 2,4 | 0,9 | 1,4 |
| Sredstva za zaposlene | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 102,1 | 2,1 | 3,5 | 2,9 | 3,1 | 1,7 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 2,9 | 1,3 | 1,4 |
| 2012 | 103,8 | 1,7 | 1,7 | 2,2 | 2,5 | 1,7 | 1,9 | 1,0 | 1,9 | 2,4 | 0,9 | 2,3 |
| 2013 | 105,6 | 1,7 | 1,2 | 2,7 | 1,5 | 1,5 | 1,1 | 2,4 | -0,5 | 0,9 | 1,8 | 1,7 |
| 2013 IV | 106,4 | 2,0 | -0,1 | 2,5 | 2,0 | 1,3 | 1,1 | 2,8 | -1,2 | 0,8 | 2,8 | 2,5 |
| 2014 I | 106,9 | 1,8 | -0,1 | 2,7 | 3,3 | 1,8 | 2,7 | 1,1 | 0,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| II | 107,0 | 1,4 | 0,7 | 2,1 | 1,9 | 1,2 | 1,8 | 2,0 | 0,9 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| III | 107,4 | 1,3 | 1,7 | 1,9 | 1,1 | 1,0 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 1,3 | 0,7 |
| Produktivnost dela na zaposlenega | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 101,5 | 1,5 | 3,0 | 3,0 | 0,8 | 1,7 | 3,8 | 1,9 | 1,2 | -0,2 | 0,7 | 0,3 |
| 2012 | 101,3 | -0,2 | -1,6 | 0,2 | -0,2 | -0,9 | 1,7 | 1,4 | -0,1 | -1,1 | 0,4 | -0,2 |
| 2013 | 101,6 | 0,3 | 3,7 | 0,6 | 1,1 | -0,1 | -0,8 | -0,1 | 2,0 | -0,1 | 0,2 | -0,6 |
| 2013 IV | 102,1 | 0,8 | 4,1 | 2,1 | 2,1 | 0,6 | -0,6 | -0,5 | 1,4 | 0,2 | 0,1 | 0,4 |
| 2014 I | 102,3 | 1,0 | 3,9 | 1,7 | 3,8 | 1,4 | -1,1 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,7 |
| II | 102,1 | 0,4 | 4,1 | 0,4 | 1,8 | 0,8 | -1,7 | 1,4 | 0,7 | -0,8 | 0,4 | -0,4 |
| III | 102,0 | 0,2 | 4,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | -1,9 | 1,1 | 1,0 | -0,7 | 0,4 | -0,7 |
| Sredstva za delovno uro | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 101,8 | 1,8 | 2,5 | 1,9 | 3,3 | 1,6 | 2,2 | 1,6 | 2,3 | 2,7 | 1,1 | 1,4 |
| 2012 | 104,7 | 2,8 | 3,6 | 3,7 | 4,8 | 3,4 | 2,4 | 1,5 | 2,1 | 3,1 | 1,2 | 3,3 |
| 2013 | 107,0 | 2,2 | 1,4 | 2,5 | 2,6 | 2,1 | 1,1 | 2,8 | 0,8 | 1,8 | 2,1 | 2,1 |
| 2013 IV | 107,7 | 2,0 | -0,5 | 1,6 | 2,0 | 1,6 | 0,6 | 2,8 | 0,7 | 1,2 | 3,0 | 2,4 |
| 2014 I | 108,0 | 1,2 | -0,6 | 1,0 | 1,9 | 1,5 | 2,2 | 0,7 | 0,9 | 1,7 | 1,0 | 1,0 |
| II | 108,4 | 1,5 | 1,6 | 1,9 | 2,2 | 1,4 | 1,9 | 2,4 | 2,1 | 1,4 | 1,1 | 1,5 |
| III | 108,7 | 1,3 | 2,2 | 1,5 | 1,3 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,0 |
| Produktivnost dela na uro | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 101,4 | 1,4 | 3,1 | 2,2 | 0,8 | 1,8 | 3,8 | 1,4 | 1,4 | -0,3 | 0,4 | 0,3 |
| 2012 | 102,3 | 0,9 | -0,6 | 1,5 | 1,8 | 0,5 | 2,2 | 1,9 | 1,0 | -0,3 | 0,7 | 0,7 |
| 2013 | 103,0 | 0,7 | 3,0 | 0,6 | 1,9 | 0,5 | -0,8 | 0,2 | 3,1 | 0,5 | 0,5 | -0,1 |
| 2013 IV | 103,3 | 0,7 | 2,8 | 1,3 | 2,1 | 0,7 | -1,4 | -0,6 | 2,8 | 0,6 | 0,3 | 0,4 |
| 2014 I | 103,4 | 0,4 | 2,7 | 0,1 | 2,4 | 1,1 | -1,4 | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,0 | 0,4 |
| II | 103,6 | 0,6 | 3,5 | 0,4 | 2,1 | 1,0 | -1,7 | 1,7 | 1,3 | -0,3 | 0,3 | 0,2 |
| III | 103,4 | 0,3 | 3,6 | 0,1 | 0,8 | 0,5 | -2,0 | 1,4 | 1,7 | -0,3 | 0,5 | -0,2 |

4.6 Stroški dela na uro

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

| | Skupaj (Indeks: 2008 = 100) | Skupaj | Po komponentah | | Po gospodarskih dejavnostih | | Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ²⁾ |
|-------------------------|-----------------------------------|--------|----------------|---------------------------------|--|--------------------|--|
| | | | Plače | Socialni prispevki delodajalcev | Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti) | Netržne dejavnosti | |
| % od skupaj v letu 2008 | 100,0 | 100,0 | 75,2 | 24,8 | 32,4 | 58,6 | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 2012 | 108,9 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,4 | 1,2 | 2,2 |
| 2013 | 110,3 | 1,3 | 1,5 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | 1,8 |
| 2014 | | | | | | | 1,8 |
| 2014 I | 103,7 | 0,7 | 1,1 | -0,6 | 0,7 | 0,5 | 1,9 |
| II | 115,7 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,1 | 1,8 |
| III | 108,6 | 1,3 | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 1,7 |
| IV | | | | | | | 1,7 |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

2) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).

5 DENARNA STATISTIKA

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

| | M3 | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|-------------------|---------------|-----------------------|--|---------|---------|---------------|--------------------------------------|---|-------|--------|----------|
| | M2 | | | | | | M3-M2 | | | | | |
| | M1 | | M2-M1 | | | | Repo posli | Točke/delnice skladov denarnega trga | Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let | 10 | 11 | |
| | Gotovina v obtoku | Vloge čez noč | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklici z dobo odpoklica do 3 mesecev | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 11 | 12 | |
| | | | | | | | Stanja | | | | | |
| 2012 | 863,4 | 4.244,0 | 5.107,5 | 1.803,3 | 2.081,5 | 3.884,8 | 8.992,3 | 125,0 | 483,1 | 180,6 | 788,7 | 9.780,9 |
| 2013 | 908,8 | 4.482,6 | 5.391,4 | 1.691,2 | 2.123,2 | 3.814,4 | 9.205,8 | 120,0 | 417,7 | 86,5 | 624,3 | 9.830,0 |
| 2014 | 967,3 | 4.948,5 | 5.915,9 | 1.602,0 | 2.129,7 | 3.731,7 | 9.647,6 | 122,2 | 430,4 | 130,0 | 682,6 | 10.330,2 |
| 2014 I | 924,8 | 4.563,3 | 5.488,0 | 1.667,7 | 2.125,3 | 3.793,1 | 9.281,1 | 117,1 | 403,2 | 84,8 | 605,1 | 9.886,2 |
| II | 931,5 | 4.627,3 | 5.558,9 | 1.671,1 | 2.131,2 | 3.802,3 | 9.361,2 | 129,7 | 396,9 | 75,8 | 602,4 | 9.963,6 |
| III | 948,2 | 4.745,2 | 5.693,4 | 1.647,5 | 2.136,6 | 3.784,1 | 9.477,5 | 122,4 | 419,1 | 68,8 | 610,4 | 10.087,8 |
| IV | 967,3 | 4.948,5 | 5.915,9 | 1.602,0 | 2.129,7 | 3.731,7 | 9.647,6 | 122,2 | 430,4 | 130,0 | 682,6 | 10.330,2 |
| 2014 avg. | 943,3 | 4.713,3 | 5.656,6 | 1.658,2 | 2.134,2 | 3.792,3 | 9.448,9 | 128,5 | 404,1 | 74,1 | 606,7 | 10.055,6 |
| sept. | 948,2 | 4.745,2 | 5.693,4 | 1.647,5 | 2.136,6 | 3.784,1 | 9.477,5 | 122,4 | 419,1 | 68,8 | 610,4 | 10.087,8 |
| okt. | 949,5 | 4.794,0 | 5.743,5 | 1.625,7 | 2.132,5 | 3.758,2 | 9.501,7 | 130,3 | 432,4 | 67,0 | 629,7 | 10.131,4 |
| nov. | 956,5 | 4.858,0 | 5.814,5 | 1.619,3 | 2.138,4 | 3.757,7 | 9.572,2 | 128,2 | 434,6 | 71,6 | 634,4 | 10.206,7 |
| dec. | 967,3 | 4.948,5 | 5.915,9 | 1.602,0 | 2.129,7 | 3.731,7 | 9.647,6 | 122,2 | 430,4 | 130,0 | 682,6 | 10.330,2 |
| 2015 jan. ^(p) | 984,8 | 5.057,5 | 6.042,3 | 1.579,2 | 2.121,7 | 3.700,9 | 9.743,3 | 120,5 | 438,6 | 136,1 | 695,1 | 10.438,4 |
| | | | | | | | Transakcije | | | | | |
| 2012 | 20,0 | 289,5 | 309,5 | -36,0 | 114,9 | 78,9 | 388,5 | -16,9 | -20,2 | -18,5 | -55,7 | 332,8 |
| 2013 | 45,3 | 245,8 | 291,1 | -111,1 | 43,9 | -67,2 | 223,9 | -12,0 | -48,8 | -62,8 | -123,6 | 100,3 |
| 2014 | 58,0 | 370,0 | 427,9 | -96,0 | 3,7 | -92,4 | 335,6 | 0,8 | 7,2 | 26,2 | 34,2 | 369,7 |
| 2014 I | 15,4 | 73,4 | 88,8 | -26,2 | 1,7 | -24,5 | 64,3 | -3,0 | -6,9 | -1,3 | -11,2 | 53,1 |
| II | 6,7 | 61,7 | 68,5 | 2,3 | 5,8 | 8,1 | 76,6 | 12,4 | -6,0 | -5,8 | 0,5 | 77,1 |
| III | 16,7 | 109,1 | 125,7 | -27,1 | 5,1 | -22,0 | 103,8 | -8,1 | 8,9 | 2,8 | 3,5 | 107,3 |
| IV | 19,1 | 125,8 | 144,9 | -45,0 | -9,0 | -54,0 | 90,9 | -0,5 | 11,3 | 30,5 | 41,3 | 132,2 |
| 2014 avg. | 7,0 | 42,0 | 48,9 | -12,0 | 2,4 | -9,6 | 39,3 | -0,2 | -4,8 | 4,0 | -1,0 | 38,3 |
| sept. | 4,9 | 25,4 | 30,3 | -12,4 | 2,3 | -10,1 | 20,2 | -6,6 | 1,5 | 4,3 | -0,8 | 19,4 |
| okt. | 1,3 | 48,3 | 49,6 | -21,3 | -4,5 | -25,8 | 23,8 | 7,9 | 13,4 | -2,0 | 19,3 | 43,0 |
| nov. | 7,0 | 64,2 | 71,3 | -6,2 | 5,9 | -0,4 | 70,9 | -2,1 | 2,3 | 4,4 | 4,6 | 75,5 |
| dec. | 10,8 | 13,3 | 24,1 | -17,4 | -10,3 | -27,8 | -3,7 | -6,4 | -4,4 | 28,1 | 17,4 | 13,7 |
| 2015 jan. ^(p) | 16,4 | 83,8 | 100,1 | -33,7 | -7,4 | -41,1 | 59,0 | -2,4 | 6,6 | 10,0 | 14,2 | 73,2 |
| | | | | | | | Stopnje rasti | | | | | |
| 2012 | 2,4 | 7,3 | 6,4 | -1,9 | 5,9 | -2,1 | 4,5 | -11,6 | -3,9 | -9,9 | -6,6 | 3,5 |
| 2013 | 5,2 | 5,8 | 5,7 | -6,2 | 2,1 | -1,7 | 2,5 | -9,5 | -10,4 | -37,8 | -16,2 | 1,0 |
| 2014 | 6,4 | 8,2 | 7,9 | -5,7 | 0,2 | -2,4 | 3,6 | 0,6 | 1,6 | 37,5 | 5,5 | 3,8 |
| 2014 I | 6,5 | 5,5 | 5,6 | -6,5 | 1,1 | -2,4 | 2,2 | -9,9 | -10,3 | -27,6 | -13,5 | 1,0 |
| II | 5,6 | 5,4 | 5,4 | -4,6 | 0,5 | -1,8 | 2,4 | 5,1 | -8,2 | -25,8 | -8,8 | 1,6 |
| III | 6,0 | 6,2 | 6,2 | -3,9 | 0,3 | -1,5 | 3,0 | 9,7 | -2,0 | -25,4 | -4,4 | 2,5 |
| IV | 6,4 | 8,2 | 7,9 | -5,7 | 0,2 | -2,4 | 3,6 | 0,6 | 1,6 | 37,5 | 5,5 | 3,8 |
| 2014 avg. | 5,8 | 5,9 | 5,8 | -4,2 | 0,4 | -1,7 | 2,7 | 5,8 | -5,3 | -25,7 | -6,7 | 2,0 |
| sept. | 6,0 | 6,2 | 6,2 | -3,9 | 0,3 | -1,5 | 3,0 | 9,7 | -2,0 | -25,4 | -4,4 | 2,5 |
| okt. | 5,6 | 6,3 | 6,2 | -4,9 | 0,2 | -2,1 | 2,7 | 9,9 | 1,0 | -21,8 | -1,1 | 2,5 |
| nov. | 5,9 | 7,1 | 6,9 | -4,5 | 0,4 | -1,8 | 3,3 | 6,8 | 2,6 | -16,1 | 0,2 | 3,1 |
| dec. | 6,4 | 8,2 | 7,9 | -5,7 | 0,2 | -2,4 | 3,6 | 0,6 | 1,6 | 37,5 | 5,5 | 3,8 |
| 2015 jan. ^(p) | 7,7 | 9,2 | 9,0 | -6,8 | -0,1 | -3,1 | 4,0 | -3,9 | 0,1 | 44,3 | 4,6 | 4,1 |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

5.2 Posojila kot protipostavka M3¹⁾

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

| | Nefinančne družbe ²⁾ | | | | | Gospodinjstva ³⁾ | | | | | Drugi finančni posredniki | Zavarovalnice in pokojninski skladi | Ostala država ⁴⁾ |
|--------------------------|---------------------------------|---------|-----------------------|---|------------|-----------------------------|---------|-----------------------|---|------------|---------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
| | Skupaj | Čez noč | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | Repo posli | Skupaj | Čez noč | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | Repo posli | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Stanja | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 1.618,7 | 1.112,8 | 406,9 | 88,1 | 10,8 | 5.308,6 | 2.360,4 | 977,3 | 1.960,3 | 10,5 | 811,2 | 209,1 | 306,3 |
| 2013 | 1.710,6 | 1.198,6 | 400,8 | 94,7 | 16,5 | 5.414,0 | 2.542,6 | 875,7 | 1.991,2 | 4,5 | 801,0 | 192,8 | 298,6 |
| 2014 | 1.817,6 | 1.332,9 | 368,7 | 96,5 | 19,5 | 5.558,7 | 2.754,8 | 810,9 | 1.990,1 | 2,8 | 881,3 | 217,9 | 326,9 |
| 2014 I | 1.732,1 | 1.223,8 | 398,2 | 95,2 | 15,0 | 5.442,6 | 2.583,8 | 864,5 | 1.988,6 | 5,7 | 779,8 | 205,7 | 313,3 |
| II | 1.751,9 | 1.244,6 | 394,7 | 97,3 | 15,3 | 5.481,4 | 2.623,1 | 859,8 | 1.994,0 | 4,5 | 801,1 | 210,3 | 314,6 |
| III | 1.789,5 | 1.283,8 | 391,1 | 99,2 | 15,4 | 5.531,9 | 2.686,9 | 845,1 | 1.995,1 | 4,9 | 794,8 | 208,4 | 327,1 |
| IV | 1.817,6 | 1.332,9 | 368,7 | 96,5 | 19,5 | 5.558,7 | 2.754,8 | 810,9 | 1.990,1 | 2,8 | 881,3 | 217,9 | 326,9 |
| 2014 avg. | 1.778,9 | 1.270,2 | 394,8 | 98,5 | 15,4 | 5.513,4 | 2.664,4 | 850,0 | 1.994,2 | 4,9 | 800,9 | 216,7 | 324,2 |
| sept. | 1.789,5 | 1.283,8 | 391,1 | 99,2 | 15,4 | 5.531,9 | 2.686,9 | 845,1 | 1.995,1 | 4,9 | 794,8 | 208,4 | 327,1 |
| okt. | 1.790,5 | 1.297,4 | 379,3 | 100,3 | 13,5 | 5.531,9 | 2.700,0 | 836,4 | 1.990,8 | 4,7 | 827,4 | 211,0 | 321,7 |
| nov. | 1.816,1 | 1.320,0 | 382,1 | 100,9 | 13,1 | 5.552,5 | 2.730,6 | 827,2 | 1.990,1 | 4,8 | 839,4 | 211,3 | 324,5 |
| dec. | 1.817,6 | 1.332,9 | 368,7 | 96,5 | 19,5 | 5.558,7 | 2.754,8 | 810,9 | 1.990,1 | 2,8 | 881,3 | 217,9 | 326,9 |
| 2015 jan. ^(p) | 1.854,3 | 1.379,5 | 366,8 | 96,6 | 11,4 | 5.567,6 | 2.787,7 | 795,4 | 1.980,1 | 4,4 | 884,3 | 227,5 | 345,2 |
| Transakcije | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 72,2 | 99,4 | -33,2 | 10,0 | -4,0 | 222,8 | 99,4 | 35,6 | 100,2 | -12,5 | 16,5 | 15,0 | 25,0 |
| 2013 | 97,9 | 90,4 | -6,0 | 7,7 | 5,8 | 108,7 | 183,7 | -100,1 | 31,1 | -6,0 | -17,4 | -14,2 | -8,5 |
| 2014 | 68,6 | 90,3 | -25,5 | 1,2 | 2,5 | 142,3 | 210,5 | -65,4 | -1,2 | -1,7 | 44,5 | 5,5 | 17,6 |
| 2014 I | 17,2 | 21,6 | -3,3 | 0,4 | -1,5 | 25,5 | 39,1 | -11,8 | -2,9 | 1,1 | -22,2 | 12,3 | 13,1 |
| II | 14,8 | 18,7 | -4,3 | 0,3 | 0,2 | 41,4 | 40,4 | -4,9 | 7,1 | -1,2 | 20,5 | 4,6 | 0,9 |
| III | 29,6 | 33,6 | -5,7 | 1,9 | -0,2 | 47,3 | 61,9 | -16,0 | 1,0 | 0,4 | -8,3 | -2,3 | 12,6 |
| IV | 7,0 | 16,4 | -12,1 | -1,4 | 4,0 | 27,9 | 69,1 | -32,8 | -6,4 | -2,0 | 54,4 | -9,0 | -9,0 |
| 2014 avg. | 12,7 | 12,9 | -2,1 | 0,3 | 1,6 | 17,5 | 21,7 | -5,7 | 1,6 | -0,1 | -5,0 | 1,1 | 5,9 |
| sept. | 6,4 | 10,8 | -4,8 | 0,7 | -0,3 | 16,6 | 21,5 | -5,7 | 0,9 | 0,0 | -8,9 | -8,5 | 3,1 |
| okt. | 0,9 | 13,4 | -11,6 | 1,0 | -1,9 | -0,1 | 13,1 | -8,6 | -4,3 | -0,2 | 32,4 | 2,6 | -5,5 |
| nov. | 25,8 | 22,9 | 2,8 | 0,5 | -0,4 | 20,9 | 30,7 | -9,2 | -0,7 | 0,1 | 12,4 | 0,3 | 2,4 |
| dec. | -19,7 | -19,9 | -3,3 | -2,8 | 6,3 | 7,1 | 25,3 | -14,9 | -1,4 | -1,9 | 9,6 | -11,9 | -6,0 |
| 2015 jan. ^(p) | 24,1 | 36,3 | -3,9 | 0,0 | -8,3 | -3,6 | 25,0 | -20,9 | -9,3 | 1,6 | -6,6 | 8,8 | 17,6 |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 4,7 | 9,8 | -7,5 | 13,2 | -25,2 | 4,4 | 4,4 | 3,8 | 5,4 | -54,2 | 2,1 | 7,8 | 9,1 |
| 2013 | 6,1 | 8,1 | -1,5 | 8,8 | 54,6 | 2,0 | 7,8 | -10,3 | 1,6 | -57,0 | -2,2 | -6,9 | -2,8 |
| 2014 | 4,0 | 7,5 | -6,3 | 1,2 | 14,5 | 2,6 | 8,3 | -7,5 | -0,1 | -37,2 | 5,4 | 3,0 | 5,9 |
| 2014 I | 5,7 | 8,0 | -1,3 | 5,6 | 24,0 | 1,6 | 7,2 | -10,0 | 0,6 | -31,0 | -5,7 | -4,3 | 2,3 |
| II | 6,2 | 8,3 | -0,6 | 4,9 | 40,5 | 2,0 | 7,3 | -8,1 | 0,3 | -30,3 | -4,4 | 1,7 | -0,3 |
| III | 6,0 | 8,6 | -2,1 | 3,4 | 47,4 | 2,2 | 7,3 | -7,0 | 0,1 | -20,8 | -0,9 | 2,3 | 3,3 |
| IV | 4,0 | 7,5 | -6,3 | 1,2 | 14,5 | 2,6 | 8,3 | -7,5 | -0,1 | -37,2 | 5,4 | 3,0 | 5,9 |
| 2014 avg. | 6,0 | 8,4 | -1,4 | 3,4 | 33,2 | 2,0 | 7,0 | -7,4 | 0,2 | -23,3 | -3,2 | 5,5 | 2,6 |
| sept. | 6,0 | 8,6 | -2,1 | 3,4 | 47,4 | 2,2 | 7,3 | -7,0 | 0,1 | -20,8 | -0,9 | 2,3 | 3,3 |
| okt. | 4,9 | 8,5 | -5,5 | 2,8 | 12,0 | 2,1 | 6,9 | -6,8 | 0,1 | -18,5 | 0,4 | 3,4 | 2,2 |
| nov. | 5,2 | 8,8 | -5,3 | 3,3 | 17,4 | 2,4 | 7,5 | -7,1 | 0,2 | -14,7 | 3,5 | 4,0 | 1,1 |
| dec. | 4,0 | 7,5 | -6,3 | 1,2 | 14,5 | 2,6 | 8,3 | -7,5 | -0,1 | -37,2 | 5,4 | 3,0 | 5,9 |
| 2015 jan. ^(p) | 4,7 | 9,8 | -8,0 | 1,5 | -34,7 | 2,5 | 8,6 | -9,2 | -0,2 | -8,7 | 6,1 | 0,2 | 9,2 |

Vir: ECB

- 1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 preražvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Sektor države brez centralne države.

5.3 Posojila finančnim posrednikom v euroobmočju¹⁾

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

| | Posojila državi | | | Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju | | | | | | | | | Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga) | |
|--------------------------|-----------------|----------|------------------------------|---|---|--------|-----------------------------------|------------------------------|--|---|------------------------------|-------|---|--|
| | Skupaj | Posojila | Dolžniški vrednostni papirji | Skupaj | Skupaj | | Nefinančnim družbam ³⁾ | Gospodinjstvom ⁴⁾ | Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾ | Posojila Zavarovalnicam in pokojninskim skladom | Dolžniški vrednostni papirji | | | |
| | | | | | Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje ²⁾ | 6 | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | | |
| Stanja | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 3.410,8 | 1.169,3 | 2.241,5 | 13.069,5 | 10.860,0 | - | 4.544,6 | 5.242,3 | 984,3 | 89,0 | 1.435,9 | 773,6 | | |
| 2013 | 3.407,5 | 1.096,3 | 2.311,2 | 12.709,4 | 10.546,4 | - | 4.354,1 | 5.221,4 | 872,6 | 98,3 | 1.363,9 | 799,1 | | |
| 2014 | 3.602,2 | 1.129,9 | 2.472,3 | 12.582,1 | 10.515,6 | - | 4.284,2 | 5.200,0 | 903,3 | 128,1 | 1.291,3 | 775,2 | | |
| 2014 I | 3.454,0 | 1.113,0 | 2.341,0 | 12.661,6 | 10.531,2 | - | 4.337,6 | 5.232,2 | 860,6 | 100,7 | 1.329,9 | 800,5 | | |
| II | 3.447,9 | 1.101,7 | 2.346,2 | 12.588,1 | 10.464,7 | - | 4.306,3 | 5.191,0 | 868,5 | 99,0 | 1.317,3 | 806,1 | | |
| III | 3.508,9 | 1.102,3 | 2.406,7 | 12.561,6 | 10.444,7 | - | 4.288,1 | 5.194,6 | 858,7 | 103,3 | 1.307,0 | 809,8 | | |
| IV | 3.602,2 | 1.129,9 | 2.472,3 | 12.582,1 | 10.515,6 | - | 4.284,2 | 5.200,0 | 903,3 | 128,1 | 1.291,3 | 775,2 | | |
| 2014 avg. | 3.500,5 | 1.105,4 | 2.395,0 | 12.560,7 | 10.435,0 | - | 4.290,6 | 5.191,5 | 855,1 | 97,8 | 1.314,4 | 811,3 | | |
| sept. | 3.508,9 | 1.102,3 | 2.406,7 | 12.561,6 | 10.444,7 | - | 4.288,1 | 5.194,6 | 858,7 | 103,3 | 1.307,0 | 809,8 | | |
| okt. | 3.523,4 | 1.097,3 | 2.426,2 | 12.543,8 | 10.431,5 | - | 4.277,4 | 5.197,3 | 853,9 | 102,9 | 1.301,0 | 811,3 | | |
| nov. | 3.538,3 | 1.108,8 | 2.429,4 | 12.533,4 | 10.431,0 | - | 4.271,4 | 5.194,8 | 857,5 | 107,4 | 1.291,8 | 810,5 | | |
| dec. | 3.602,2 | 1.129,9 | 2.472,3 | 12.582,1 | 10.515,6 | - | 4.284,2 | 5.200,0 | 903,3 | 128,1 | 1.291,3 | 775,2 | | |
| 2015 jan. ^(p) | 3.648,6 | 1.149,8 | 2.498,8 | 12.654,8 | 10.584,7 | - | 4.299,6 | 5.222,6 | 923,7 | 138,9 | 1.294,2 | 775,9 | | |
| Transakecije | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 185,0 | -4,0 | 189,0 | -100,6 | -69,1 | -13,4 | -107,6 | 26,0 | 14,5 | -2,0 | -69,9 | 38,5 | | |
| 2013 | -24,4 | -73,6 | 49,2 | -304,5 | -247,4 | -221,2 | -132,8 | -3,5 | -120,7 | 9,6 | -71,7 | 14,6 | | |
| 2014 | 66,3 | 16,1 | 50,2 | -87,1 | -51,4 | 17,7 | -59,4 | -14,7 | 11,2 | 11,6 | -71,2 | 35,5 | | |
| 2014 I | 13,0 | 15,2 | -2,2 | -40,3 | -16,2 | -13,4 | -25,9 | 7,1 | 0,1 | 2,5 | -26,8 | 2,7 | | |
| II | -27,6 | -10,3 | -17,3 | -50,1 | -47,4 | 9,2 | -18,7 | -35,4 | 8,5 | -1,7 | -12,4 | 9,7 | | |
| III | 41,1 | -1,4 | 42,5 | -19,0 | -10,6 | -10,9 | -18,6 | 8,2 | -4,4 | 4,2 | -14,1 | 5,7 | | |
| IV | 39,7 | 12,6 | 27,1 | 22,3 | 22,8 | 32,9 | 3,8 | 5,4 | 7,0 | 6,6 | -17,9 | 17,4 | | |
| 2014 avg. | 20,5 | -1,4 | 21,9 | -10,5 | -3,0 | -2,4 | -3,5 | 3,2 | 1,6 | -4,3 | -7,3 | -0,2 | | |
| sept. | 5,5 | -3,5 | 9,0 | -5,0 | 7,4 | 7,8 | -3,7 | 3,8 | 1,9 | 5,5 | -10,0 | -2,5 | | |
| okt. | 18,7 | -6,3 | 25,0 | -6,1 | -3,7 | -1,5 | -2,5 | 4,2 | -5,0 | -0,4 | -7,0 | 4,6 | | |
| nov. | 4,6 | 11,2 | -6,6 | -13,8 | 2,6 | 10,0 | -4,0 | -1,3 | 3,4 | 4,5 | -10,7 | -5,7 | | |
| dec. | 16,4 | 7,7 | 8,7 | 42,1 | 23,9 | 24,5 | 10,3 | 2,5 | 8,6 | 2,5 | -0,2 | 18,4 | | |
| 2015 jan. ^(p) | 33,0 | 13,8 | 19,3 | 16,2 | 22,9 | 24,4 | -4,2 | 4,3 | 12,3 | 10,5 | 3,5 | -10,2 | | |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 5,8 | -0,3 | 9,5 | -0,8 | -0,6 | -0,1 | -2,3 | 0,5 | 1,5 | -2,2 | -4,6 | 5,2 | | |
| 2013 | -0,7 | -6,3 | 2,2 | -2,3 | -2,3 | -2,0 | -2,9 | -0,1 | -12,2 | 10,8 | -5,0 | 1,9 | | |
| 2014 | 1,9 | 1,5 | 2,1 | -0,7 | -0,5 | 0,2 | -1,4 | -0,3 | 1,1 | 11,8 | -5,2 | 4,4 | | |
| 2014 I | -0,9 | -3,1 | 0,2 | -2,5 | -2,2 | -2,0 | -3,1 | -0,1 | -10,8 | 9,0 | -6,7 | 1,0 | | |
| II | -2,5 | -1,5 | -3,0 | -2,2 | -1,8 | -1,1 | -2,3 | -0,6 | -5,9 | 4,8 | -7,5 | 0,5 | | |
| III | -0,5 | -0,7 | -0,4 | -1,9 | -1,2 | -0,6 | -2,0 | -0,5 | -2,6 | 8,5 | -8,6 | 1,7 | | |
| IV | 1,9 | 1,5 | 2,1 | -0,7 | -0,5 | 0,2 | -1,4 | -0,3 | 1,1 | 11,8 | -5,2 | 4,4 | | |
| 2014 avg. | -1,2 | -0,7 | -1,4 | -1,9 | -1,5 | -0,9 | -2,2 | -0,5 | -3,8 | 0,3 | -7,9 | 2,6 | | |
| sept. | -0,5 | -0,7 | -0,4 | -1,9 | -1,2 | -0,6 | -2,0 | -0,5 | -2,6 | 8,5 | -8,6 | 1,7 | | |
| okt. | -0,2 | -1,4 | 0,4 | -1,6 | -1,1 | -0,5 | -1,9 | -0,4 | -2,4 | 5,8 | -7,9 | 2,5 | | |
| nov. | 0,8 | 0,6 | 0,9 | -1,4 | -0,9 | -0,2 | -1,7 | -0,4 | -1,0 | 8,0 | -7,2 | 2,5 | | |
| dec. | 1,9 | 1,5 | 2,1 | -0,7 | -0,5 | 0,2 | -1,4 | -0,3 | 1,1 | 11,8 | -5,2 | 4,4 | | |
| 2015 jan. ^(p) | 2,1 | 1,6 | 2,4 | -0,5 | -0,1 | 0,5 | -1,2 | -0,2 | 3,0 | 19,4 | -5,0 | 3,2 | | |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

| | Nefinančne družbe ²⁾ | | | | | Gospodinjstva ²⁾ | | | | | |
|--------------------------|---|---|-----------|-------------------|-----------|-----------------------------|------|----------------------|-----------------------|----------------|---|
| | Skupaj | | Do 1 leta | Nad 1 in do 5 let | Nad 5 let | Skupaj | | Potrošniška posojila | Stanovanjska posojila | Druga posojila | |
| | Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje ⁴⁾ | Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje ⁴⁾ | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| Stanja | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 4.544,6 | - | 1.127,9 | 795,6 | 2.621,0 | 5.242,3 | - | 602,0 | 3.823,6 | 816,7 | |
| 2013 | 4.354,1 | - | 1.065,6 | 740,8 | 2.547,8 | 5.221,4 | - | 573,5 | 3.851,5 | 796,4 | |
| 2014 | 4.284,2 | - | 1.082,7 | 725,8 | 2.475,7 | 5.200,0 | - | 562,2 | 3.860,2 | 777,6 | |
| 2014 I | 4.337,6 | - | 1.056,9 | 732,8 | 2.548,0 | 5.232,2 | - | 572,3 | 3.864,2 | 795,7 | |
| II | 4.306,3 | - | 1.058,1 | 734,1 | 2.514,1 | 5.191,0 | - | 570,3 | 3.832,2 | 788,5 | |
| III | 4.288,1 | - | 1.056,5 | 726,1 | 2.505,4 | 5.194,6 | - | 567,1 | 3.843,7 | 783,8 | |
| IV | 4.284,2 | - | 1.082,7 | 725,8 | 2.475,7 | 5.200,0 | - | 562,2 | 3.860,2 | 777,6 | |
| 2014 avg. | 4.290,6 | - | 1.049,4 | 730,1 | 2.511,0 | 5.191,5 | - | 566,8 | 3.840,7 | 784,0 | |
| sept. | 4.288,1 | - | 1.056,5 | 726,1 | 2.505,4 | 5.194,6 | - | 567,1 | 3.843,7 | 783,8 | |
| okt. | 4.277,4 | - | 1.053,1 | 723,9 | 2.500,5 | 5.197,3 | - | 568,8 | 3.847,9 | 780,6 | |
| nov. | 4.271,4 | - | 1.040,1 | 734,1 | 2.497,1 | 5.194,8 | - | 566,8 | 3.848,2 | 779,8 | |
| dec. | 4.284,2 | - | 1.082,7 | 725,8 | 2.475,7 | 5.200,0 | - | 562,2 | 3.860,2 | 777,6 | |
| 2015 jan. ^(p) | 4.299,6 | - | 1.086,8 | 736,5 | 2.476,2 | 5.222,6 | - | 566,2 | 3.876,4 | 780,0 | |
| Transakcije | | | | | | | | | | | |
| 2012 | -107,6 | -60,3 | 6,2 | -51,4 | -62,3 | 26,0 | 34,7 | -17,7 | 48,8 | -5,1 | |
| 2013 | -132,8 | -127,5 | -44,5 | -44,5 | -43,7 | -3,5 | 14,3 | -18,1 | 27,6 | -13,1 | |
| 2014 | -59,4 | -46,5 | -13,1 | 0,9 | -47,3 | -14,7 | 41,0 | -5,4 | -3,1 | -6,3 | |
| 2014 I | -25,9 | -24,8 | -6,6 | -6,3 | -13,0 | 7,1 | 8,5 | 0,0 | 7,4 | -0,3 | |
| II | -18,7 | -7,6 | 3,3 | 6,0 | -28,1 | -35,4 | 9,3 | -2,0 | -33,1 | -0,3 | |
| III | -18,6 | -20,1 | -3,1 | -7,0 | -8,5 | 8,2 | 9,6 | 1,2 | 13,1 | -6,1 | |
| IV | 3,8 | 6,0 | -6,7 | 8,2 | 2,3 | 5,4 | 13,7 | -4,6 | 9,5 | 0,4 | |
| 2014 avg. | -3,5 | -3,1 | -2,0 | -1,1 | -0,3 | 3,2 | 3,3 | -1,2 | 1,6 | 2,8 | |
| sept. | -3,7 | -4,0 | 6,2 | -3,9 | -6,0 | 3,8 | 4,3 | 1,7 | 5,2 | -3,0 | |
| okt. | -2,5 | -1,8 | -1,8 | -0,9 | 0,2 | 4,2 | 5,6 | 1,9 | 3,9 | -1,6 | |
| nov. | -4,0 | -2,7 | -12,6 | 10,7 | -2,1 | -1,3 | 4,7 | -1,5 | 0,0 | 0,2 | |
| dec. | 10,3 | 10,5 | 7,6 | -1,6 | 4,2 | 2,5 | 3,4 | -4,9 | 5,6 | 1,9 | |
| 2015 jan. ^(p) | -4,2 | -3,6 | -4,4 | 4,7 | -4,5 | 4,3 | 5,1 | -0,1 | 4,0 | 0,4 | |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | | |
| 2012 | -2,3 | -1,3 | 0,5 | -6,0 | -2,3 | 0,5 | 0,7 | -2,8 | 1,3 | -0,6 | |
| 2013 | -2,9 | -2,8 | -4,0 | -5,6 | -1,7 | -0,1 | 0,3 | -3,0 | 0,7 | -1,6 | |
| 2014 | -1,4 | -1,1 | -1,2 | 0,1 | -1,9 | -0,3 | 0,8 | -0,9 | -0,1 | -0,8 | |
| 2014 I | -3,1 | -3,1 | -5,0 | -5,0 | -1,6 | -0,1 | 0,4 | -1,9 | 0,5 | -1,5 | |
| II | -2,3 | -2,1 | -2,7 | -3,3 | -1,9 | -0,6 | 0,5 | -1,4 | -0,4 | -1,0 | |
| III | -2,0 | -1,8 | -1,4 | -3,4 | -1,9 | -0,5 | 0,5 | -1,1 | -0,2 | -1,7 | |
| IV | -1,4 | -1,1 | -1,2 | 0,1 | -1,9 | -0,3 | 0,8 | -0,9 | -0,1 | -0,8 | |
| 2014 avg. | -2,2 | -2,0 | -2,2 | -3,6 | -1,7 | -0,5 | 0,5 | -1,6 | -0,1 | -1,3 | |
| sept. | -2,0 | -1,8 | -1,4 | -3,4 | -1,9 | -0,5 | 0,5 | -1,1 | -0,2 | -1,7 | |
| okt. | -1,9 | -1,6 | -1,0 | -3,4 | -1,7 | -0,4 | 0,6 | 0,1 | -0,2 | -1,7 | |
| nov. | -1,7 | -1,4 | -1,5 | -1,8 | -1,7 | -0,4 | 0,7 | 0,1 | -0,3 | -1,3 | |
| dec. | -1,4 | -1,1 | -1,2 | 0,1 | -1,9 | -0,3 | 0,8 | -0,9 | -0,1 | -0,8 | |
| 2015 jan. ^(p) | -1,2 | -0,9 | -1,0 | 1,1 | -2,0 | -0,2 | 0,9 | -0,9 | 0,0 | -0,6 | |

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 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.

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

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

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

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

| Enote centralne ravnih države ³⁾ | Obveznosti DFI | | | | | Neto tuja aktiva | Sredstva DFI | | | |
|---|----------------|-------------------------|---|---|--------------------|------------------|--------------|--|--|-------|
| | Skupaj | Vezane vloge nad 2 leti | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica nad 3 mesece | Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti | Kapital in rezerve | | Razno | | | |
| | | | | | | | Skupaj | Repo posil s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾ | Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾ | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Stanja | | | | | | | | | | |
| 2012 | 305,4 | 7.570,1 | 2.395,9 | 106,0 | 2.680,8 | 2.387,4 | 1.029,8 | 146,4 | 260,8 | 201,2 |
| 2013 | 260,2 | 7.305,0 | 2.373,3 | 91,5 | 2.506,3 | 2.333,9 | 1.153,9 | 124,5 | 183,8 | 122,1 |
| 2014 | 263,4 | 7.182,1 | 2.252,4 | 92,0 | 2.375,1 | 2.462,7 | 1.406,7 | 184,7 | 184,5 | 139,8 |
| 2014 I | 260,9 | 7.343,1 | 2.355,5 | 91,1 | 2.472,5 | 2.423,9 | 1.256,1 | 118,5 | 177,0 | 116,7 |
| II | 270,3 | 7.295,1 | 2.301,8 | 90,1 | 2.455,1 | 2.448,2 | 1.357,6 | 135,3 | 171,3 | 119,0 |
| III | 249,7 | 7.332,2 | 2.278,6 | 92,4 | 2.457,0 | 2.504,1 | 1.419,5 | 179,8 | 163,6 | 121,7 |
| IV | 263,4 | 7.182,1 | 2.252,4 | 92,0 | 2.375,1 | 2.462,7 | 1.406,7 | 184,7 | 184,5 | 139,8 |
| 2014 avg. | 266,2 | 7.317,9 | 2.289,8 | 91,9 | 2.448,4 | 2.487,8 | 1.416,5 | 162,1 | 172,0 | 116,9 |
| sept. | 249,7 | 7.332,2 | 2.278,6 | 92,4 | 2.457,0 | 2.504,1 | 1.419,5 | 179,8 | 163,6 | 121,7 |
| okt. | 254,3 | 7.270,2 | 2.264,8 | 91,8 | 2.420,2 | 2.493,4 | 1.418,0 | 170,6 | 183,1 | 121,1 |
| nov. | 256,4 | 7.262,5 | 2.258,4 | 91,0 | 2.404,7 | 2.508,5 | 1.466,6 | 187,3 | 184,4 | 130,8 |
| dec. | 263,4 | 7.182,1 | 2.252,4 | 92,0 | 2.375,1 | 2.462,7 | 1.406,7 | 184,7 | 184,5 | 139,8 |
| 2015 jan. ^(p) | 305,0 | 7.290,3 | 2.237,9 | 92,7 | 2.403,0 | 2.556,8 | 1.507,8 | 222,4 | 202,9 | 131,3 |
| Transakcije | | | | | | | | | | |
| 2012 | -4,9 | -115,3 | -156,3 | -10,2 | -106,4 | 157,6 | 99,4 | 28,8 | 9,4 | 41,5 |
| 2013 | -46,0 | -88,8 | -18,6 | -14,3 | -137,6 | 81,6 | 359,2 | -64,7 | 32,2 | 43,9 |
| 2014 | -3,3 | -169,4 | -120,5 | 1,8 | -154,2 | 103,5 | 230,7 | -12,9 | 0,7 | 17,7 |
| 2014 I | 0,1 | 1,4 | -11,7 | -0,4 | -33,1 | 46,6 | 88,0 | -6,1 | -6,7 | -5,4 |
| II | 9,4 | -65,1 | -54,7 | -1,0 | -15,8 | 6,5 | 83,4 | 15,7 | -5,8 | 2,3 |
| III | -20,9 | -3,1 | -28,3 | 2,3 | -28,5 | 51,5 | 27,8 | 33,4 | -7,7 | 2,6 |
| IV | 8,0 | -102,6 | -25,8 | 1,0 | -76,7 | -1,0 | 31,5 | -55,9 | 20,9 | 18,1 |
| 2014 avg. | -6,1 | 1,5 | -4,5 | 1,1 | -5,5 | 10,4 | -0,9 | 24,7 | 2,2 | -4,1 |
| sept. | -16,9 | -2,1 | -13,7 | 0,6 | -12,4 | 23,4 | -6,8 | 6,8 | -8,4 | 4,7 |
| okt. | 2,3 | -32,4 | -12,4 | -0,6 | -29,6 | 10,2 | 13,9 | -13,5 | 19,5 | -0,5 |
| nov. | 2,1 | -19,6 | -6,4 | -0,8 | -13,6 | 1,3 | 47,8 | 19,4 | 1,3 | 9,6 |
| dec. | 3,6 | -50,7 | -7,0 | 2,4 | -33,5 | -12,5 | -30,1 | -61,8 | 0,1 | 9,0 |
| 2015 jan. ^(p) | 39,4 | -26,5 | -19,5 | -0,3 | -12,5 | 5,8 | 5,8 | 31,1 | 18,4 | -8,5 |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | |
| 2012 | -1,5 | -1,5 | -6,1 | -8,8 | -3,8 | 7,0 | - | - | 2,5 | 26,1 |
| 2013 | -15,1 | -1,2 | -0,8 | -13,5 | -5,1 | 3,5 | - | - | 10,3 | 23,5 |
| 2014 | -1,3 | -2,3 | -5,1 | 2,0 | -6,1 | 4,3 | - | - | 0,4 | 14,5 |
| 2014 I | -12,1 | -1,0 | -1,7 | -9,6 | -4,6 | 3,9 | - | - | -12,9 | -0,9 |
| II | -9,0 | -1,6 | -3,9 | -6,8 | -3,2 | 2,6 | - | - | -23,8 | -4,5 |
| III | -11,5 | -1,1 | -4,7 | -1,2 | -2,7 | 4,2 | - | - | -17,5 | -3,2 |
| IV | -1,3 | -2,3 | -5,1 | 2,0 | -6,1 | 4,3 | - | - | 0,4 | 14,5 |
| 2014 avg. | -6,0 | -1,1 | -4,2 | -2,9 | -2,3 | 3,2 | - | - | -11,4 | -0,9 |
| sept. | -11,5 | -1,1 | -4,7 | -1,2 | -2,7 | 4,2 | - | - | -17,5 | -3,2 |
| okt. | -4,6 | -1,7 | -5,4 | -0,9 | -4,4 | 4,7 | - | - | -3,1 | 2,1 |
| nov. | -1,7 | -1,9 | -5,5 | -1,1 | -4,8 | 4,8 | - | - | -4,4 | -6,6 |
| dec. | -1,3 | -2,3 | -5,1 | 2,0 | -6,1 | 4,3 | - | - | 0,4 | 14,5 |
| 2015 jan. ^(p) | 23,4 | -2,6 | -5,7 | 2,4 | -5,9 | 3,8 | - | - | 22,1 | 26,4 |

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, prihodki in odhodki^{1,2)}

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

| Primanjkljaj presežek | Prihodki | | | | | | | Odhodki | | | | | | |
|--------------------------|----------|---------------------|-------------------|----------------------------|------------------------|--------|--------------------------|------------------|---------|------------------------------------|--------------------------|-----|------|-----|
| | Skupaj | Tekoči prihodki | | | Kapitalski prihodki | Skupaj | Tekoči odhodki | | | | Investicijski odhodki | | | |
| | | Neposredni davki | Posredni davki | Neto socialni prispevki | | | Sredstva za zaposlene | Vmesna poraba | Obresti | Socialni prejemki ³⁾ | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2010 | -5,8 | 44,3 | 44,0 | 11,4 | 12,6 | 15,1 | 0,2 | 50,1 | 44,9 | 10,7 | 5,4 | 2,7 | 23,4 | 5,2 |
| 2011 | -3,8 | 44,8 | 44,5 | 11,7 | 12,8 | 15,1 | 0,2 | 48,6 | 44,3 | 10,4 | 5,3 | 3,0 | 23,1 | 4,3 |
| 2012 | -3,3 | 45,7 | 45,5 | 12,2 | 13,0 | 15,3 | 0,2 | 49,1 | 44,6 | 10,3 | 5,3 | 3,0 | 23,4 | 4,5 |
| 2013 | -2,5 | 46,4 | 46,1 | 12,5 | 13,1 | 15,5 | 0,3 | 48,9 | 44,9 | 10,4 | 5,3 | 2,8 | 23,8 | 4,1 |
| 2014 II | -2,6 | 46,6 | 46,1 | 12,5 | 13,0 | 15,5 | 0,5 | 49,2 | 45,4 | 10,3 | 5,3 | 2,7 | 23,0 | 3,8 |
| III | -2,5 | 46,6 | 46,1 | 12,5 | 13,1 | 15,5 | 0,4 | 49,1 | 45,3 | 10,3 | 5,3 | 2,7 | 23,1 | 3,7 |

6.2 Javni dolg¹⁾

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

| Skupaj | Finančni instrument | | | | Imetnik | | Izvirna dospelost | | | Preostala dospelost | | | Valute | | | |
|---------|----------------------|----------|------------------------------------|---------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|----------------------|---------------------|--|-----------------|--------|-----|--|--|
| | Gotovina in vloge | Posojila | Dolžniški vrednostni papirji | Domači upniki | Drugi upniki | Do 1 leta | Nad 1 leta | Do 1 leta | Nad 1 in do 5 let | Nad 5 let | Euro ali valute sodelujočih držav članic | Druge valute | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| 2010 | 83,6 | 2,4 | 15,5 | 65,6 | 40,5 | 23,9 | 43,1 | 12,7 | 70,9 | 20,7 | 28,6 | 34,3 | 82,3 | 1,3 | | |
| 2011 | 85,5 | 2,4 | 15,5 | 67,5 | 42,4 | 24,1 | 43,1 | 12,2 | 73,2 | 20,3 | 29,6 | 35,5 | 83,7 | 1,8 | | |
| 2012 | 88,7 | 2,5 | 17,4 | 68,8 | 45,1 | 26,0 | 43,6 | 11,5 | 77,3 | 19,5 | 31,4 | 37,8 | 86,6 | 2,2 | | |
| 2013 | 90,7 | 2,5 | 16,9 | 71,3 | 45,7 | 26,0 | 45,0 | 10,4 | 80,3 | 19,3 | 32,0 | 39,4 | 88,7 | 2,0 | | |
| 2014 II | 92,7 | 2,6 | 16,6 | 73,5 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | | |
| III | 92,1 | 2,6 | 16,5 | 73,0 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | | |

6.3 Sprememba dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

| Sprememba dolga ⁴⁾ | Primanjkljaj (-)/presežek ⁽⁺⁾ | Prilagoditev primanjkljaja-dolga ⁵⁾ | | | | | | | | | | Obrestni diferencial | Zaznamek: Potrebe po zadolževanju | | |
|-------------------------------------|--|--|---|-------------------------|----------|------------------------------------|---|------|------|---|-------|-------------------------|---|--|--|
| | | Skupaj | 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 | 9 | 10 | | | | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | | |
| 2010 | 5,3 | 3,4 | 1,3 | 1,7 | 0,0 | 0,5 | 0,9 | 0,2 | -0,1 | -0,3 | 0,6 | 7,5 | | | |
| 2011 | 1,9 | 1,1 | 0,0 | -0,3 | 0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,8 | 3,9 | | | |
| 2012 | 3,3 | 0,6 | 0,1 | 1,2 | 0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,5 | -1,3 | 0,3 | 2,5 | 5,1 | | | |
| 2013 | 2,0 | 0,1 | -0,2 | -0,5 | -0,4 | -0,4 | -0,1 | 0,4 | -0,1 | 0,4 | 2,1 | 2,8 | | | |
| 2014 II | 1,0 | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 1,3 | 2,5 | | | |
| III | 1,0 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | 0,2 | -0,2 | 0,2 | 1,2 | 2,7 | | | |

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

1) Četrletne stopnje (odstotek BDP), izračunane kot vsota štirih četrletnih (podatki o tokovih in BDP), stanje ob koncu četrletja (stanje).

2) Vključno s transakcijami proračuna EU (konsolidirani letni podatki).

3) Letni podatki vključujejo tekoče transferje nepridobitnim ustanovam, ki delujejo za gospodinjstva.

4) Razlika v primerjavi s prejšnjim obdobjem, tj. preteklim letom (letna sprememb dolga), oziroma v primerjavi z ustreznim četrletjem preteklega leta (četrletna sprememb dolga).

5) Četrletni podatki vključujejo posojanje med državami, povezano s finančno krizo.

6.4 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

| | Servisiranje dolga do enega leta ²⁾ | | | | | Povprečna preostala zapadlost ³⁾ | Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾ | | | | | | |
|-----------|--|------------------------|--------------|--------------|--------------|---|---|--------------------------|--------------|----------------------|-------------|--------|--------|
| | Skupaj | Glavnica ⁵⁾ | | Obresti | | | Stanje | | | | Transakcije | | |
| | | 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 |
| 2013 | 16,5 | 14,4 | 5,0 | 2,1 | 0,5 | 6,3 | 3,5 | 1,7 | 1,3 | 3,7 | 2,8 | 1,3 | 1,8 |
| 2014 | 16,2 | 14,1 | 5,2 | 2,1 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,4 | 0,4 | 3,5 | 2,8 | 0,8 | 1,6 |
| 2014 II | 16,9 | 14,7 | 5,5 | 2,1 | 0,5 | 6,4 | 3,3 | 1,6 | 0,6 | 3,6 | 2,8 | 1,1 | 1,6 |
| III | 17,6 | 15,5 | 5,8 | 2,1 | 0,5 | 6,4 | 3,2 | 1,5 | 0,5 | 3,5 | 2,8 | 0,9 | 1,6 |
| 2014 avg. | 17,9 | 15,8 | 6,1 | 2,1 | 0,5 | 6,3 | 3,2 | 1,5 | 0,5 | 3,6 | 2,8 | 1,0 | 1,7 |
| sept. | 17,6 | 15,5 | 5,8 | 2,1 | 0,5 | 6,3 | 3,2 | 1,5 | 0,5 | 3,5 | 2,8 | 0,9 | 1,6 |
| okt. | 17,3 | 15,2 | 5,7 | 2,1 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,5 | 0,4 | 3,5 | 2,8 | 0,9 | 1,7 |
| nov. | 16,3 | 14,2 | 5,0 | 2,1 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,5 | 0,4 | 3,5 | 2,8 | 0,8 | 1,7 |
| dec. | 16,2 | 14,1 | 5,2 | 2,1 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,4 | 0,4 | 3,5 | 2,8 | 0,8 | 1,6 |
| 2015 jan. | 15,7 | 13,7 | 5,1 | 2,0 | 0,5 | 6,5 | 3,0 | 1,4 | 0,4 | 3,5 | 2,8 | 0,8 | 1,7 |

6.5 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja⁶⁾

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

| | Belgija | Nemčija | Estonija | Irska | Grčija | Španija | Francija | Italija | Ciper | |
|---|---------|---------|------------|-------|------------|----------|-------------|-----------|----------|--------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | |
| Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+) | | | | | | | | | | |
| 2010 | -4,0 | -4,1 | 0,2 | -32,4 | -11,1 | -9,4 | -6,8 | -4,2 | -4,8 | |
| 2011 | -3,9 | -0,9 | 1,0 | -12,6 | -10,1 | -9,4 | -5,1 | -3,5 | -5,8 | |
| 2012 | -4,1 | 0,1 | -0,3 | -8,0 | -8,6 | -10,3 | -4,9 | -3,0 | -5,8 | |
| 2013 | -2,9 | 0,1 | -0,5 | -5,7 | -12,2 | -6,8 | -4,1 | -2,8 | -4,9 | |
| 2014 II | -3,2 | 0,5 | -0,3 | -5,3 | -2,9 | -6,3 | -4,2 | -3,0 | -4,1 | |
| III | -3,0 | 0,7 | -0,2 | -4,7 | -2,2 | -5,8 | -4,4 | -3,1 | -2,3 | |
| Javni dolg | | | | | | | | | | |
| 2010 | 99,6 | 80,3 | 6,5 | 87,4 | 146,0 | 60,1 | 81,5 | 115,3 | 56,5 | |
| 2011 | 102,1 | 77,6 | 6,0 | 111,1 | 171,3 | 69,2 | 85,0 | 116,4 | 66,0 | |
| 2012 | 104,0 | 79,0 | 9,7 | 121,7 | 156,9 | 84,4 | 89,2 | 122,2 | 79,5 | |
| 2013 | 104,5 | 76,9 | 10,1 | 123,3 | 174,9 | 92,1 | 92,2 | 127,9 | 102,2 | |
| 2014 II | 108,8 | 75,3 | 10,5 | 117,0 | 177,5 | 96,4 | 95,2 | 133,8 | 109,8 | |
| III | 108,2 | 74,8 | 10,5 | 114,8 | 176,0 | 96,8 | 95,3 | 131,8 | 104,7 | |
| | Latvija | Litva | Luksemburg | Malta | Nizozemska | Avtstria | Portugalska | Slovenija | Slovaška | Finska |
| | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 |
| Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+) | | | | | | | | | | |
| 2010 | -8,2 | -6,9 | -0,6 | -3,3 | -5,0 | -4,5 | -11,2 | -5,7 | -7,5 | -2,6 |
| 2011 | -3,4 | -9,0 | 0,3 | -2,6 | -4,3 | -2,6 | -7,4 | -6,2 | -4,1 | -1,0 |
| 2012 | -0,8 | -3,2 | 0,1 | -3,7 | -4,0 | -2,3 | -5,5 | -3,7 | -4,2 | -2,1 |
| 2013 | -0,9 | -2,6 | 0,6 | -2,7 | -2,3 | -1,5 | -4,9 | -14,6 | -2,6 | -2,4 |
| 2014 II | 0,1 | -1,1 | 0,5 | -3,3 | -3,0 | -1,5 | -4,8 | -12,7 | -2,8 | -2,7 |
| III | 0,0 | -0,6 | 0,7 | -2,5 | -2,7 | -1,5 | -4,3 | -13,0 | -3,1 | -2,7 |
| Javni dolg | | | | | | | | | | |
| 2010 | 46,8 | 36,3 | 19,6 | 67,6 | 59,0 | 82,4 | 96,2 | 37,9 | 41,1 | 47,1 |
| 2011 | 42,7 | 37,3 | 18,5 | 69,8 | 61,3 | 82,1 | 111,1 | 46,2 | 43,5 | 48,5 |
| 2012 | 40,9 | 39,9 | 21,4 | 67,9 | 66,5 | 81,7 | 124,8 | 53,4 | 52,1 | 53,0 |
| 2013 | 38,2 | 39,0 | 23,6 | 69,8 | 68,6 | 81,2 | 128,0 | 70,4 | 54,6 | 56,0 |
| 2014 II | 41,0 | 38,7 | 23,2 | 74,6 | 69,6 | 82,3 | 129,5 | 78,3 | 55,6 | 58,9 |
| III | 40,4 | 38,3 | 22,9 | 71,9 | 69,0 | 80,7 | 131,4 | 78,1 | 55,4 | 58,1 |

Vir: ECB (za državne dolžniške vrednostne papiere) in Eurostat (za javnofinančni primanjkljaj/presežek in javni dolg).

1) Podatki o državnih dolžniških vrednostnih papirjih so v nominalnih vrednostih brez konsolidacije v javnem sektorju širše države.

2) Tokovi glavnice in obresti v obdobju servisiranja dolga.

3) Preostala zapadlost ob koncu obravnavanega obdobja.

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

5) Znesek glavnice ne krije kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki bodo izdani in odkupljeni v naslednjih dvanajstih mesecih.

6) Četrtletne stopnje (odstotek BDP), izračunane kot vsota štirih četrtletij (podatki o tokovih in BDP), stanje ob koncu četrtletja (stanje).