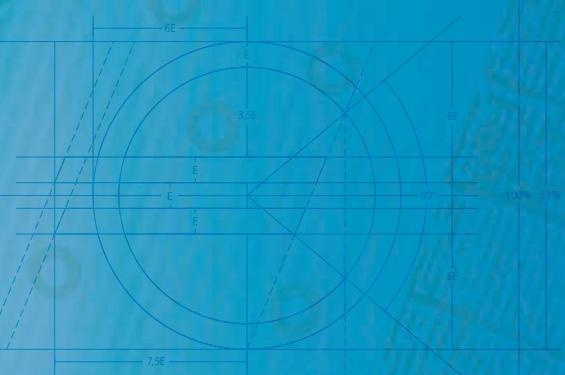


Ekonomski bilten

Številka 2 / 2016



Kazalo

Ekonomska in denarna gibanja

| | |
|-------------------------|----|
| Povzetek | 3 |
| 1 Zunanje okolje | 7 |
| 2 Finančna gibanja | 13 |
| 3 Gospodarska aktivnost | 16 |
| 4 Cene in stroški | 21 |
| 5 Denar in krediti | 25 |
| 6 Javnofinančna gibanja | 30 |

Okvirji

| | |
|---|----|
| 1 Upočasnitev rasti produktivnosti dela v ZDA – glavne značilnosti in posledice za gospodarstvo | 35 |
| 2 Tekoči trendi v gibanju cen nafte | 39 |
| 3 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. oktobra 2015 do 26. januarja 2016 | 42 |
| 4 Dejavniki, ki so podpirali sorazmerno močno aktivnost v storitvenih dejavnostih v euroobmočju | 47 |
| 5 Vpliv nižjih cen nafte na presežek tekočega računa euroobmočja | 51 |
| 6 Cene nafte in maloprodajne cene energentov v euroobmočju | 53 |
| 7 Razmerje med inflacijo ter inflacijo brez energentov in hrane | 56 |
| 8 Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2016 in izvajanje priporočil posameznim državam iz leta 2015 | 59 |

Članki

| | |
|---|----|
| 1 Transmission of output shocks –the role of cross-border production chains | 63 |
| 2 Public investment in Europe | 77 |

Statistični podatki euroobmočja

S1

Ekonomski in denarni razmeri

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 10. marca 2016 na podlagi redne ekonomske in denarne analize temeljito proučil naravnost denarne politike, pri čemer je upošteval tudi nove makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB do leta 2018. Tako se je Svet ECB odločil za sklop ukrepov, s katerimi namerava uresničevati cilj cenovne stabilnosti. Obširen sveženj, ki bo izkoriščal sinergije med različnimi instrumenti, je še posebej namenjen nadaljnji ublažitvi pogojev financiranja, spodbujanju novih posojil ter s tem krepitvi zagona pri okrejanju gospodarstva euroobmočja in hitrejši vrnitvi inflacije pod 2%, a blizu te meje.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB na dan 10. marca 2016

Svetovna gospodarska aktivnost se je ob prelomu leta nekoliko upočasnila in bo v prihodnjem obdobju po pričakovanjih še naprej rasla dokaj počasi. Nizke obrestne mere, izboljševanje razmer na trgu dela in krepitev zaupanja podpirajo obete v razvitih gospodarstvih. Nasprotno pa ostajajo srednjeročni obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih bolj negotovi. Na Kitajskem se bo gospodarska aktivnost predvidoma še naprej upočasnila z negativnimi posledicami za druga nastajajoča tržna gospodarstva, posebej v Aziji, države izvoznice surovin pa se morajo še dodatno prilagoditi na nižje cene primarnih surovin. V takšnem okolju je efektivni tečaj eura v zadnjih mesecih precej apreciral.

Finančni trgi so v zadnjih mesecih izkazovali povisano volatilnost. Sprva je negotovost glede svetovne gospodarske rasti prispevala k znižanju cen bolj tveganega finančnega premoženja, ki je bilo zabeleženo od začetka decembra 2015 do sredine februarja. V zadnjem času pa je se je to znižanje deloma obrnilo, zahvaljujoč manjši zaskrbljenosti med vlagatelji (zaradi povisanja cen nafte), boljšim ekonomskim podatkom od pričakovanih v ZDA ter pričakovanju nadaljnji spodbud s strani denarne politike v euroobmočju. Donosnost državnih obveznic v državah z višjo bonitetjo se je v zadnjih treh mesecih še znižala.

Gospodarsko okrejanje v euroobmočju se nadaljuje, čeprav je bila gospodarska rast na začetku leta nižja od pričakovane zaradi šibkejšega zunanjega okolja. Realna rast BDP je v zadnjem četrletju 2015 ob podpori domačega povpraševanja medčetrtletno znašala 0,3%, medtem ko je rast zaviral negativen prispevek neto izvoza. Najnovejši anketni podatki kažejo na šibkejši zagon rasti na začetku letosnjega leta, kot je bilo pričakovano.

Po pričakovanjih se bo gospodarsko okrejanje nadaljevalo, čeprav počasi. Domače povpraševanje bodo predvidoma še naprej podpirali ukrepi denarne

politike ECB in njihovi pozitivni učinki na finančne pogoje ter zvišanje zaposlenosti zaradi preteklih strukturnih reform. Poleg tega naj bi nizke cene nafte dodatno spodbudile realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in zasebno potrošnjo ter dobičkonosnost podjetij in investicije. Tudi naravnost fiskalne politike v euroobmočju je rahlo ekspanzivna, kar je deloma posledica ukrepov za pomoč beguncem. Okrevanje gospodarstva v euroobmočju pa še naprej zavirajo dejavniki, kot so šibka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, volatilnost na finančnih trgih, prilaganje bilanc, ki je nujno v številnih sektorjih, ter počasno izvajanje strukturnih reform.

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2016 znašala 1,4%, v letu 2017 1,7%, v letu 2018 pa 1,8%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti glede realne rasti BDP popravljeni rahlo navzdol, in sicer predvsem zaradi poslabšanih obetov v svetovnem gospodarstvu. Po oceni Sveta ECB so tveganja za gospodarsko rast v euroobmočju, ki so še naprej usmerjena navzdol, povezana predvsem s povečano negotovostjo glede gibanj v svetovnem gospodarstvu, pa tudi s širšimi geopolitičnimi tveganji.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju februarja 2016 znašala -0,2%, potem ko je bila januarja na ravni 0,3%. K znižanju so prispevale vse skupine indeksa HICP. Pričakovati je, da se bo stopnja inflacije proti koncu leta 2016 okrepila, zatem pa naj bi še dodatno porasla ob podpori ukrepov denarne politike ECB in pričakovanega gospodarskega okrevanja.

Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje predvidevajo inflacijo v višini 0,1% v letu 2016, višini 1,3% v letu 2017 in v višini 1,6% v letu 2018. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2015 so bili inflacijski obeti popravljeni navzdol, kar je predvsem posledica znižanja cen nafte v zadnjih mesecih. Svet ECB bo natančno spremjal določanje cen in gibanje plač v euroobmočju, pri čemer bo posebno pozornost namenjal zagotavljanju, da se trenutno okolje nizke inflacije ne bi pretvorilo v sekundarne učinke, ki vplivajo na določanje plač in cen.

Ukrepi denarne politike ECB se še naprej prenašajo na pogoje kreditiranja ter nadalje spodbujajo dinamiko širokega denarja in kreditov. Rast denarja je ostala solidna, medtem ko rast posojil od začetka leta 2014 še naprej postopoma okreva. Rast širokega denarja še naprej spodbujajo predvsem domači viri ustvarjanja denarja. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike so prispevali nizke obrestne mere, ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Stroški financiranja za banke so se ustalili na ravni blizu najnižjih vrednosti. Kljub precejšnjim razlikam med državami banke prenašajo ugodne pogoje svojega financiranja naprej v obliki nižjih posojilnih obrestnih mer. Izboljšani pogoji kreditiranja so še naprej spodbujali okrevanje rasti posojil. Skupni letni tokovi zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so se po ocenah v zadnjem četrletju 2015 še povečali, potem ko so se v prejšnjih dveh četrletjih stabilizirali. Gledano v celoti so ukrepi denarne politike, ki so v veljavi od junija 2014, znatno prispevali k izboljšanju posojilnih pogojev za podjetja in gospodinjstva.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je ocenil, da je navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske analize s signalni iz denarne analize potrdila, da so potrebni nadaljnji spodbujevalni ukrepi denarne politike, da bi se inflacija zanesljivo in čim prej vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Gospodarske in finančne razmere so se od zadnje seje Sveta ECB v januarju dodatno poslabšale, medtem ko so se tveganja, ki bi lahko ogrozila srednjeročni cilj Sveta ECB glede stabilnosti cen, nedvomno povečala, kar kažejo tudi popravki inflacije in gospodarske rasti navzdol v marčnih makroekonomskih projekcijah. Tako se je Svet ECB odločil za sklop ukrepov, s katerimi namerava uresničevati cilj cenovne stabilnosti.

- Prvič, kar zadeva ključne obrestne mere ECB, je Svet ECB sklenil, da obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja zniža za 5 bazičnih točk na 0,00%, obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila pa prav tako za 5 bazičnih točk na 0,25%. Obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita je znižal za 10 bazičnih točk na –0,40%.
- Drugič, Svet ECB je sklenil razširiti nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev s 60 milijard EUR na 80 milijard EUR. Nakupi se bodo predvidoma izvajali do konca marca 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo srednjeročni ciljni stopnji, ki je pod 2%, a blizu te meje. Ker želi Svet ECB zagotoviti, da bi nakupi vrednostnih papirjev še naprej potekali gladko, se je odločil zvišati tudi zgornjo mejo za posameznega izdajatelja in zgornjo mejo deleža v posamezni izdaji pri nakupih vrednostnih papirjev, ki so jih izdale primerne mednarodne organizacije in večstranske razvojne banke, in sicer s 33% na 50%.
- Tretjič, Svet ECB se je odločil, da na seznam vrednostnih papirjev, primernih za redne nakupe v okviru novega programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, vključi obveznice naložbenega razreda v eurih, ki so jih izdale nebančne družbe iz euroobmočja. S tem se bo še izboljšal prenos učinkov, ki jih imajo Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev na pogoje financiranja v realnem gospodarstvu. Nakupi v okviru novega programa se bodo začeli proti koncu drugega četrletja letosnjega leta.
- Četrtič, Svet ECB je sklenili z junijem 2016 začeti novo serijo štirih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR II), vsaka z zapadlostjo štiri leta. Te nove operacije bodo okrepile spodbujevalno naravnano denarno politiko ECB in izboljšale transmisijo denarne politike, saj bodo še naprej spodbujale bančno posojanje realnemu gospodarstvu. Nasprotne stranke bodo imele pravico, da si sposodijo do 30% celotnega obsega primernih posojil na dan 31. januar 2016. Obrestna mera v okviru CUODR II bo v obdobju trajanja posamezne operacije fiksirana na ravni obrestne mere za Eurosistemove operacije glavnega refinanciranja, ki bo veljala v času izvedbe ciljno usmerjene operacije. Za banke, katerih neto posojanje presega referenčno vrednost, bo obrestna mera, uporabljena v CUODR II, nižja in

je lahko celo tako nizka, kot je obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita v času izvedbe ciljno usmerjene operacije. V okviru CUODR II ne bo potrebno obvezno predčasno vračilo, dovoljeni pa bodo tudi prehodi iz CUODR I.

Kar zadeva prihodnje obdobje, Svet ECB ob upoštevanju trenutnih obetov za cenovno stabilnost pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanji ali nižji ravni še daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Obširen sveženj sklepov o denarni politiki iz marca 2016, ki zaokrožujejo ukrepe, sprejete po juniju 2014, pomeni precešnjo spodbudo s strani denarne politike, ki naj bi učinkovala proti povečanim tveganjem za cilj cenovne stabilnosti, ki ga zasleduje ECB. Ker je zelo nizka ali celo negativna stopnja inflacije v naslednjih nekaj mesecih zaradi gibanja cen naftne neizogibna, je ključnega pomena, da se inflacija čim prej vrne na raven pod 2%, a blizu te meje, kar bo preprečilo sekundarne učinke. Svet ECB bo še naprej natančno spremlijal gibanje obetov za cenovno stabilnost v prihodnjem obdobju.

1 Zunanje okolje

Svetovna gospodarska aktivnost se je ob prelomu leta upočasnila, vendar bo v prihodnjem obdobju predvidoma še naprej postopno naraščala. Obete za razvita gospodarstva podpirajo nizke obrestne mere, izboljševanje pogojev na trgu dela in krepitev zaupanja. Nasprotno so obeti za nastajajoča tržna gospodarstva še vedno bolj negotovi. Na Kitajskem se rast še naprej upočasnjuje, kar negativno vpliva tudi na druga nastajajoča tržna gospodarstva, posebej v Aziji, države izvoznice surovin pa se morajo še dodatno prilagajati na nižje cene primarnih surovin.

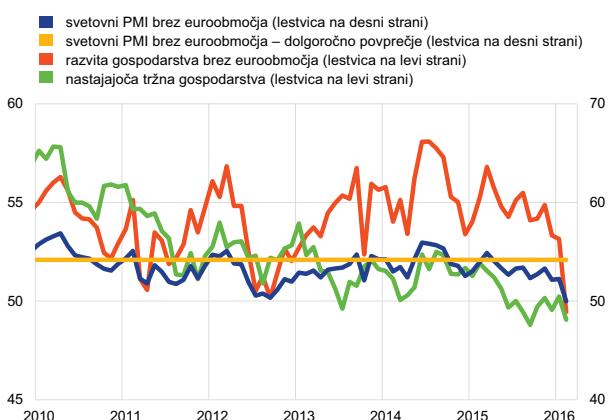
Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Ob koncu leta 2015 so bila gibanja tako v razvitedih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih šibkejša od pričakovanih. Okrevanje bo predvidoma napredovalo bolj postopno, kot je bilo pričakovano, kar potrjuje, da je zagon rasti še vedno negotov. V ZDA se je po močnem tretjem četrtletju gospodarstvo v četrtem četrtletju izrazito upočasnilo. Tudi na Japonskem je izgubilo zagon in se v četrtem četrtletju ponovno skrčilo. Med glavnimi razvitimi gospodarstvi zunaj euroobmočja je očitno edino Združeno kraljestvo v drugi polovici lanskega leta ohranilo trdno rast. Tudi nastajajoča tržna gospodarstva so v zadnjem četrtletju 2015 še naprej izgubljala zagon. Eden od motorjev za to upočasnjevanje so nastajajoča azijska gospodarstva, kar je deloma posledica ponovnega uravnovešanja gospodarstva na Kitajskem. Aktivnost v Latinski Ameriki se je proti koncu leta 2015 upočasnila, v glavnem zaradi globoke recesije v Braziliji, gledano širše pa tudi zaradi nizkih cen surovin, ki so prizadele države proizvajalke surovin v regiji.

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost

(indeks razprtisitev)



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za februar 2016.

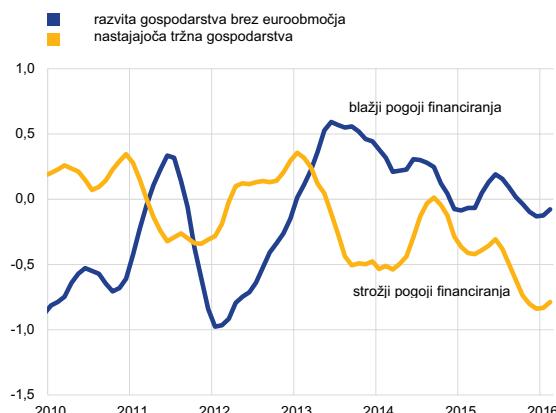
Kazalniki svetovne aktivnosti potrjujejo, da je svetovna rast ob prelomu leta upadla. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) je februarja dokaj strmo upadel in pristal tik nad mejo med recesijo in konjunkturo (glej graf 1). Upad se je razširil na skoraj vsa razvita in nastajajoča tržna gospodarstva. Povzročila ga niso samo še naprej skromna gibanja v svetovnih predelovalnih dejavnostih, ampak tudi močan upad v storitvenih dejavnostih. To bi lahko pomenilo, da se sedanja šibka gibanja v predelovalnih dejavnostih prelivajo v storitveni sektor, ki je bil doslej bolj odporen. Obenem sestavljeni vodilni kazalniki OECD kažejo znake, da se gospodarska rast v območju OECD kot celoti upočasnjuje.

Svetovne gospodarske obete v zadnjem času določajo trije glavni dejavniki: zaostrovanje pogojev financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, negotovosti v zvezi s Kitajsko in še naprej nizke

Graf 2

Indeksi pogojev financiranja

(standardni odklon, sredina nič, mesečni podatki)



Viri: Haver Analytics in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za februar 2016. Nastajajoča tržna gospodarstva so agregat, ki vključuje Kitajsko, Rusijo, Brazilijo, Indijo in Turčijo. Razvita gospodarstva zajemajo ZDA, Združeno kraljestvo in Japonsko.

cene primarnih surovin. Zaostrovanje pogojev financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih (glej graf 2) je razvidno iz povišane donosnosti državnih obveznic, precejšnjega popravka navzdol pri cenah delnic ter iz neto kapitalskih odlivov iz teh gospodarstev ob povečani volatilnosti na svetovnih trgih. Ta volatilnost je deloma povezana z vse večjo negotovostjo glede kitajskega gospodarstva. Tretji dejavnik, vztrajno nizke cene primarnih surovin, še zlasti nafte, se vse pogosteje razлага kot znak bolj temeljne šibkosti svetovnega gospodarstva.

Ker se znaki šibkosti na svetovni ravni povečujejo, trgi pričakujejo kasnejšo normalizacijo denarne politike v ZDA in Združenem kraljestvu. Po zvišanju ključne obrestne mere v ZDA decembra 2015 je krivulja terminskih pogodb za zvezna sredstva preskočila daleč navzdol, kar odraža pričakovanja, da bo pri nadaljnjem zaostrovanju denarne politike v ZDA prišlo do zamika.

V odziv na dvig ameriške obrestne mere se je denarna politika zaostriila tudi v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti tistih, ki imajo močne trgovinske vezi z ZDA, kot so latinskoameriške države in države, katerih valuta je vezana na ameriški dolar.

Medtem ko so se cene surovin tekom leta 2015 zniževale predvsem zaradi strmega povečanja ponudbe, se nedavne pritiske na cene nafte vse bolj razlaga z dejavniki povpraševanja. Naftni šok lahko na svetovno gospodarstvo vpliva zelo različno, odvisno od tega, kaj ga povzroča (glej tudi okvir 2). Padec cen nafte v drugi polovici leta 2014 in v začetku leta 2015, ki je prišel predvsem s strani ponudbe, je bil za svetovni BDP neto pozitiven in je v glavnem deloval preko dveh kanalov: (i) prerazporeditev prihodkov od držav proizvajalk nafte k državam porabnicam nafte, v katerih se je zatem povečala mejna nagnjenost k potrošnji, in (ii) povečanje dobičkonosnosti zaradi nižjih stroškov za energijo, ki je poganjalo naložbe in s tem skupno ponudbo v neto uvoznicah nafte. Vseeno je iz dejstva, da so zniževanje cen nafte v drugi polovici lanskega leta vse močneje poganjali dejavniki povpraševanja, mogoče zaključiti, da je pri razlagi potrebna večja previdnost. Čeprav bi nizke cene nafte zaradi zviševanja realnih dohodkov lahko še vedno pozitivno vplivale na države uvoznice surovin, bodo pozitivni učinki nizkih cen na aktivnost verjetno manjši zaradi zmanjševanja zunanjega povpraševanja. Poleg tega so dodatne pocenitve države izvoznice prizadele bolj, kot je bilo pričakovano. Nekatere bodo verjetno le stežka obvladovale vse večja javnofinančna neravnovesja, ki so potrebna, da bi ublažile pritiske nižjih cen nafte, tako da bi se njihovo domače in zunanje povpraševanje na koncu lahko zmanjšalo bolj, kot je pričakovano.

V prihodnjem obdobju se bo svetovna gospodarska aktivnost predvidoma krepila počasi, pri čemer jo bosta podpirala odporna rast v glavnih razvitih gospodarstvih ter dejstvo, da bo globoka recesija v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih postopno popuščala. Obete za razvita gospodarstva podpirajo še vedno nizke obrestne mere, izboljševanje razmer na

trgu dela in krepitev zaupanja potrošnikov. Nasprotno pa ostajajo srednjeročni obeti za nastajajoča tržna gospodarstva še naprej bolj negotovi. Na Kitajskem se rast še naprej upočasnuje, kar negativno vpliva tudi na druga nastajajoča tržna gospodarstva, zlasti v Aziji, države izvoznice surovin pa se morajo še dodatno prilagajati na nižje cene primarnih surovin. Vseeno bo postopno popuščanje globoke recesije v Rusiji in Braziliji predvidoma podpiralo svetovno rast.

V ZDA ostajajo temeljni gospodarski pogoji pozitivni. Rast so bo predvidoma povečevala, saj se bo okrevanje na trgu dela postopno prelivalo v višje nominalne plače, ki bodo skupaj s še naprej nizkimi cenami nafte podpirale realni razpoložljivi dohodek in s tem potrošnjo. Nadaljnje okrevanje na stanovanjskem trgu in rahlo ekspanzivna denarna politika bi morala prav tako podpreti domače povpraševanje, ki bo predvidoma ostalo glavno gonilo rasti v ZDA. Po drugi strani so se pogoji kreditiranja in financiranja kljub nizkim obrestnim meram nekoliko zaostrili, medtem ko nižje cene nafte nekoliko zmanjšujejo zagon zasebnih naložb. Zaradi krepitve dolarja in šibke rasti zunanjega povpraševanja bo neto izvoz na aktivnost še naprej deloval zaviralno. V tem kontekstu okvir 1 obravnava dejavnike za upočasnjevanje rasti produktivnosti dela v ZDA ter njihove posledice za gospodarstvo.

Gospodarska aktivnost v Združenem kraljestvu se še naprej postopno krepi.

Rast poganja predvsem potrošnja, saj nizke cene energentov dvigajo realni razpoložljivi dohodek. Naložbe so ohranile pozitivno rast, čeprav se je ta glede na prejšnja leta upočasnila, podpira pa jo izboljševanje pogojev kreditiranja. Vseeno bi gospodarsko rast morda lahko slabila negotovost, ki nastaja zaradi referenduma o britanskem članstvu v EU junija 2016. Neto izvoz je zadnji dve četrletji lanskega leta zaviral rast.

Gospodarsko okrevanje na Japonskem je ostalo šibko. Po blagi vrnitvi k rasti v trejem četrletju 2015 se je japonsko gospodarstvo v četrtem četrletju ponovno skrčilo, med drugim zaradi pešanja svetovnega povpraševanja in skromne zasebne potrošnje. Tekom leta 2016 bi se rast morala vrniti v pozitivno območje, saj bo zasebna potrošnja po pričakovanjih okrevala skladno s povečevanjem realnega dohodka, ki izhaja iz višjih plač in nižjih cen nafte. Zaradi postopnega odboja zunanjega povpraševanja se bo predvidoma povečal tudi izvoz.

Zaradi ponovnega uravnovešanja kitajskega gospodarstva se rast postopno upočasnuje, saj močnejša potrošnja gospodinjstev ni v celoti nadomestila nižjega prispevka naložb. Nekaj podpore bodo gospodarstvu v bližnji prihodnosti verjetno zagotavljale nižje cene nafte ter robustna potrošnja. Negotovost se je zaradi nedavnih popravkov pretiranih borznih vrednotenj sicer povečala, vendar po pričakovanjih to ne bo imelo večjih neposrednih posledic za kitajske gospodarske obete. Nedavna znižanja ključne obrestne mere, skromen paket fiskalnih spodbud, ki ga je sprejela centralna vlada, in prizadevanja za zmanjšanje omejitve pri financiranju lokalnih oblasti bodo v bližnji prihodnosti predvidoma pozitivno vplivali na povpraševanje. Vseeno bi na srednji rok rast lahko zaviralo vse hitrejše zmanjševanje prevelikih kapacitet v nekaterih panogah težke industrije ter reševanje z njimi povezanih slabih posojil, ki bo potekalo predvsem po kanalu naložb.

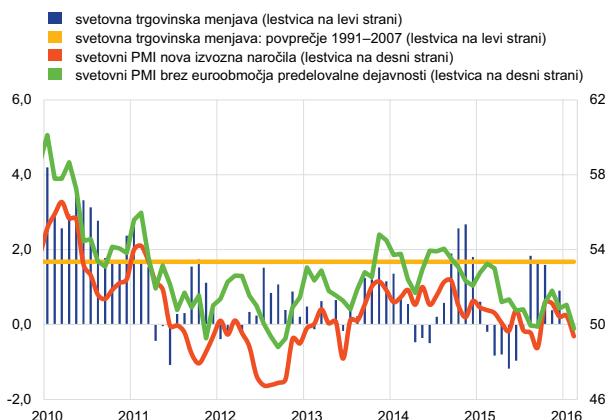
Realna gospodarska aktivnost v srednji in vzhodni Evropi bo po projekcijah ostala robustna, čeprav ne v vseh državah enako. Glavno gonilo rasti v regiji ostaja dinamična zasebna potrošnja, na katero pozitivno vplivata višji realni razpoložljivi dohodek v okolju nizke inflacije ter močna rast naložb ob podpori strukturnih sredstev EU.

Nasprotno se države izvoznice surovin še naprej spopadajo z vse nižimi cenami surovin. V Rusiji, ki je še vedno v globoki recesiji, stroški financiranja ostajajo povišani, čeprav so se pogoji financiranja tekom leta 2015 nekoliko izboljšali. Nadaljnji upad cen nafte je okreplil deprecacijske pritiske na rubelj, kar bi lahko vodilo k višji inflaciji. Negotovost ostaja velika, zaupanje podjetij pa šibko, poleg tega pa nižje cene nafte še naprej omejujejo javno potrošnjo. Med latinskoameriškimi državami se je v Braziliji gospodarski upad močno stopnjeval. Glavni dejavniki, ki zavirajo gospodarsko aktivnost, so politična negotovost, poslabševanje pogojev trgovinske menjave zaradi padanja cen surovin ter zaostrovanje denarne politike in pogojev financiranja. V prihodnjem obdobju bo globoka recesija v Rusiji in Braziliji po pričakovanjih popustila, ko bo prišlo do stabilizacije njunega deviznega tečaja in cen primarnih surovin.

Graf 3

Svetovna blagovna menjava

(leva stran: trimesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; desna stran: indeks razprtštive)



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za februar 2016 za indeksa PMI in za decembra 2015 za svetovno trgovinsko menjavo.

Svetovna trgovina je ob prelomu leta očitno ponovno izgubila zagon, potem ko se je v drugi polovici 2015 vrnila k pozitivni rasti.

Svetovni uvoz blaga in storitev (brez euroobmočja) se je v tretjem četrletju povečal za 0,7% glede na drugo četrletje, v katerem je medčetrtletno upadel za 0,9% (glej graf 3). Odboj je deloma povzročila korekcija z nizkih ravni, zabeleženih v nekaterih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih, kot so Združeno kraljestvo, Japonska in Kitajska, ki je bila v glavnem povezana z volatilnostjo v podatkih. Deloma je odboj tudi posledica manj izrazitega upada v Braziliji in Rusiji, v katerih je strm padec uvoza večinoma mogoče pojasniti s sesutjem domačega povpraševanja in padcem deviznega tečaja. Kljub temu začetni trgovinski podatki in anketni rezultati za četrto četrletje nakazujejo, da se je rast svetovne trgovinske menjave ponovno upočasnila.

Tako se je rast svetovnega uvoza blaga novembra znižala na 0,7% (trimesečno glede na prejšnje tri mesece), potem ko je še oktobra znašala 1,7%. Rast uvoza v nastajajočih tržnih gospodarstvih je zaradi strmega upada v nastajajočih azijskih gospodarstvih (pa tudi na Bližnjem vzhodu in v Afriki) ponovno postala negativna. Nasprotno je v razvitih gospodarstvih rast uvoza ostala razmeroma močna, čeprav se je od oktobra prav tako nekoliko umirila. Poleg tega so svetovna nova izvozna naročila v februarju upadla na 49,4, s 50,4 v januarju, kar kaže, da je rast svetovne trgovinske menjave od prelomu leta ponovno oslabila.

Na splošno se pričakuje, da bo svetovno gospodarstvo še naprej okrevalo počasi in neenakomerno. Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2016 se bo rast svetovnega realnega BDP brez euroobmočja v prihodnjem obdobju zviševala dokaj počasi in s 3,1% v letu 2015 zlezla v letu 2016 na 3,2%

ter na 3,8% v letu 2017 in 3,9% v letu 2018. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja se bo z 0,4% v letu 2015 po projekcijah povečala v letu 2016 na 2,2%, v letu 2017 na 3,8%, v letu 2018 pa na 4,1%. V primerjavi z decembrskimi projekcijami so bile napovedi svetovne gospodarske rasti popravljene navzdol, kar odraža slabše obete tako za razvita kot tudi za nastajajoča tržna gospodarstva. Popravek zunanjega povpraševanja je večinoma skladen s popravki svetovne rasti.

Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost so še vedno usmerjena navzdol, in sicer najbolj izrazito za nastajajoča tržna gospodarstva. Glavno navzdol usmerjeno tveganje predstavlja možnost, da se bo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vključno s Kitajsko, upočasnila bolj, kot je pričakovano. Zaostrovanje pogojev financiranja in povečana politična negotovost bi lahko zaostriili obstoječa makroekonomska neravnovesja, kar bi oslabilo zaupanje in rast upočasnilo še bolj, kot se pričakuje zdaj. Zaradi negotovosti glede prihodnjega razvoja denarne politike, ki ga narekuje gospodarska preobrazba Kitajske, bi se lahko povečala volatilnost na svetovnih finančnih trgih. Na obete negativno vplivajo tudi geopolitična tveganja. Tveganje predstavljajo tudi vztrajno nizke cene nafte, ki povečujejo javnofinančna neravnovesja in ogrožajo finančno stabilnost v nekaterih večjih izvoznicah nafte.

Svetovna cenovna gibanja

Svetovna inflacija se je v zadnjih mesecih zvišala, vendar na splošno ostaja razmeroma nizka. Medletna rast cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD, ki je decembra znašala 0,9%, se je januarja še nadalje povečala na 1,2%, in sicer predvsem zaradi manj negativnega prispevka cen energentov (glej graf 4). Ta inflacija je sicer še vedno nizka, vendar v primerjavi z zadnjim četrtletjem 2015 (0,7%) predstavlja veliko zvišanje. Medletna inflacija brez hrane in energentov v državah OECD je januarja glede na prejšnji mesec ostala nespremenjena na ravni 1,9%, kar je le malenkost nad ravnjo zadnjega četrtletja 2015 (povprečno 1,8%). Cene energentov so januarja že sedemnajsti mesec zapored upadle (−5,3%

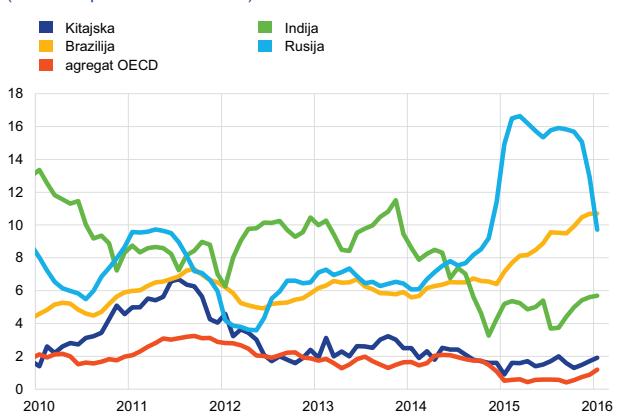
medletno), vendar nekoliko manj kot v prejšnjih mesecih, medtem ko je inflacija v skupini hrane ostala več ali manj nespremenjena. Po posameznih državah se je skupna inflacija zvišala v Kanadi, Združenem kraljestvu in ZDA, medtem ko je na Japonskem padla v negativno območje. Med glavnimi državami zunaj OECD se je skupna inflacija povečala na Kitajskem, medtem ko je v Indiji in Rusiji upadla, v Braziliji pa je na medletni ravni ostala nespremenjena pri dvoštevilčnih vrednostnih.

Po upadu na 12-letno dno ob koncu januarja 2016 so cene nafte kasneje nekoliko okrevale. V obdobju od sredine oktobra 2015 do konca januarja 2016 je zaradi presežne ponudbe in vse šibkejšega povpraševanja prišlo do ponovnega upada cen nafte. Na strani ponudbe sta upad pospeševala decembska

Graf 4

Inflacija cen živiljenjskih potrebščin

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Nacionalni viri in OECD.

Opomba: Zadnji podatki so za januar 2016.

odločitev OPEC, da ohrani obstoječo raven proizvodnje, ter obsežna ponudba iz držav nečlanic OPEC. V obdobju zatem so k okrevanju prispevale razprave o dogovoru med članicami in nečlanicami OPEC, da proizvodnjo zamrznejo na januarski ravni, ter motnje v ponudbi iz Iraka in Nigerije. Spričo povečane volatilnosti so se cene nafte v februarju in začetku marca zvišale. Na svetovnih naftnih trgih ponudba še vedno presega povpraševanje zaradi naslednjih dejavnikov: (i) majhne verjetnosti, da bodo članice in nečlanice OPEC usklajeno zmanjšale proizvodnjo; (ii) vrnitve Irana na svetovne naftne trge in (iii) upadanja povpraševanja po nafti. Proizvodnja v članicah OPEC ostaja blizu rekordnih ravni, visoka pa je tudi v nečlanicah OPEC, saj Rusija proizvaja na rekordni ravni, medtem ko ameriška proizvodnja nafte iz skrilavcev kaže znake strmega upada. OPEC-ove zaloge nafte so se še nadalje povečale in so bile ob koncu četrtega četrletja 2015 na rekordni ravni. Cene primarnih surovin razen nafte so se od konca januarja nekoliko zvišale, k čemur so največ prispevale višje cene kovin.

Svetovna inflacija bo srednjeročno predvidoma ostala nizka. Po eni strani bodo nizke cene nafte in drugih primarnih surovin na kratki verjetno omejevale inflacijske pritiske. Obenem se proizvodna vrzel v razvitih gospodarstvih počasi zapira, v več nastajajočih tržnih gospodarstvih pa še nadalje razpira, kar kaže, da na svetovni ravni še vedno obstajajo velike neizkoriščene zmogljivosti, ki bodo v srednjeročnem obdobju verjetno še naprej zavirale svetovno rast osnovne inflacije. Po drugi strani navzgor usmerjena krivulja terminskih cen nafte implicira občutno povečanje cen nafte v srednjeročnem obdobju.

Zadnje mesece je zaznamovala velika volatilnost na finančnih trgih. Zaskrbljenost glede svetovne gospodarske rasti ter nadaljnje padanje cen nafte sta od začetka decembra 2015 do sredine februarja prispevala k znižanju cen bolj tveganega finančnega premoženja. Nato se je znižanje deloma izničilo, saj se je zaradi dviga cen nafte, boljših ekonomskih podatkov v ZDA od pričakovanih in pričakovanj glede nadalnjih spodbujevalnih ukrepov denarne politike v euroobmočju zaskrbljenost vlagateljev zmanjšala. Tečaji na delniških trgih v euroobmočju so v obravnavanem obdobju, tj. od 2. decembra 2015 do 9. marca 2016, skupno upadli za okrog 12%, potem ko je bila njihova vrednost do sredine februarja začasno nižja za več kot 20%. Hkrati se je ob preusmerjanju vlagateljev k varnejšim naložbam zmanjšala donosnost državnih obveznic z višimi bonitetami.

Od začetka decembra 2015 do sredine februarja 2016 sta zaskrbljenost glede svetovne gospodarske rasti ter nadaljnje padanje cen nafte prispevala k močnemu znižanju cen tveganega finančnega premoženja, ki se je nato deloma izničilo. Zaskrbljenost glede svetovne gospodarske rasti se je na začetku leta 2016 okreplila ob strmem padcu kitajskih delnic in cen nafte. K zaskrbljenosti so prispevali tudi negativni gospodarski kazalniki v euroobmočju in ZDA, zaradi česar je prišlo do popravka cen finančnega premoženja navzdol. Od sredine februarja do začetka marca so dvig cen nafte, boljši gospodarski kazalniki v ZDA od pričakovanih in pričakovanja glede nadalnjih spodbujevalnih ukrepov denarne politike v euroobmočju prispevali k delnemu zvišanju cen bolj tveganega finančnega premoženja. Do velikih nihanj je prihajalo tudi pri merilih volatilnosti delniških trgov, ki so se do sredine februarja precej zvišala, nato pa se proti koncu obravnavanega obdobja nekoliko znižala.

EONIA se je v obravnavanem obdobju znižala, potem ko je Svet ECB decembra 2015 sprejel sklep o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita za 0,10% na -0,30%. EONIA se je v tednu pred začetkom veljavnosti decembridskega znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita gibala v razponu od -13 do -15 bazičnih točk, nato pa se je – z izjemo začasnega zvišanja ob koncu leta 2015 zaradi večjega povpraševanja po likvidnosti –

gibala med -22 do -25 bazičnimi točkami. Do znižanja obrestne mere EONIA je prišlo ob povečevanju presežne likvidnosti zaradi nakupov v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Likvidnostne razmere v euroobmočju in operacije denarne politike so podrobneje obravnavane v okviru 3.

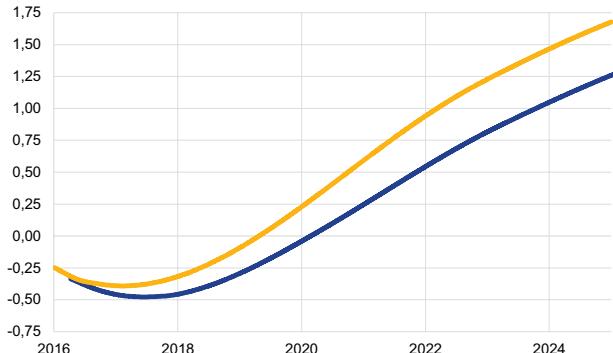
Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se je precej izravnala, saj so globalna negotovost in pričakovanja glede denarne politike vplivala na zmanjševanje donosnosti vzdolž celotne krivulje. Dolgoročnejše terminske obrestne mere EONIA so

Graf 5

Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)

- 9. marec 2016
- 2. december 2015



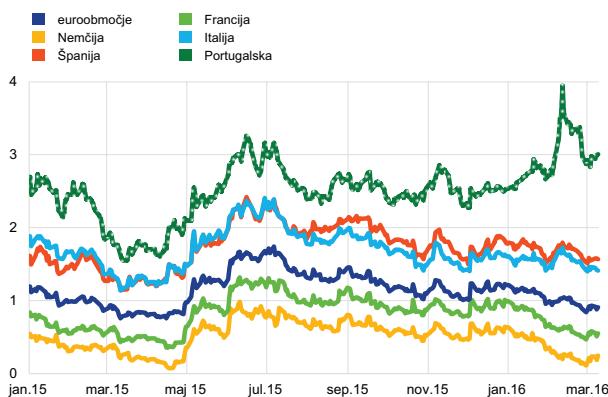
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

se v obravnavanem obdobju znižale za okrog 50 bazičnih točk, pri čemer so se pri krajšem koncu krivulje znižale nekoliko manj. Zaradi znižanja teh obrestnih mer se je krivulja dodatno izravnala (glej graf 5). Najnižja točka krivulje je 9. marca znašala okrog –50 bazičnih točk, kar kaže, da so trgi pred sejo Sveta ECB 10. marca pričakovali, da bo prišlo do novega znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Veliko znižanje terminskih obrestnih mer EONIA je mogoče deloma pojasniti s pričakovanji glede nadalnjih spodbujevalnih ukrepov denarne politike ECB, dodatno pa ga je spodbudilo tudi povečanje globalne negotovosti, ki je povzročila preusmerjanje k varnejšim naložbam, vključno s finančnim premoženjem, ki je tesneje povezano z EONIA.

Graf 6

Donosnost 10-letnih državnih obveznic v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih na leto)



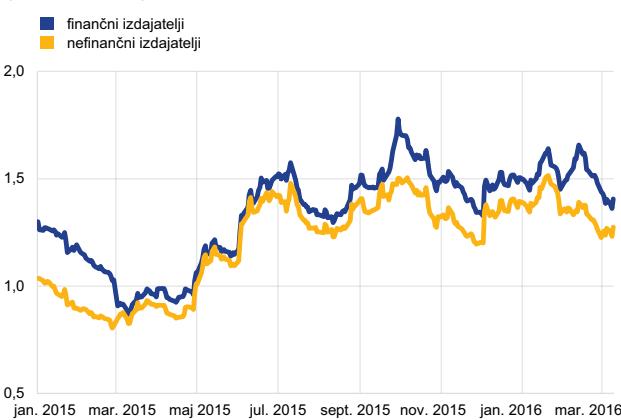
Vira: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Postavka »euroobmočje« označuje povprečno donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2016.

Graf 7

Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Vira: iBoxx in ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2016.

Povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, se je od začetka decembra do 9. marca zmanjšala za 11 bazičnih točk (glej graf 6).

Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je po seji Sveta ECB na začetku decembra najprej povečala. Od začetka januarja 2016 sta vse večja globalna negotovost in naraščanje tržnih pričakovanj glede nadalnjih spodbujevalnih ukrepov denarne politike v euroobmočju vplivala na zmanjšanje donosnosti državnih obveznic v euroobmočju, ki je več kot odtehtalo povečanje v decembru. Povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, se je od začetka decembra do začetka marca na splošno zmanjšala za 11 bazičnih točk in je 9. marca znašala 0,9%.

Gibanje donosnosti državnih obveznic se je med državami nekoliko razlikovalo, pri čemer so močnejše zmanjšanje donosnosti zabeležile obveznice držav z višjimi bonitetami.

Nasprotno se donosnost obveznic večine držav z nižjimi bonitetami v istem obdobju ni spremenila ali se je rahlo povečala. Na Portugalskem je donosnost državnih obveznic precej nihala zaradi zaskrbljenosti trgov glede državnega proračuna in reformnega programa novo izvoljene vlade.

Intenzivna prodaja tveganega finančnega premoženja na svetovnih trgih je vplivala tudi na podjetniške obveznice, pri čemer so se razmiki v donosnosti obveznic z nižjimi bonitetami povečali bolj kot pri obveznicah z višjimi bonitetami.

Medtem ko so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic povečali, je bila donosnost podjetniških obveznic finančnega in nefinančnega sektorja volatilna, vendar je ostala v obravnavanem obdobju na splošno nespremenjena (glej graf 7), saj so povečanje kreditnih razmikov v povprečju odtehtale vse nižje stopnje

Graf 8

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(1. januar 2015 = 100)



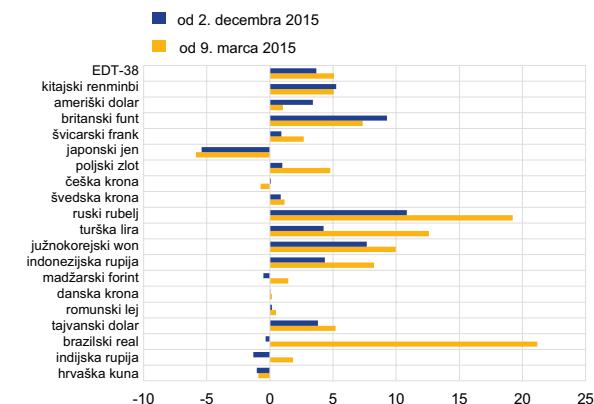
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2016.

Graf 9

Spremembe deviznega tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Odstotne spremembe glede na 9. marec 2016. EDT-38 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

donosa netveganih naložb. Donosnost podjetniških obveznic finančnega in nefinančnega sektorja ostaja z dolgoročnejšega vidika zelo nizka.

Delniški trgi v euroobmočju so se proti koncu obravnavanega obdobja okreplili, potem ko so od začetka decembra do sredine februarja izgubili

precej vrednosti. Tečaji delnic v euroobmočju, merjeni s širšim indeksom EURO STOXX, so se od začetka decembra do 11. februarja ob naraščanju globalne negotovosti znižali za okrog 21% (glej graf 8). Tečaji na delniških trgih so se od 11. februarja do 9. marca zopet zvišali (za 12%), tako da se je njihova vrednost v obravnavanem obdobju skupno znižala za 12%. Pred zvišanjem tečajev delnic se je vrednost bančnih delnic v euroobmočju znižala precej bolj kot vrednost celotnega trga, saj se je pojavila zaskrbljenost glede splošne dobičkonosnosti v bančnem sektorju, ki so jo spremljali nekaterih dogodki, povezani s posameznimi državami in bankami. Indeks cen bančnih delnic EURO STOXX se je tako od začetka decembra do sredine februarja znižal za 35%. Nato se je proti koncu obravnavanega obdobja nekoliko zvišal, tako da se je v obravnavanem obdobju skupno znižal za okrog 22%. Na delniških trgih v ZDA je prihajalo do podobnih, a manjših nihanj, pri čemer se je indeks S&P 500 skupno znižal le za 4%.

Efektivni devizni tečaj eura se je v treh

obravnavanih mesecih precej okreplil. Euro se je med začetkom decembra 2015 in sredino februarja 2016 ob naraščanju globalne negotovosti efektivno močno okreplil. Od takrat je ob povečevanju razmikov v donosnosti dolgoročnih obveznic med ZDA in euroobmočjem ter v pričakovanju nadaljnjih spodbujevalnih ukrepov denarne politike ECB rahlo oslabel efektivno in tudi v razmerju do ameriškega dolarja. V celoti gledano se je euro v obravnavanem obdobju, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, okreplil

za 3,7% (glej graf 9). Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem v istem obdobju pridobil 3,4% vrednosti. Povečana negotovost glede referendumu o članstvu Združenega kraljestva v EU je vplivala na britanski funt, zato je euro v razmerju do funta apreciiral za 9,3%. Euro se je močno okreplil tudi v razmerju do ruskega rublja, kitajskega renminbia ter valut nastajajočih tržnih gospodarstev in držav izvoznic surovin. Večja volatilnost in zmanjšanje naklonjenosti tveganju sta spodbudno vplivala na japonski jen, zato je euro v razmerju do jena depreciiiral za 5,4%.

3 Gospodarska aktivnost

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se nadaljuje, čeprav so se na začetku leta zaradi šibkejšega zunanjega okolja pokazali znaki umirjanja rasti. V zadnjem četrletju 2015 je realna rast BDP znašala 0,3% in tako ostala nespremenjena glede na četrletje prej. Zadnji anketni kazalniki kažejo, da je bil zagon rasti na začetku leta 2016 šibkejši od pričakovanj. V prihodnje naj bi gospodarsko okrevanje potekalo počasi. Domače povpraševanje naj bi nadalje podpirali ukrepi denarne politike ECB in njihov pozitiven učinek na finančne pogoje kakor tudi rahlo ekspanzivno naravnana fiskalna politika in pozitiven vpliv preteklih strukturnih reform na zaposlenost. Nizke cene nafte naj bi dodatno podprle realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in dobičkonosnost podjetij ter s tem zasebno potrošnjo in investicije. Toda gospodarsko okrevanje še naprej zavirajo pričakovana umirjena rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, volatilni finančni trgi, nujno prilagajanje bilanc v številnih sektorjih in počasno izvajanje strukturnih reform. Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo realna rast BDP v euroobmočju leta 2016 nekoliko nižja, in sicer 1,4% (popravljena navzdol z 1,7%), 1,7% leta 2017 (popravljena navzdol z 1,9%) in 1,8% leta 2018.

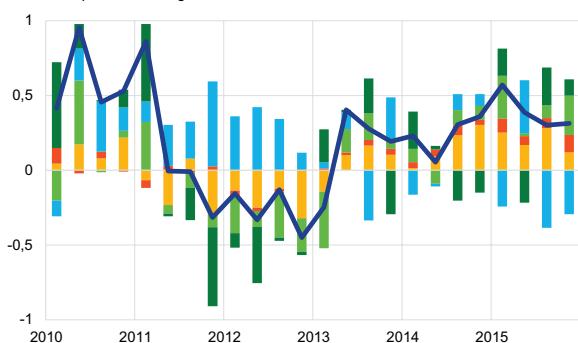
Gospodarstvo v euroobmočju še naprej okreva, vendar globalna gibanja negativno vplivajo na kratkoročne obete. Realni BDP je v zadnjem četrletju 2015 dosegel 0,3-odstotno rast, ki je tako ostala nespremenjena v primerjavi s četrletjem prej. K rasti so še naprej pozitivno prispevali zasebna potrošnja, čeprav v manjšem obsegu kot v četrletju prej, okrevanje investicij in nadaljnje naraščanje državne potrošnje (glej graf 10).¹ Zato je bila raven gospodarske aktivnosti približno za 3%

višja od zadnje najnižje ravni in le za 0,2% nižja od najvišje predkrizne ravni v prvem četrletju 2008. V letu 2015 kot celoti se je BDP realno zvišal za 1,6%, kar je največ od leta 2011.

Graf 10
Realni BDP euroobmočja in komponente

(Četrletne spremembe v odstotkih; četrletni prispevek v odstotnih točkah)

- realna rast BDP
- zasebna potrošnja
- državna potrošnja
- investicije
- neto izvoz
- spremembe zalog



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2015.

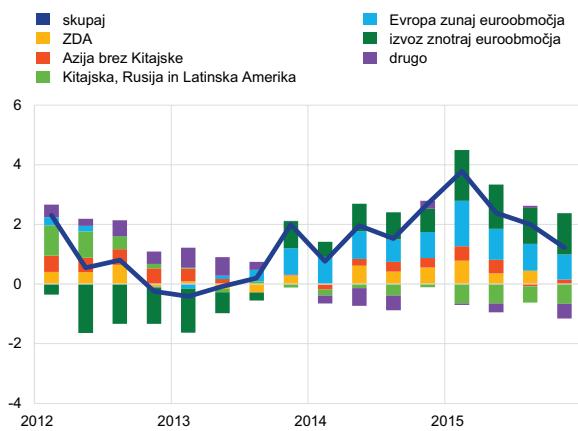
Upočasnitev rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih je vse leto 2015 vplivala na rast izvoza euroobmočja, zaviralni učinki pa so se v zadnjem četrletju še okreplili. Upočasnjeni rasti na Kitajskem, šibko povpraševanje v Rusiji in recesija v Braziliji so še naprej zavirali rast blagovnega izvoza euroobmočja (glej graf 11). Zaradi tega je neto izvoz negativno prispeval k realni rasti BDP v zadnjem četrletju 2015, in sicer 0,3 odstotne točke. Upočasnjeni povpraševanje v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, kot je Kitajska, je negativno vplivalo na gospodarsko aktivnost euroobmočja, vendar pa učinek prek trgovinskega kanala verjetno ne bo tako velik, kot bi sicer lahko sklepali iz klasičnih podatkov o bruto

¹ Z Eurostatovo drugo objavo nacionalnih računov za euroobmočje je bila realna rast BDP za prvo in drugo četrletje 2015 popravljena za 0,1 odstotne točke navzgor.

Graf 11

Skupni izvoz blaga euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



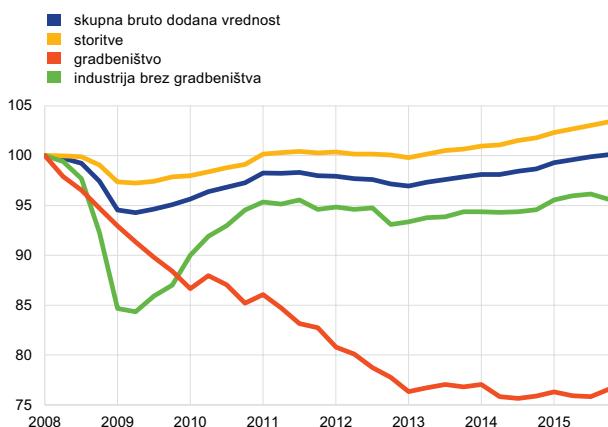
Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2015. Pri državah EU zadnje četrletje temelji na podatkih za oktober in november.

Graf 12

Realna bruto dodana vrednost v euroobmočju po gospodarskih dejavnostih

(indeks: I 2008 = 100)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2015.

povečala, v gradbenem sektorju pa le nekoliko okreplila, čeprav je razmeroma mila zima spodbudila aktivnost v gradbenem sektorju v nekaterih državah euroobmočja. Hkrati se je dodana vrednost v industriji (brez gradbeništva) znižala.

Anketni podatki, razpoložljivi do februarja, kažejo zmerno rast na začetku leta.

Tako kazalnik gospodarske klime Evropske komisije kot tudi sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta se v prvih dveh mesecih leta 2016 poslabšala (glej graf 13), čeprav sta še vedno višja od dolgoročne povprečne ravni.

trgovinski menjavi.² Upočasnitev rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih v letu 2015 je delno odtehtalo močno domače povpraševanje v euroobmočju, ki je spodbudilo trgovinsko menjavo v euroobmočju. Tudi povpraševanje iz drugih razvitih gospodarstev (zlasti tistih v Evropi) je bilo razmeroma veliko. Skupaj s pozitivnimi gibanji deviznega tečaja eura od sredine leta 2014 naprej je to podpiralo rast izvoza euroobmočja, zato so izvozniki euroobmočja precej povečali delež na izvoznih trgih.

Izvozna naročila in kazalniki zaupanja kažejo kratkoročno nekoliko umirjena gibanja svetovne trgovinske menjave. Poleg tega se je efektivni devizni tečaj eura v prvih nekaj mesecih leta 2016 okreplil, s čimer se bo v prihodnje zmanjšal pozitiven učinek pretekle depreciacije eura (v obdobju 2014–2015). Ker pa svetovna gospodarska aktivnost postopoma okreva, lahko pričakujemo, da se bo rast izvoza euroobmočja povečala in dobila več zagona skladno z zunanjim povpraševanjem.

Na sektorski ravni je dodana vrednost v sektorju

stоритеv presegla predkrizno raven, v industriji in gradbeništvu pa se to še ni zgodilo (glej graf 12).

Sedanje okrevanje gospodarstva je spodbudila predvsem zasebna potrošnja, s čimer so se okrepile storitvene dejavnosti, tako da je dodana vrednost v tem sektorju zdaj za 3% višja od najvišje predkrizne ravni.³ V industriji (brez gradbeništva) je rast dodane vrednosti leta 2015 zaviralo šibko zunanje okolje in je trenutno pod najvišjo predkrizno ravnijo. Gradbeništvo, ki ga je prizadelo precešnje zmanjšanje aktivnosti zaradi velikih popravkov cen na stanovanjskih trgih po krizi v obdobju 2008–2009 v številnih državah, se je stabiliziralo na nizki ravni. V zadnjem četrletju 2015 se je rast dodane vrednosti v storitvenih dejavnostih še

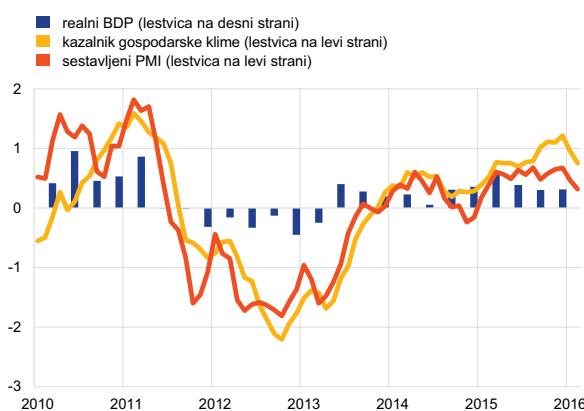
² Glej članek z naslovom »Transmission of output shocks – the role of cross-border production chains« v tej izdaji Ekonomskega biltena.

³ Glej tudi okvir z naslovom »Dejavniki, ki so podpirali sorazmerno močno aktivnost v storitvenih dejavnostih v euroobmočju« v tej izdaji Ekonomskega biltena.

Graf 13

Realni BDP, kazalnik gospodarske klime in sestavljeni indeks vodij nabave v euroobmočju

(lestvica na levi strani: difuzijski indeks in ravnotežja v odstotkih; lestvica na desni strani: medčetrtletne stopnje rasti)



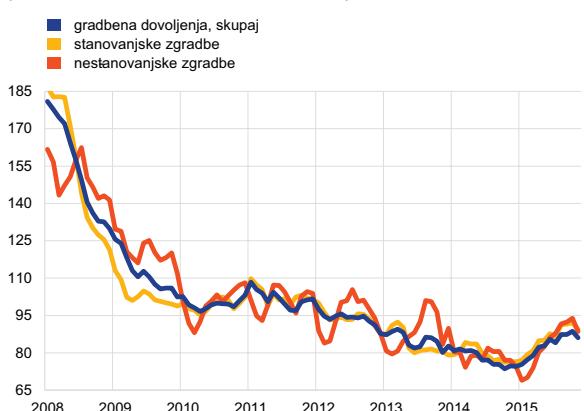
Viri: Markit, GD ECFIN in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za zadnje četrtletje 2015 za realni BDP, za januar 2016 za kazalnik gospodarske klime in za februar 2016 za indeks vodij nabave (PMI). Kazalnik gospodarske klime in PMI sta normalizirana.

Graf 14

Gradbena dovoljenja

(indeks, 2010 = 100, 3-mesečna drseča sredina)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Časovna vrsta je desezonirana, z izjemo gradbenih dovoljenj za nestanovanjske zgradbe, kjer časovna vrsta ni desezonirana.

Zmanjšanje zaupanja je zajelo vse poslovne sektorje in gospodinjstva, povezano pa je bilo s pričakovanji glede povpraševanja in proizvodnje ter z oceno gospodinjstev o njihovem dejanskem ekonomskem stanju.

Rast investicij je v zadnjem četrtletju pridobila

zagon, najverjetnejše zaradi investicij v gradbeno in negradbeno opremo.

Po šibki rasti investicij v drugem in tretjem četrtletju 2015 je večja rast investicij v zadnjem četrtletju zajela vse države euroobmočja. Negradbene investicije bodo v prihodnje po pričakovanjih okrevale ob postopnem naraščanju povpraševanja, ob rasti profitnih marž in nadaljnjem zmanjševanju neizkorisčenih zmogljivosti. Izboljšujejo se tudi pogoji financiranja, podjetja v euroobmočju pa naj bi imela na razpolago večje količine denarja za investicije. Obenem naj bi zelo ugodni pogoji financiranja in nizke hipotekarne obrestne mere skupaj z rastjo razpoložljivega dohodka gospodinjstev okrepili povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah v prihodnjem obdobju in spodbudili gradbene investicije. Znaki krepitve stanovanjskega trga in večje število vlog za izdajo gradbenega dovoljenja v nekaterih državah to sliko tudi potrjujejo (glej graf 14). Poleg tega anketni kazalniki, povezani z gradbeništvom, na začetku leta 2016 kažejo, da se temeljni zagon rasti gradbenih investicij kredi. Kljub temu lahko okrevanje investicij upočasnijo nadaljnje potrebe po razdolževanju podjetij v nekaterih državah, nedavna volatilnost finančnih trgov, slabši gospodarski obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih in slabša pričakovanja investorjev glede dolgoročne rasti.

Zasebna potrošnja, ki je bila glavno gonilo sedanjega okrevanja, se je konec leta 2015 umirila.

To je bilo deloma posledica relativno mile zime in novembrskih terorističnih napadov v Parizu, kar je zaviralno vplivalo na sezonske razprodaje oblačil in porabo energije. Podatki o prodaji v trgovini na drobno in številu registracij novih osebnih vozil za

januar kažejo povečanje zasebne potrošnje in potrjujejo, da je bila upočasnjena rast zasebne potrošnje v zadnjem četrtletju 2015 začasna. Na splošno je zasebno potrošnjo spodbujalo naraščanje realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev, kar je predvsem posledica vse večje zaposlenosti, nižjih cen nafte in precej stabilne stopnje varčevanja. Poleg tega je bilo finančno stanje gospodinjstev postopoma manj zaostreno, zaupanje potrošnikov pa je ostalo razmeroma močno zaradi zmanjševanja stopnje brezposelnosti.

Stopnja brezposelnosti v euroobmočju se še naprej zmanjšuje, vendar ostaja visoka. Januarja 2016 je stopnja brezposelnosti znašala 10,3%, kar je najmanj

od sredine leta 2011 (glej graf 15). Zaposlenost se od leta 2013 vztrajno povečuje in skupna zaposlenost v euroobmočju se je v tretjem četrtletju 2015 povečala več kot za dva milijona. Vse od krize opažamo razhajanje med številom zaposlenih in skupnim številom opravljenih delovnih ur, kar je predvsem posledica cikličnega upada števila delovnih ur delavcev s polno zaposlitvijo in večjega zaposlovanja delavcev, ki delajo s krajšim delovnim časom, zlasti v storitvenih dejavnostih.

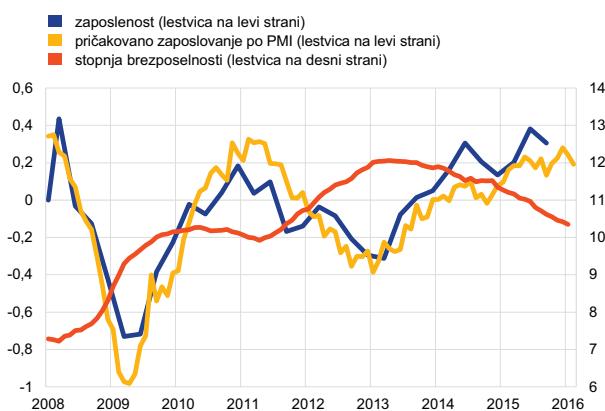
Potreba po širših ukrepih v zvezi z neizkorisčenim potencialom na trgu dela – tistih, ki upoštevajo tudi segmente prebivalstva, ki neprostovoljno delajo s krajšim

delovnim časom ali so se umaknili s trga dela – je še naprej velika. S približno sedmimi milijoni oseb (5% delovne sile), ki trenutno neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom zaradi pomanjkanja zaposlitev za poln delovni čas, in z več kot šestimi milijoni odvrnjenih iskalcev zaposlitve (tistih, ki so prenehali iskati zaposlitev in so se umaknili s trga dela) trg dela v euroobmočju verjetno bolj stagnira, kot bi lahko sklepali samo po stopnji brezposelnosti.

Graf 15

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje in stopnja brezposelnosti

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



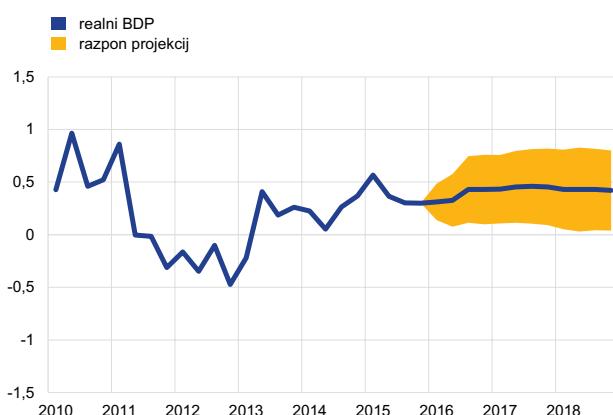
Viri: Eurostat, GD ECFIN in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za tretje četrtletje 2015 za zaposlenost, za januar 2016 za stopnjo brezposelnosti in za februar 2016 za pričakovano zaposlovanje po PMI.

Graf 16

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 10. marca 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

Gospodarsko okrevanje se bo po napovedih krepilo, čeprav ga bo zaviralo šibkejše zunanje povpraševanje od pričakovanega. Gospodarsko rast v euroobmočju bodo kratkoročno zavirali dejavniki, kot so šibkejša rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, krepitev efektivnega deviznega tečaja eura, manjše zaupanje in večja volatilnosti na finančnih trgih. Okrevanje gospodarstva ob podpori domačega povpraševanja naj bi v prihodnje še naprej spodbujali učinki ukrepov denarne politike ECB, ki se še vedno prenašajo v realno gospodarstvo, kot je razvidno iz nadaljnje ublažitve kreditnih pogojev. Domače povpraševanje bodo še dodatno podprtli boljše razmere na trgih dela, nižje cene nafte, rahlo ekspanzivno naravnana fiskalna politika in morebitno okrevanje zunanjega povpraševanja. Gospodarsko okrevanje v euroobmočju hkrati še naprej zavirajo oslabljeni gospodarski obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih in počasno izvajanje strukturnih reform.⁴

Po marčnih projekcijah strokovnjakov ECB bo letna realna rast BDP znašala 1,4% leta 2016, 1,7% leta 2017 in 1,8% leta 2018 (glej graf 16). Popravek realne rasti BDP navzdol v primerjavi z decembrskimi projekcijami je bil predvsem posledica neugodnih učinkov, ki jih imata manjše zunanje povpraševanje in višji efektivni tečaja eura na rast izvoza, ter negativnih posledic povečane volitilnosti na finančnih

⁴ Glej okvir z naslovom »Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnovesji 2016 in izvajanje priporočil posameznim državam iz leta 2015« v tej izdaji Ekonomskega biltena.

trgih in slabših kazalnikov zaupanja. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti predvsem zaradi povečane negotovosti glede gibanj v nastajajočih tržnih gospodarstvih in širših geopolitičnih tveganj.

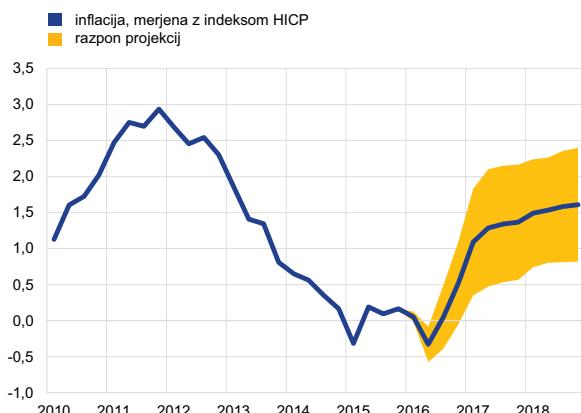
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, februarja 2016 znašala $-0,2\%$, potem ko je bila januarja na ravni $0,3\%$. K znižanju so prispevale vse skupine indeksa HICP. Na podlagi sedanjih terminskih cen energentov je pričakovati, da bo stopnja inflacije v prihodnjih mesecih ostala negativna, proti koncu leta 2016 pa se bo okreplila. Zatem naj bi se ob podpori ukrepov denarne politike ECB in pričakovanem gospodarskem okrevanju inflacija še zvišala. Takšno dinamiko inflacije na splošno kažejo tudi letosnje marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2016 znašala $0,1\%$, v letu 2017 $1,3\%$, v letu 2018 pa $1,6\%$. V primerjavi

z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2015 so bili inflacijski obeti popravljeni navzdol, kar je predvsem posledica znižanja cen nafte v zadnjih mesecih.

Graf 17

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)

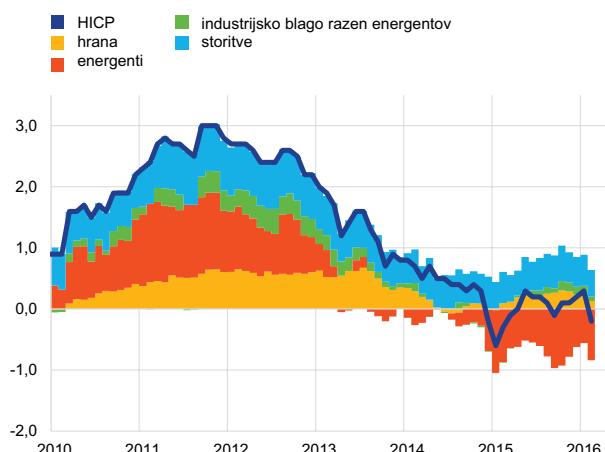


Viri: Eurostat, marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtek 2015 (dejanski podatki) in na zadnje četrtek 2018 (projekcije).

Graf 18

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2016 (prva ocena).

Skupna inflacija se je februarja zopet spustila v negativno območje.

Po Eurostatovi prvi oceni se je skupna inflacija znižala z $0,3\%$ v januarju na $-0,2\%$ v februarju, pri čemer so k znižanju prispevale vse skupine indeksa HICP (glej grafa 17 in 18).

Novejši dodaten upad cen nafte je negativno rast cen energentov potisnil še bolj v negativno območje. Obenem sta se upočasnili tudi zmerna rast cen hrane ter inflacija brez hrane in energentov.

Rast cen energentov še naprej določa dinamiko skupne inflacije.

Medletna rast cen energentov se je po najnižji vrednosti v septembru 2015 ($-8,9\%$) okreplila na $-5,4\%$ v januarju 2016 predvsem zaradi navzgor delajočih baznih učinkov. To je največ prispevalo k okrevanju skupne inflacije z $-0,1\%$ v septembru 2015 na $0,3\%$ v januarju 2016. Ponoven upad cen nafte decembra 2015 in januarja 2016 pa je povzročil, da se je medletna rast cen energentov februarja zopet spustila na $-8,0\%$, kar je predstavljalo približno polovico znižanja skupne inflacije (glej graf 18). Najmočnejši vpliv cen nafte na gibanje cen energentov je opazen pri cenah goriv (glej okvir 6).

Preteklo povečanje rasti cen hrane se je v zadnjih mesecih nadalje izničilo.

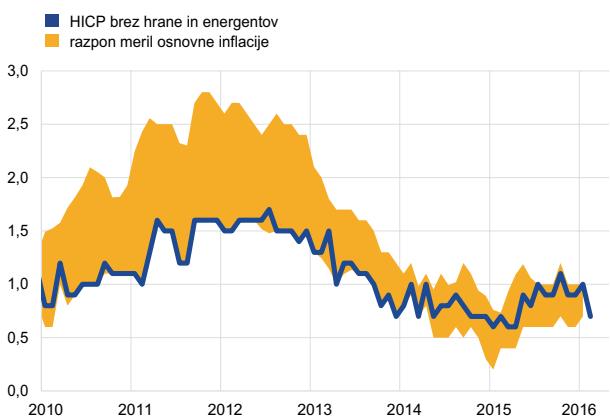
Po trendu naraščanja v večini leta 2015 se je rast cen hrane začela v tretjem četrletju zniževati, in sicer medletno z $1,6\%$ v oktobru 2015 na $0,7\%$ v februarju 2016, kot kažejo Eurostatove prve ocene. K znižanju so skoraj v celoti prispevale cene nepredelane hrane, saj je navzgor delajoči vpliv na cene zelenjave in hrane, ki je izhajal iz nenavadno

vročega lanskega poletja, izginil. Nasprotno se je rast cen predelane hrane v istem obdobju še naprej povečevala. Zgodovinsko gledano je rast cen hrane vseeno še naprej dokaj nizka.¹

Graf 19

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Merila osnovne inflacije zajemajo: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela. Zadnji podatki so za februar 2016 pri inflaciji brez hrane in energentov (prva ocena) in za januar 2016 pri vseh drugih merilih.

Merila osnovne inflacije ne kažejo nikakršnega

jasnega trenda naraščanja. Inflacija brez hrane in energentov se je po naraščanju v prvi polovici leta 2015 med julijem 2015 in januarjem 2016 medletno gibala med 0,9% in 1,1%, tako da je bila veliko bolj stabilna kot skupna inflacija (glej okvir 7). Druga merila osnovne inflacije so v istem obdobju ravno tako ostala razmeroma stabilna (glej graf 19). Februarja se je medletna stopnja inflacije brez hrane in energentov znižala na 0,7%, kar je od aprila 2015 najnižja stopnja. K znižanju so prispevale nižje medletne stopnje rasti cen storitev (1,0% po 1,2% v januarju) in industrijskega blaga razen energentov (0,3% po 0,7% v januarju). Pri razlagi najnovejših podatkov o inflaciji brez hrane in energentov je treba upoštevati, da so lahko medletne stopnje rasti cen storitev in industrijskega blaga razen energentov od meseca do meseca zelo volatilne. Volatilnost lahko na primer izhaja iz velikosti in časa posezonskih razprodaj oblačil in obutve, ki se spreminja, ali iz sezonskih gibanj postavk, povezanih s potovanji. Na gibanje osnovne inflacije

pa lahko vplivajo tudi drugi, bolj temeljni dejavniki, med katerimi je posreden vpliv, ki ga ima novejši dodaten upad cen nafte na znižanje cen (predvsem cen nekaterih storitvenih postavk, povezanih s prevozom). Poleg tega bi lahko nedavna apreciacija efektivnega tečaja eura pomenila, da se pričakovan dvig cen (zlasti cen trajnih proizvodov) po predhodno zabeleženi depreciaciji ne bo v celoti uresničil.

Uvozne cene so nedavno porasle manj, vendar ostajajo glavni vir navzgor delujočih pritiskov iz proizvodne verige.

Leta 2015 je bila rast uvoznih cen proizvodov za široko porabo brez hrane in energentov živahna in je aprila doseгла rekordno 5,6-odstotno stopnjo. Zaradi nedavne apreciacije efektivnega tečaja eura ter tudi zaradi svetovnih dezinflacijskih pritiskov, ki izhajajo iz nižjih cen nafte, pa se je rast uvoznih cen proizvodov za široko porabo brez hrane in energentov od tedaj zmanjšala in je januarja 2016 doseгла 1,6%. Rast uvoznih cen vseeno ostaja glavni vir inflacijskih pritiskov, saj so bili domači pritiski iz proizvodne verige na splošno bolj umirjeni. Rast cen proizvodov za široko porabo razen hrane pri domačih proizvajalcih je bila namreč do januarja 2016 šest mesecev zapored stabilna na ravni 0,2%. Anketni podatki o lastnih in prodajnih cenah do februarja 2016 ravno tako kažejo, da bodo domači cenovni pritiski na ravni proizvajalcev še naprej ostali umirjeni.

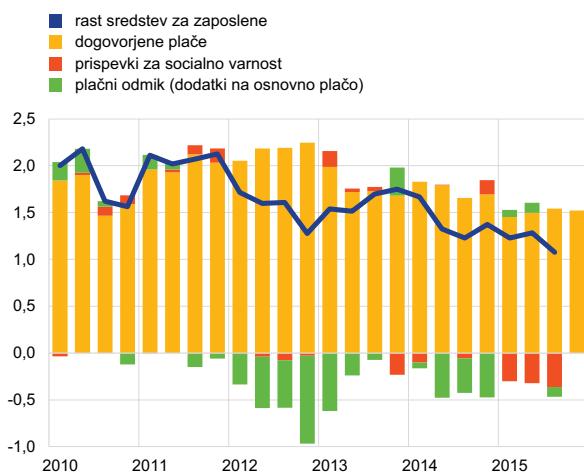
Rast plač je ostala umirjena. Rast sredstev za zaposlene je v prvih treh četrletljih 2015 v povprečju znašala 1,2%, kar je manj kot leta 2014 (1,4%). To je bilo posledica

¹ Vec podrobnosti je v okvirju z naslovom »Najnovejša gibanja cen hrane v euroobmočju«, Ekonomski bilten, številka 6, ECB, 2015.

Graf 20

Gibanje plač v euroobmožju

(medletne spremembe v odstotkih; odstotne točke)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2015 (dogovorjene plače) in na tretje četrletje 2015 (vsi drugi kazalniki).

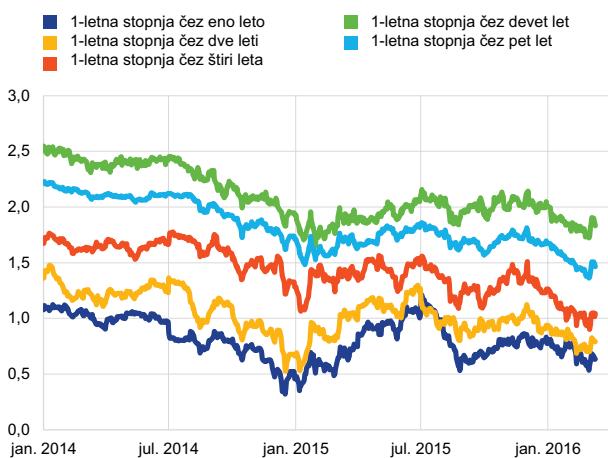
šibkejše rasti dogovorjenih plač (1,5% v letu 2015 po 1,7-odstotni rasti v letu 2014) ter nižjih prispevkov za socialno varnost, kar je bilo povezano predvsem z dejavniki v posameznih državah (glej graf 20). Rast plač najverjetneje zavirajo številni dejavniki, med katerimi so še vedno visoka raven neizkorisčenega potenciala na trgu dela, nizka inflacija in sedanji učinki reform na trgu dela, ki jih je v preteklih letih izvedlo več držav v euroobmožju. Šibka rast plač je bila tudi posledica razmeroma šibke rasti produktivnosti, kar je mogoče deloma pojasniti z dejstvom, da je bila nedavna visoka rast zaposlenosti zabeležena predvsem v storitvenem sektorju, kjer sta produktivnost in raven plač razmeroma nizka.

Tržni kazalniki dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so se od sredine januarja v okolju tržnih pretresov znižali, medtem ko so ostala anketna merila bolj stabilna. Kratkoročni do dolgoročni tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj se še naprej gibljejo na zelo nizki ravni, 5-letna terminska stopnja inflacije čez pet let pa je februarja doseglja novo rekordno nizko vrednost. Izredno nizka raven je deloma posledica razmeroma majhne pripravljenosti vlagateljev na trgu, da bi posedovali finančne instrumente z inflacijsko indeksiranimi denarnimi tokovi. To nakazuje, da je po mnenju tržnih udeležencev zelo malo verjetno, da se bo inflacija kmalu okreplila. Obenem je možno, da so trenutno tržna merila inflacijskih pričakovanj nekoliko izkrivljena zaradi obnovljenih pretresov na trgu in umika k likvidnim naložbam. Tako se je obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let med 18. januarjem 2016 in 9. marcem 2016 znižala z 1,58% na 1,46% (glej graf 21). Kljub nizki dejanski inflaciji in vse nižjim tržnim kazalnikom inflacije pa je tveganje deflacji, kot so ga vračunali trgi, še naprej zelo omejeno. V nasprotju s tržnimi merili pa so anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj, na primer tista iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov in ankete Consensus Economics,

Graf 21

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2016.

stabilnejša in odpornejša proti popravkom kratkoročnih pričakovanj navzdl. Po rezultatih najnovejše ankete ECB znaša povprečna točkovna napoved inflacije čez pet let 1,8%.

Kar zadeva prihodnje obdobje, bo inflacija v euroobmožju v letu 2016

predvidoma ostala nizka, v letih 2017 in 2018 pa naj bi se okreplila. Na podlagi podatkov, ki so bili na voljo sredi marca, marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmožje predvidevajo, da bo inflacija v letu 2016 ostala nizka na ravni 0,1% ter se nato v letu 2017 okreplila na 1,3% in v letu 2018 na 1,6%

(glej graf 17).² Na dinamiko inflacije v obdobju projekcij bo predvidoma največ vplivala rast cen energentov. Prispevek rasti cen energentov bo po napovedih v letu 2016 negativen, vendar naj bi v letu 2017 postal pozitiven zaradi zvišanja cen nafta (v skladu s cenami naftnih terminskih pogodb) in močnih navzgor delajočih baznih učinkov. Osnovna inflacija (merjena na primer z inflacijo brez hrane in energentov) naj bi se v prihodnjih letih postopoma zvišala, saj vse boljše razmere na trgu dela in zmanjševanje prostih zmogljivosti pomenijo višje plače in profitne marže. Zvišanje bodo spodbudili tudi ukrepi denarne politike ECB ter nadaljnji prenos vplivov preteklega znižanja efektivnega tečaja eura. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2015 so bili inflacijski obeti popravljeni navzdol, kar je predvsem posledica nižje rasti cen energentov.

² Glej članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 10. marca 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

5 Denar in krediti

Rast denarja je še naprej močna, rast posojil pa okreveva le postopoma. Rast širokega denarja še naprej spodbujajo predvsem domači viri ustvarjanja denarja. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike so prispevali nizke obrestne mere, ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Stroški financiranja za banke so se ustalili blizu najnižjih vrednosti. Banke kljub velikim razlikam med državami prenašajo ugodne pogoje svojega financiranja naprej v obliki nižjih obrestnih mer. Boljši posojilni pogoji še naprej podpirajo okrevanje rasti posojil. Skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam se je po ocenah v zadnjem četrtletju 2015 še povečal, potem ko je bil v prejšnjih dveh četrtletjih stabilen.

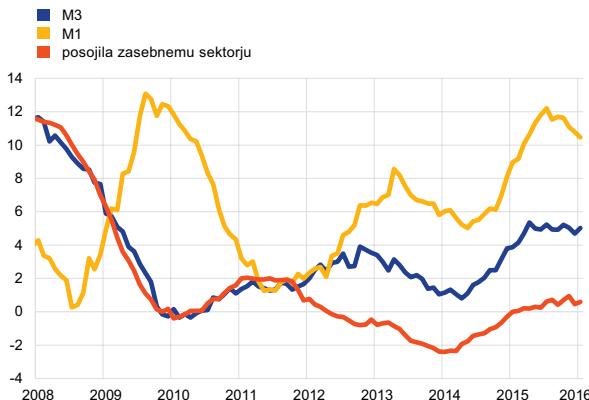
Rast širokega denarja je ostala močna. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 je bila januarja 2016 še naprej močna (5,0%) in enaka kot v zadnjem četrtletju 2015 (glej graf 22). Rast denarja so ponovno podpirale najlikvidnejše komponente širšega denarnega agregata M3. Medletna stopnja rasti agregata M1 se je januarja 2016 zmanjšala, vendar je ostala še vedno visoka. Najnovejša gibanja ožrega denarja kažejo, da se gospodarsko okrevanje v euroobmočju nadaljuje.

Vloge čez noč, ki predstavljajo velik delež agregata M1, so še naprej spodbujale rast agregata M3 (glej graf 23). Zelo nizke obrestne mere še vedno spodbujajo imetja najlikvidnejših komponent agregata M3. To je tudi posledica prilivov, povezanih s prodajo obveznic javnega sektorja, kritih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev s strani nedenarnega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so se nasprotno še naprej zmanjševale, čeprav manj kot v preteklih mesecih. Stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), ki je sicer majhna komponenta M3, je bila na začetku leta negativna kljub okrevanju točk/delnic skladov denarnega trga od sredine leta 2014 dalje.

Graf 22

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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

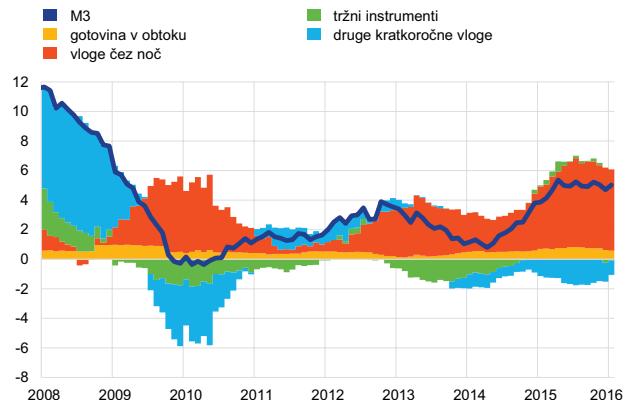


Vir: ECB.
Opomba: Zadnji podatki so za januar 2016.

Graf 23

Agregat M3 in komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki so za januar 2016.

Rast širokega denarja še naprej spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja.

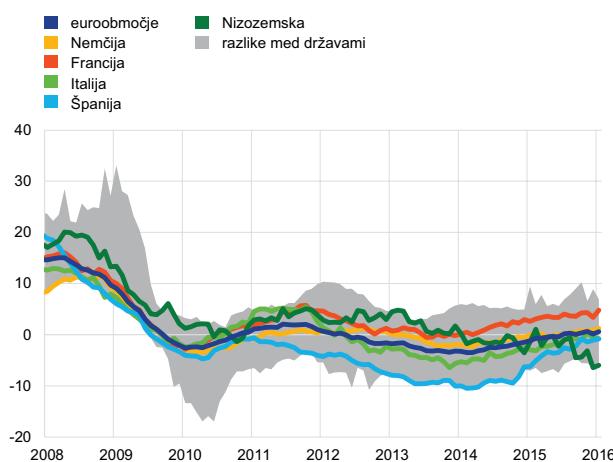
Deloma je to mogoče razložiti z nestandardnimi ukrepi denarne politike ECB. Z vidika nasprotnih strank so bili januarja 2016 največji viri ustvarjanja denarja nakupi obveznic, ki jih je izvedel Eurosistem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, ter umiki iz dolgoročnejših finančnih obveznosti. Precejšen delež navedenega finančnega premoženja je bil odkupljen od denarnih finančnih institucij (DFI) (razen Eurosistema). Medletna stopnja rasti dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (brez kapitala in rezerv) je bila januarja 2016 še naprej močno negativna (-6,9%), enako kot v zadnjem četrletju 2015. To je bilo posledica položne krivulje donosnosti, ki je povezana z nestandardnimi ukrepi denarne politike ECB, s čimer so se zmanjšale spodbude vlagateljem k imetju dolgoročnejšega finančnega premoženja. Še en dejavnik, ki je prispeval k temu, je tudi privlačnost ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja kot alternative dolgoročnemu tržnemu financiranju bank. Ustvarjanje denarja je bilo poleg tega še naprej podprt s krediti DFI zasebnemu sektorju euroobmočja. Neto tuja aktiva sektorja DFI je še naprej zavirala medletno rast agregata M3. To je posledica odlivov kapitala iz euroobmočja in sedanjega uravnoteževanja portfeljev v korist instrumentom zunaj euroobmočja (tj. prodaja državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja).

Posojilna dinamika je začela počasi okrevari, vendar je bančno posojanje še naprej šibko.¹ V zadnjem četrletju 2015 in januarja 2016 je bila medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju na splošno stabilna (glej graf 22). Čeprav je bila medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam še naprej umirjena (glej graf 24), se je precej povečala z najnižje vrednosti iz prvega četrletja 2014. Izboljšanje je bilo

Graf 24

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



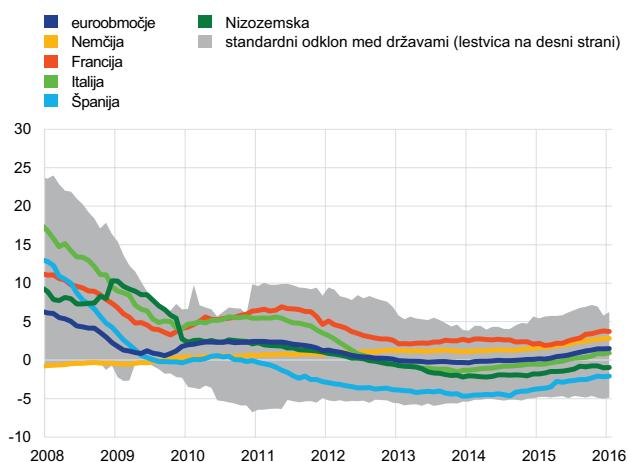
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike med državami so izračunane na podlagi najnižjih in najvišjih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2016.

Graf 25

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike med državami so izračunane na podlagi najnižjih in najvišjih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2016.

¹ ECB je 21. septembra 2015 objavila nove podatke o posojilih, prilagojenih za prodajo in listinjenje, na podlagi izboljšane metode prilagoditve. Več podrobnosti je v okviru z naslovom »New data on loans to the private sector adjusted for sales and securitisation«, Economic Bulletin, št. 7/2015.

na splošno zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še naprej ostale negativne. Tudi medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom (prilagojena za prodajo in listinjenje) se je v zadnjem četrtletju 2015 in januarju 2016 rahlo povečala (glej graf 25). Precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih sta podpirala takšna gibanja. Sedanja konsolidacija bančnih bilanc in vztrajno visoke ravni nedonosnih terjatev v nekaterih državah pa rast posojil še naprej zavirajo.

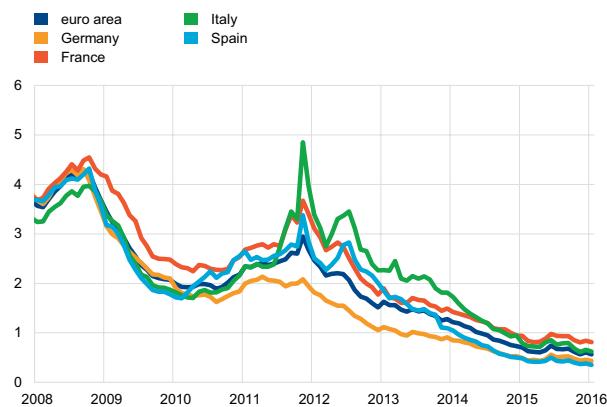
Spremembe v kreditnih standardih in povpraševanju po posojilih so še naprej podpirale nadaljnjo rast posojil. Anketa o bančnih posojilih v euroobmočju januarja 2016 kot pomembne dejavnike večjega povpraševanja po posojilih navaja nizko splošno raven obrestnih mer, večje potrebe po financiranju investicij v osnovna sredstva in obete na stanovanjskem trgu (glej anketo na <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). V povezavi s tem je program nakupa vrednostnih papirjev vplival na neto ublažitev kreditnih standardov in zlasti pogojev kreditiranja. Banke so prav tako poročale, da

se je dodatna likvidnost, pridobljena v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, uporabila za odobritev posojil in nadomestitev financiranja iz drugih virov. Kljub tem pozitivnim gibanjem je dinamika posojil ostala šibka, nanjo pa so še naprej vplivali dejavniki, kot so šibke gospodarske razmere in konsolidacija bančnih bilanc. Poleg tega v nekaterih delih euroobmočja strogi posojilni pogoji še vedno zavirajo ponudbo posojil.

Graf 26

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

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



Viri: ECB, Merrill Lynch Global Index in izračuni ECB.

Opombi: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom v zvezi z novimi posli, tehtano s stanjem. Zadnji podatki so za januar 2016.

Stroški financiranja za banke so kljub prevrednotenju obveznic na začetku leta 2016 ostali blizu najnižjih vrednosti. Skupni stroški bančnega financiranja se že več let zmanjšujejo (glej graf 26) zaradi neto unovčenja dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI. K zmanjšanju skupnih stroškov bančnega financiranja so na splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, krepitev bilančnega položaja in zmanjševanje

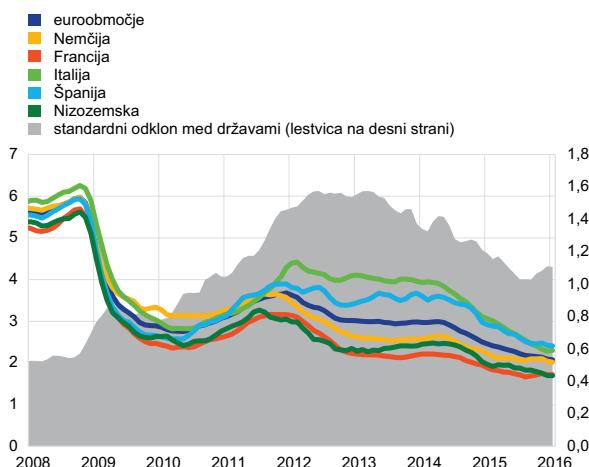
fragmentacije na finančnih trgih. Anketa o bančnih posojilih januarja 2016 medtem kaže, da na področju dostopa bank do financiranja v zadnjem četrtletju 2015, razen pri listinjenju, ni bilo opaziti nadaljnega izboljšanja pri drugih glavnih instrumentih financiranja.

Bančne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile januarja 2016 na splošno stabilne, vendar so se v zadnjih štirih letih precej zmanjšale (glej grafa 27 in 28). Ne glede na novejše znake stabilizacije so se od junija 2014 skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom zmanjšale precej več od tržnih referenčnih obrestnih mer. To je povezano tudi z vedno manjšo fragmentacijo na finančnih trgih euroobmočja in z boljšo transmisijo ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere.

Graf 27

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



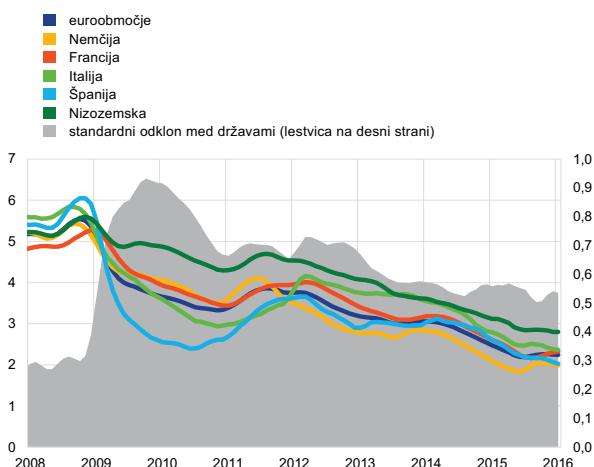
Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2016.

Graf 28

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2016.

Znižanje skupnih posojilnih obrestnih mer so spodbujali tudi manjši skupni stroški bančnega financiranja. Banke so – odkar je ECB junija 2014 najavila sveženj ukrepov za ublažitev kreditnih pogojev – prenašale zmanjšanje stroškov svojega financiranja naprej kot nižje posojilne obrestne mere. Od maja 2014 do januarja 2016 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam euroobmočja zmanjšale za več kot 80 bazičnih točk na 2,09%. V istem obdobju so se skupne obrestne mera za stanovanjska posojila gospodinjstvom zmanjšale za več kot 60 bazičnih točk in januarja 2016 dosegle 2,23%. Od začetka ublažitve kreditnih pogojev se je v euroobmočju zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR). To na splošno kaže, da imajo od novejšega gibanja posojilnih obrestnih mer večje koristi mala in srednje velika podjetjem kot velika podjetja.

Program nakupa vrednostnih papirjev in sveženj ukrepov za izboljšanje kreditnih pogojev sta prispevala k precejšnjemu zmanjšanju razlik med stroški zadolževanja za nefinančne družbe po državah (merjeno s standardnim odklonom). Posojilne obrestne mere bank so se najbolj zmanjšale v ranljivih državah euroobmočja. Kljub določenemu spodbudnemu izboljšanju na področju pogojev kreditiranja v euroobmočju kot celoti pa ostajajo kreditni standardi po državah in sektorjih različni.

Skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam euroobmočja se je po ocenah v zadnjem četrletju 2015 ponovno povečal, potem ko je bil v prejšnjih dveh četrletljih stabilen. Zunanje financiranje nefinančnih družb je zdaj na podobni ravni kot jeseni 2011 (najvišja vrednost po krizi) in konec leta 2004 (pred začetkom obdobja pretirane rasti kreditov). K okrevanju zunanjega financiranja nefinančnih družb od začetka leta 2014 so prispevali krepitev gospodarske

aktivnosti, nadaljnje zmanjšanje stroškov bančnih posojil, ublažitev bančnih posojilnih pogojev in še vedno zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja. Nefinančne družbe so medtem v zadnjem četrtletju 2015 še povečale denarna imetja in dosegle nove najvišje vrednosti. To je povezano z nizkimi oportunitetnimi stroški in večjo negotovostjo na finančnih trgih.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je postaljanuarja 2016 negativno. Zmanjšanje je bilo najverjetnejše posledica visoke volatilnosti na trgu in odloga načrtovanih izdaj. Medletna stopnja rasti zadržanega dobička je bila v tretjem četrtletju lani dvomestna. Zelo verjetno je, da je visoka rast zadržanega dobička v zadnjih mesecih vplivala na neto izdajanje. Izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev je bilo od maja 2015 bistveno šibkejše kot v prvih mesecih lani, ko sta ga spodbujala najava in izvajanje programa nakupa vrednostnih papirjev. Tudi neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb je ostalo od sredine leta 2015 umirjeno.

Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju so se od decembra 2015 zmerno povečali, potem ko so novembra lani dosegli rekordno nizko raven. To je predvsem posledica višjih stroškov lastniškega financiranja zaradi zmanjšanja tečajev delnic, povezano s popravkom globalnih gospodarskih obetov in podjetniškega dobička navzdol. Hkrati so se stroški tržnega dolžniškega financiranja le rahlo povečali.

Javnofinančna gibanja

Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi v obdobju projekcij ostal večinoma nespremenjen, saj naj bi rahlo ekspanzivna fiskalna politika odtehtala vpliv, ki ga imata izboljšanje cikličnih razmer in znižanje obrestnih plačil na zmanjšanje primanjkljaja. Čeprav je mogoče trenutno skupno naravnost fiskalne politike v euroobmočju oceniti kot večinoma ustrezno, je naravnost fiskalne politike v več državah članicah skrb zbujoča z vidika tveganja neskladnosti z zahtevami iz Pakta za stabilnost in rast. Zlasti v močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati, s čimer bi se povečala tudi odpornost proti negativnim šokom.

Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi v obdobju projekcij ostal večinoma nespremenjen, s čimer naj bi se prekinil trend zniževanja, ki se je začel v letu 2011. Strokovnjaki ECB v letošnjih marčnih makroekonomskej projekcijah¹ napovedujejo, da se bo delež javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju ohranil na ravni 2,1% BDP do leta 2017, nato pa se bo v letu 2018 malenkostno znižal za 0,1 odstotne točke (glej tabelo 1). Obeti glede primanjkljaja so se v obdobju projekcij v primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami rahlo poslabšali, med drugim zaradi prenosa popravka nominalnega BDP v letu 2015 navzdol in nekoliko bolj ekspanzivnih ukrepov fiskalne politike.

Tabela 1

Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| a. Skupaj prihodki | 46,6 | 46,8 | 46,6 | 46,3 | 46,0 | 45,9 |
| b. Skupaj odhodki | 46,6 | 49,4 | 49,7 | 48,5 | 48,1 | 47,9 |
| <i>od tega:</i> | | | | | | |
| c. Odhodki za obresti | 2,8 | 2,7 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| d. Primarni odhodki (b – c) | 46,8 | 46,7 | 46,3 | 46,2 | 46,0 | 45,8 |
| Proračunski saldo (a – b) | -3,0 | -2,6 | -2,1 | -2,1 | -2,1 | -2,0 |
| Primarni proračunski saldo (a – d) | -0,2 | -0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Ciklično prilagojeni proračunski saldo | -2,3 | -1,9 | -1,8 | -2,1 | -2,2 | -2,1 |
| Strukturni saldo | -2,2 | -1,8 | -1,7 | -2,1 | -2,2 | -2,1 |
| Bruto dolg | 91,1 | 92,1 | 91,1 | 90,8 | 90,0 | 89,2 |
| Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih) | -0,2 | -0,9 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 1,8 |

Viri: Eurostat, ECB in marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Naravnost fiskalne politike euroobmočja² naj bi bila v obdobju projekcij rahlo ekspanzivna. Rahlo popuščanje skupne naravnosti fiskalne politike euroobmočja je zaradi še vedno šibkega okrevanja mogoče oceniti kot večinoma ustrezno. Popuščanje je predvsem posledica diskrecijskega znižanja davkov in z begunci povezanega povečanja državnih odhodkov, kar naj bi po predvidevanjih

¹ Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje« (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.sl.pdf>).

² Naravnost fiskalne politike se meri kot sprememba strukturnega salda, tj. ciklično prilagojenega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je na primer državna pomoč finančnemu sektorju.

v celoti izravnalo ugoden prispevek ciklične komponente in pozitiven vpliv nižjih obrestnih plačil na nominalni primanjkljaj. Popuščanje naravnosti fiskalne politike naj bi bilo še posebno obsežno v Nemčiji, Italiji in na Nizozemskem, medtem ko naj bi na Irskem in Cipru prišlo do nekaterih dodatnih konsolidacijskih prizadevanj.

Javni dolg v euroobmočju se bo z visoke ravni zmanjšal le postopno. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se počasi zmanjševal z najvišje ravni, dosežene v letu 2014 (92,1% BDP), in do konca leta 2018 dosegel 89,2% BDP. Predvideno zmanjšanje javnega dolga, ki je manjše kot v lanskih decembrskih projekcijah, podpirajo ugodna gibanja na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi predvidenega gospodarskega okrevanja in nizkih obrestnih mer. Poleg tega bodo k spodbudnejšim obetom glede dolga prispevali tudi majhen primarni presežek in negativne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, ki so med drugim odraz kupnin iz naslova privatizacije. Kljub temu naj bi se v nekaterih državah delež javnega dolga v razmerju do BDP v obdobju projekcij povečal. Do leta 2018 bo v veliki večini držav euroobmočja ta delež še naprej precej večji od referenčne vrednosti 60%.

Da bi se raven javnega dolga začela odločno zniževati, so potrebna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja. Močno zadolžene države so ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih še posebno ranljive zaradi še vedno močne povezave med državo kot izdajateljico vrednostnih papirjev in finančnim sektorjem. Poleg tega je njihova sposobnost prilagajanja na potencialne negativne šoke precej omejena. Evropska komisija v nedavno objavljenem poročilu o vzdržnosti javnih financ 2015³ ugotavlja, da je velikemu tveganju glede srednjeročne fiskalne vzdržnosti izpostavljenih osem držav, tj. Belgija, Irska, Španija, Francija, Italija, Portugalska, Slovenija in Finska, in sicer predvsem zaradi visoke stopnje javnega dolga oziroma velikih implicitnih obveznosti. Iz poročila je razvidno, da je treba za odpravo ugotovljenih tveganj v celoti izvesti zahtevane prilagoditve, kot jih določa Pakt za stabilnost in rast. Glede na to je v sklepih Ekonomsko-finančnega sveta, sprejetih 8. marca 2016,⁴ poudarjeno, da morajo države članice zagotoviti vzdržen fiskalni položaj in upoštevati fiskalna pravila EU. Poleg tega se državam toplo priporoča, naj nepričakovane prihodke, ki izhajajo iz sedanjega okolja nizkih obrestnih mer, uporabijo za oblikovanje rezerv in krepitev odpornosti proti prihodnjih šokom.

Da bi države učinkoviteje in trajneje prispevale h gospodarski rasti v srednjeročnem obdobju, morajo svoje ukrepe usmeriti v dobro načrtovano investicijsko porabo ob upoštevanju razpoložljivega fiskalnega manevrskega prostora. Čeprav je kvantificiranje makroekonomskih učinkov navadno precej negotovo, je mogoče pričakovati, da bodo javne investicije pozitivno vplivale na povpraševanje in povečale potencialni proizvod, s tem ko bodo povečale obseg javnega osnovnega kapitala (glej tudi članek z naslovom »Public investment in Europe« v tej številki Ekonomskega biltena).

³ Glej »Fiscal Sustainability Report 2015«, Evropska komisija (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf).

⁴ Glej http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_en_63593031360000000.pdf.

Čeprav je mogoče trenutno skupno naravnost fiskalne politike v euroobmočju oceniti kot ustrezeno, so med posameznimi državami članicami velike razlike, pri čemer se v nekaterih državah, ki nimajo fiskalnega manevrskega prostora, povečuje tveganje neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast. Vlade morajo naravnost svoje javnofinančne politike določiti tako, da bo vzpostavljeni ravnotežje med znižanjem visoke ravni dolga in podpiranjem gospodarskega okrevanja, hkrati pa v celoti izpolnjevati zahteve iz Pakta za stabilnost in rast. Zaželeno je, da države, ki imajo fiskalni manevrski prostor – na primer Nemčija, ki mora upoštevati precešnji vpliv pritoka beguncev na proračun – ta manevrski prostor tudi izkoristijo. Po drugi strani bi morale države, ki nimajo fiskalnega manevrskega prostora, še naprej izvajati potrebne ukrepe za zagotovitev popolne skladnosti s Paktom za stabilnost in rast ter tako odpraviti tveganje za vzdržnost dolga in povečati odpornost proti prihodnjih šokom. Euroskupina je v svoji izjavi z dne 7. marca 2016⁵ ponovila, da obstaja povečano tveganje, da proračun za leto 2016 v nekaterih državah ni skladen z obveznostmi iz Pakta za stabilnost in rast ter da prejšnje zaveze glede zagotavljanja skladnosti s paktom še vedno niso bile prevedene v konkretna dejanja. Od ocene osnutkov proračunskega načrtov, opravljene v novembru 2015, se je število držav, pri katerih je bil ugotovljen obstoj tveganja neskladnosti s paktom, še povečalo. Poleg štirih držav euroobmočja, pri katerih je bil obstoj tveganja ugotovljen že novembra (tj. Italija, Španija, Avstrija in Litva), po mnenju Euroskupine zdaj obstaja tveganje neskladnosti tudi pri Portugalski, kar ocenjuje na podlagi novega osnutka proračunskega načrta, ter pri Belgiji in Sloveniji, potem ko se je ocena tveganja za obe državi v primerjavi z novembrom poslabšala. Poleg tega je bilo pri šestih državah (Franciji, Nizozemski, Latviji, Malti, Finski in Irski) ugotovljeno določeno tveganje odstopanja od zahtev iz Pakta za stabilnost in rast. Čeprav naj bi Francija v letih 2015 in 2016 dosegla svoj ciljni skupni primanjkljaj, strukturna prizadevanja v obdobju do izteka roka iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (tj. leto 2017) precej zaostajajo za zahtevami iz pakta, zaradi česar je ogrožena pravočasna odprava čezmernega primanjkljaja. Čeprav je Nizozemska ocenjena kot država, ki upošteva referenčno vrednost odhodkov, naj bi se njen strukturni primanjkljaj v letih 2015 in 2016 precej poslabšal, zaradi česar naj bi prišlo do odstopanja od srednjeročnega proračunskega cilja za 1,1 odstotne točke.⁶ Na splošno je zelo pomembno, da se instrumenti zgodnjega opozarjanja in korektivni instrumenti, ki jih uvaja okrepljeni javnofinančni okvir, izvajajo v celoti in dosledno.

V nadaljevanju je na kratko predstavljen položaj držav, pri katerih je bilo ugotovljeno tveganje neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast. Poudarek je na njihovem pričakovanem fiskalnem položaju, nadaljnjih ukrepih od novembra 2015 dalje in – kjer je ustrezeno – na zavezah za zmanjšanje primanjkljaja, danih marca v izjavi Euroskupine.

Če pogledamo najprej države, za katere velja korektivni del Pakta za stabilnost in rast, je Euroskupina v marcu ponovno pozvala Španijo, naj izvede dodatne ukrepe,

⁵ Glej http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_63592978500000000.pdf.

⁶ Komisija je ocenila, da so z zahtevami iz Pakta za stabilnost in rast popolnoma skladni proračuni štirih držav (Nemčije, Estonije, Luksemburga in Slovaške) za leto 2016.

s katerimi bo zagotovila odpravo čezmernega primanjkljaja v letu 2016. To kaže, da od novembra ni bilo izvedenih nobenih bistvenih ukrepov. Po zimski napovedi Komisije Španija predvidoma ne bo izpolnila svojih obveznosti iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Pri doseganju ciljnega skupnega primanjkljaja za leto 2016, določenega v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, naj bi zaostajala za 0,8% BDP, njen struktурno prizadevanje pa naj bi v obdobju trajanja postopka (2013–2016) po ocenah precej zaostajalo za potrebnim. V zvezi s tem je Komisija 9. marca 2016 izdala samostojno priporočilo, v katerem je navedla, da bo spomladi na podlagi podatkov, ki jih bo za objavo v aprilu potrdil Eurostat, ponovno ocenila, ali naj se postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem pospeši.

Portugalska svojega čezmernega primanjkljaja po napovedih najbrž ni odpravila do roka (tj. leto 2015). Po zimski napovedi Komisije naj bi skupni primanjkljaj v letu 2015 dosegel 4,2%, kar vključuje precejšnje javnofinančne stroške, povezane s sanacijo banke. Glede na velike zaostanke v struktturnih prizadevanjih nič ne kaže, da bi se izvajali učinkoviti ukrepi, ki bi bili glavni pogoj za podaljšanje roka iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem brez pospešitve samega postopka. Komisija bo stanje glede postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem ponovno ocenila spomladi na podlagi s strani Eurostata potrjenih podatkov o proračunskih rezultatih za leto 2015. Poleg tega je Komisija v svojem mnenju z dne 5. februarja 2016 ocenila, da osnutek proračunskega načrta za leto 2016, ki so ga portugalske oblasti predložile v januarju in spremenile 5. februarja, tvega neskladnost s Paktom za stabilnost in rast. Euroskupina je v svoji izjavi 11. februarja in 7. marca pozvala portugalske oblasti, naj pripravijo dodatne ukrepe, če bi bili potrebni za zagotovitev skladnosti proračuna za leto 2016 s Paktom za stabilnost in rast.

Kar zadeva države v preventivnem delu pakta, je iz zimske napovedi Komisije razvidno, da naj bi Italija v letu 2016 od potrebnih prilagoditev v smeri doseganja srednjeročnega cilja odstopala za 0,8% odstotne točke BDP. Odstopanje je večje kot v lanski jesenski napovedi zaradi dodatne porabe, predvidene v zakonu o stabilnosti iz leta 2016, zaradi česar se je ciljni primanjkljaj zvišal za 0,2% odstotne točke na 2,4% BDP. Na podlagi trenutno razpoložljivih informacij naj bi v letu 2016 obstajalo tveganje precejšnjega odstopanja od zahtev iz preventivnega dela, tudi če bi bila Italiji spomladi omogočena dodatna fleksibilnost. Italija v letih 2015 in 2016 predvidoma ne bo izpolnjevala pravila o zadolženosti. Glede na to je Euroskupina ponovno pozvala k izvedbi potrebnih ukrepov, s katerimi naj bi se zagotovila skladnost proračuna za leto 2016 s pravili Pakta za stabilnost in rast. Komisija je 9. marca italijanske oblasti seznanila s svojimi pomisleki in dala vedeti, da bo spomladi ocenila, ali je treba uvesti postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem zaradi dolga.

Na podlagi zimske napovedi Komisije tudi Belgija v letih 2015 in 2016 predvidoma ne bo izpolnjevala pravila o zadolženosti. Zaradi tega je Euroskupina v marčni izjavi pozvala oblasti, naj sprejmejo potrebne strukturne ukrepe za zagotovitev popolne skladnosti s Paktom za stabilnost in rast, kar je 9. marca v pismu belgijskim oblastem ponovila tudi Komisija. Komisija bo spomladi ocenila, ali je treba uvesti postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem zaradi dolga.

Druge tri države v preventivnem delu pakta, pri katerih je Euroskupina marca ugotovila obstoj tveganja neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast, so

Slovenija, Avstrija in Litva. Slovenija naj bi na podlagi zimske napovedi Komisije svoj čezmerni primanjkljaj vzdržno odpravila do roka (tj. leto 2015), medtem ko struktturna prizadevanja, predvidena za leto 2016, verjetno ne bodo dosegala zahtev iz preventivnega dela. Kar zadeva Avstrijo, naj bi njen strukturni saldo od srednjeročnega proračunskega cilja v letu 2016 odstopal za več kot 0,5% BDP, čeprav bi bilo mogoče obenem oceniti, da to odstopanje ni precejšnje, če upoštevamo stroške v zvezi z begunci. Litva naj bi precej odstopala od zahtev glede referenčne vrednosti odhodkov iz preventivnega dela pakta.

Okvir 1

Upočasnitev rasti produktivnosti dela v ZDA – glavne značilnosti in posledice za gospodarstvo

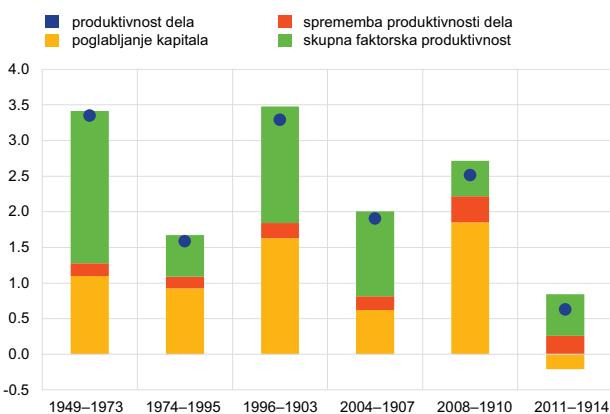
Dolgoročni obeti za gospodarsko rast v ZDA so pomembni za gospodarstvo euroobmočja, saj so ZDA glavni motor svetovne gospodarske aktivnosti. Rast produktivnosti dela v ZDA – glavno gonilo dolgoročne rasti – je v zadnjih letih prese netljivo šibka. To je značilno tudi za mnoga druga razvita in nastajajoča tržna gospodarstva.¹ Razumevanje razlogov za šibkejšo rast produktivnosti v zadnjem obdobju je zato pomembno za pravilno oceno obetov za gospodarsko rast v ZDA in posledično v euroobmočju.

Glavne značilnosti in možne razlage

Graf A

Razčlenitev rasti produktivnosti dela

(prispevki v odstotnih točkah k povprečni medletni spremembi v odstotkih)



Vir: US Bureau of Labor Statistics.

Opomba: Produktivnost dela je opredeljena kot proizvod na opravljeni uro.

V preteklosti se je rast produktivnosti dela (opredeljena kot proizvod na opravljeni uro) v podjetniškem sektorju ZDA precej spremenjala (glej graf A).

Pretekelih desetletij strmo upočasnila (na 1,6%). Vzpon računalniške in komunikacijske tehnologije med leti 1996 in 2003 je povzročil »produktivnostni čudež«, saj se je rast produktivnosti dela v tem obdobju podvojila. Ko je bil pospešek nove tehnologije v glavnem izčrpan, se je v letih pred krizo (2004–2007) ponovno upočasnila na 1,9%. Velika recesija je v letih 2008–2010 privredila do cikličnega odboja, temu pa je sledila zelo skromna rast. Od leta 2011 dalje se ameriška rast produktivnosti dela povečuje samo za približno 0,5% letno, kar je daleč pod dolgoročnim povprečjem 2,5%.

Razčlenitev² rasti produktivnosti dela v ZDA kaže, da je večino upočasnitve mogoče pojasniti z zmanjšanjem prispevka

¹ Glej »The future of productivity«, OECD, 2015, in »Productivity Brief 2015«, The Conference Board, 2015.

² Po neoklasičnem računovodstvu rasti je rast produktivnosti dela mogoče razčleniti v prispevki poglavljajanja kapitala, kakovosti delovne sile in skupne faktorske produktivnosti. Poglavljanje kapitala je opredeljeno kot kapitalske storitve, izpeljane iz obsega fizičnih sredstev in sredstev intelektualne lastnine, deljeno s številom opravljenih delovnih ur. Kakovost (ali sestava) delovne sile meri vpliv sprememb v starostni, izobrazbeni in spolni strukturi delovne sile na učinkovitost opravljenih delovnih ur. Skupna faktorska produktivnost se meri kot Solowov ostanek in izraža povečanje učinkovitosti (zlasti povečanje učinkovitosti in intenzivnosti inputov, uporabljenih v proizvodnji), ki je posledica drugih dejavnikov, kot so nove tehnologije, učinkovitejši poslovni procesi in boljša organizacija.

poglabljanja kapitala, v manjši meri pa tudi z upočasnitvijo rasti skupne faktorske produktivnosti. Slednja se je upočasnjevala že pred svetovno finančno krizo leta 2008, deloma zaradi pojemanja pospeška, ki ga je zagotovila informacijska in komunikacijska tehnologija,³ vendar je recesija, ki je sledila, to upočasnjevanje še dodatno stopnjevala. Nasprotno se je prispevek poglabljanja kapitala med recesijo sprva povečal, saj se je zaradi velikega upada skupnega števila opravljenih ur strmo povečal obseg kapitala na uro. Temu je sledil izrazit upad v negativno območje v obdobju 2011–2014. V zadnjih letih se je prispevek kakovosti delovne sile kot tretje sestavine produktivnosti dela v primerjavi s prejšnjimi desetletji povečeval, morda zato, ker je recesija najbolj prizadela nizko usposobljene delavce, s čimer se je povečala agregatna učinkovitost tistih, ki so ostali zaposleni.

Poglabljanje kapitala narašča najpočasneje v zadnjih več kot 60 letih, kar je predvsem posledica kombinacije strmega zmanjšanja in kasnejšega šibkega okrevanja podjetniških naložb na eni strani ter cikličnega okrevanja v številu opravljenih delovnih ur na drugi. Znižanje stopnje akumulacije kapitala je verjetno predvsem rezultat skromnih obetov za gospodarsko aktivnost ter negotovosti glede tega, ali se bo rast vzdržno vrnila na predrecesijsko raven. Poleg tega je šibko rast naložb v zadnjem obdobju gospodarske ekspanzije verjetno mogoče deloma pojasniti tudi z napakami pri merjenju (predvsem deflatorjev informacijske in komunikacijske tehnologije), kar je privelo do prenizkih ocen rasti realnega BDP in produktivnosti dela.⁴

Skupna faktorska produktivnost je odvisna od več dejavnikov. Ti obsegajo vire, ki so bili porabljeni za inovacije, način, kako se inovacije prenašajo v ostalo gospodarstvo in kako se tržno izkoriščajo, dinamiko podjetij in trga dela, ki določa, kako hitro se inovacije uvajajo, kako dolgo neučinkovita podjetja preživijo in kako lahko delavna sila prehaja v najbolj produktivno uporabo, ter morebitno napačno usmerjenje virov v obdobjih hitre rasti finančnega ali fizičnega premoženja in kreditov.

Upočasnitev rasti skupne faktorske produktivnosti bi bilo mogoče povezati z zmanjšano prožnostjo podjetij, zaradi katere se inovacije počasneje in v manjši meri prenašajo v gospodarstvo. Ker so izdatki za raziskave in razvoj kot tudi število patentnih prijav v zadnjih letih ostali dokaj visoki, ni verjetno, da bi bilo zmanjševanje sredstev za inovacije eden glavnih razlogov za upočasnjevanje rasti skupne faktorske produktivnosti. To potrjuje tudi rastoče število tehničkih odkritij na znanstvenih področjih, kot so robotika in 3D tiskanje. Nasprotno se v ameriškem gospodarstvu, ki je sicer znano po svoji prožnosti – kako lahko je odpreti ali zapreti podjetje in kako fleksibilen je trg dela – pojavljajo znaki, da se je ta dinamika v zadnjih letih zmanjšala. Predvsem se je v zadnji recesiji močno zmanjšalo število novo ustanovljenih podjetij in se od recesije ni bistveno povečalo (glej graf B), kar

³ Glej Fernald, J., »Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession«, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, št. 2012-18, 2012.

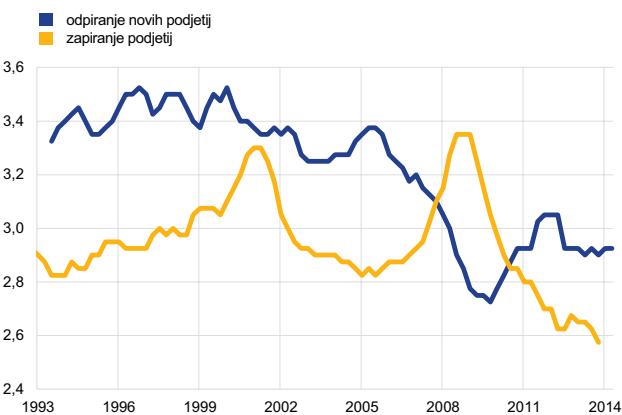
⁴ Glavni razlogi za morebitne napake v merjenju so preusmeritev računalniških naložb od dobrin, proizvedenih doma, k uvoženim dobrinam, manj uspešni odzivi na vse višjo kakovost uvoženih izdelkov, pa tudi učinek spremembe v Intelovi strategiji določanja cen za mikroprocesorje, zaradi katerega je prihajalo do pristranskosti v metodologiji povezanih modelov (matched model methodology). Glej Byrne, D. in Pinto, E., »The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity«, FEDS Notes, 2015 ter Hatzis, J. in Dawsey, K., »Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0.« Goldman Sachs US Economics Analyst, številka 15/30, 2015.

bi bilo lahko povezano s strožjimi pogoji kreditiranja za majhna podjetja, pa tudi z manjšim nagnjenjem k tveganju. Hkrati se je zmanjšalo tudi število podjetij, ki so propadla ali šla v stečaj. Nižja stopnja ustanavljanja in propadanja podjetij lahko pomeni, da obstajajo ovire za usmerjanje sredstev k njihovi najbolj učinkoviti uporabi.

Graf B

Prožnost gospodarstva, merjena s stopnjo rojevanja in umiranja podjetij

(v odstotkih povprečnega števila podjetij v preteklem in tekočem letu; drseča sredina štirih let)

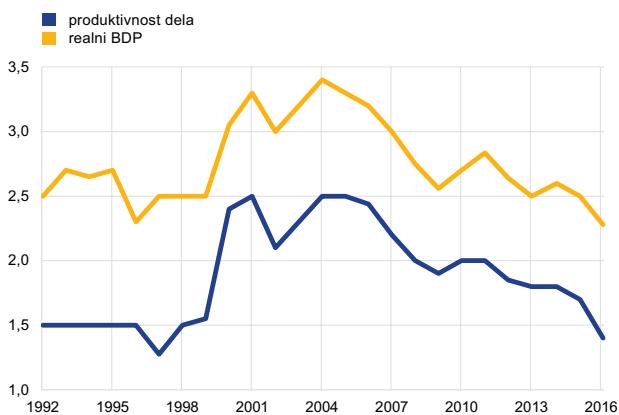


Vir: US Bureau of Labor Statistics.

Graf C

Srednja napoved rasti produktivnosti dela in realnega BDP deset let vnaprej

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Poleg tega je mogoče, da je kopiranje dolga gospodinjstev v času konjunkture na stanovanjskem trgu pred finančno krizo zaviralo rast skupne faktorske produktivnosti v obdobju okrevanja, ker so bili razpoložljivi viri napačno uporabljeni. Dolg gospodinjstev je bil v ZDA previsok večino obdobja od leta 2003 dalje, kar je privedlo do dolgega obdobja razdolževanja.⁵ Mogoče je, da je v tem času pretiranega dolga gospodinjstev stanovanjski sektor poskal preveč virov in tako zniževal rast skupne faktorske produktivnosti.

Posledice za rast potencialnega proizvoda in plač

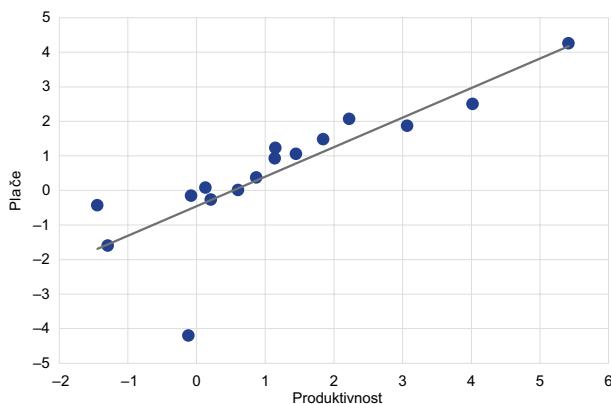
Čeprav so napovedovalci večkrat zaporedoma navzdol popravili svoje ocene rasti produktivnosti dela deset let vnaprej, so ocene še vedno višje od sedanjih zelo nizkih ravni, kar kaže, da bi lahko prišlo do odboja. Anketa Survey of Professional Forecasters že od leta 2004 svojo srednjo napoved dolgoročne rasti realnega BDP in produktivnosti dela popravlja navzdol, tako da ti trenutno znašata 2,3% in 1,4% (glej graf C), v primerjavi z dejansko stopnjo rasti produktivnosti dela, ki od leta 2011 znaša 0,5%. To je skladno z interpretacijo, da bi nekateri dejavniki, zaradi katerih se rast produktivnosti dela upočasnjuje, kot so podjetniška prožnost,

⁵ Glej Albuquerque, B., Baumann, U. in Krustev, G., »US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt«, The B.E. Journal of Macroeconomics Vol. 15, št. 1, 2014.

Graf D

Rast realnih plač in produktivnosti v izbranih panogah

(medletne spremembe v odstotkih; povprečje obdobja: 1999–2014)



Viri: US Bureau of Economic Analysis in izračuni ECB.

Opombe: Graf pokriva 16 panog na podlagi klasifikacij NAICS. Realne plače so izračunane z deflatorjem dodane vrednosti.

lahko vztrajali dalj časa in le počasi okrevali, hkrati pa bodo ciklični dejavniki, še zlasti kar zadeva kapitalske naložbe, predvidoma popuščali hitreje.

Skladno s pričakovano nižjo rastjo produktivnosti glede na dolgoročno povprečje je možno, da bodo nekoliko počasneje kot v preteklosti rasle tudi realne plače. Na dolgi rok bodo realne plače, če ne bo nobenih premikov v deležu dela, po pričakovanjih rasle približno v skladu z rastjo produktivnosti dela.⁶ V večini panog je v obdobju 1999–2014 razvidna pozitivna korelacija med rastjo realne plače na zaposlenega in povprečno rastjo produktivnosti dela (glej graf D), pri čemer realne plače v večini panog rastejo počasneje ali približno enako hitro kot produktivnost dela. V zadnjem obdobju (2011–2014) so tako realne plače kot tudi produktivnost dela rasle počasi.

⁶ Glej tudi Barro, L. in Faberman, J., »Wage Growth, Inflation and the Labor Share«, Chicago Fed Letter, št. 349, 2015.

Okvir 2

Tekoči trendi v gibanju cen nafte

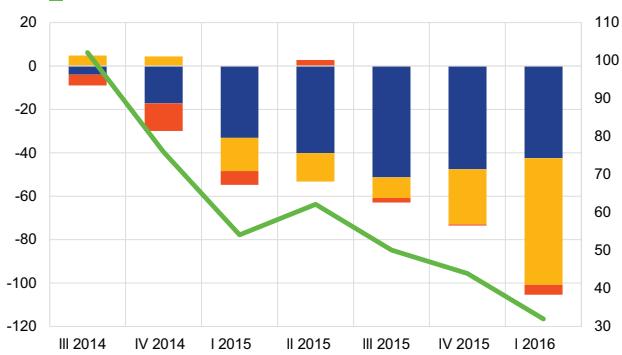
Cene nafte so od julija 2014 upadle za 70%. Dolgoročno gledano je ta upad mogoče razložiti z obsežnimi naložbami v preteklosti in s tehnološkimi inovacijami, zaradi česar se je proizvodnja nafte močno povečala v času, ko se je gospodarska rast že upočasnjevala. Tehnološki preboji so v ZDA sprožili revolucijo s pridobivanjem nafte iz skrilavca, obenem pa so več let visoke cene nafte ob hkratni močni rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih poganjale obsežne naložbe v nafto. Zaradi precejšnjega zamika med naložbami in proizvodnjo je nova ponudba na trg prišla v času, ko povpraševanje po nafti ni več naraščalo. Čeprav je ponudba nafte iz skrilavca začela naraščati že leta 2010, ko je svetovno povpraševanje že začelo upadati (npr. na Kitajskem), so motnje v ponudbi iz glavnih proizvajalk (Libija, Iran, Rusija in Irak), povezane z geopolitičnimi napetostmi, še nekaj let podpirale cene nafte, dokler niso te poleti 2014 strmo upadle. Strateška odločitev kartela OPEC, da kljub pocenitvi ne zmanjša proizvodnje, sprejeta na zasedanju držav članic v novembру 2014, je povzročila, da so cene padle še niže.

Graf A

Razčlenitev cene nafte na osnovi modela

(leva stran: kumulativni prispevki različnih naftnih šokov v odstotnih točkah, julij 2014 = 0; desna stran: nominalne cene nafte v USD za sod)

- ponudba nafte
- agregatno svetovno povpraševanje
- povpraševanje iz previdnosti
- cena nafte



Vir: Izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za januar 2016. Zgodovinske razčlenitve so bile normalizirane tako, da se začnejo z nič v juliju 2014, ko je cena surove nafte Brent začela padati. Zmanjševanje prispevka pomeni, da je posamezen »naftni šok« prispeval k znižanju cene nafte in obratno. »Ponudbeni naftni šok« kaže eksogene spremembe v proizvodnji nafte, »šok agregatnega svetovnega povpraševanja« kaže spremembe v ceni nafte, ki jih endogeno povzročijo gibanja v svetovni gospodarski rasti, »šok previdnostnega povpraševanja po nafti« pa kaže spremembe v pričakovanih glede ravnotežja med ponudbo in povpraševanjem po nafti v prihodnosti, kot se kažejo v ravnini zalog nafte. Razčlenitev temelji na Kilian, L. in Murphy, D.P., »The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil«, Journal of Applied Econometrics, 29(3), 2004, str. 454–78, z uporabo podatkov o ceni nafte, svetovni proizvodnji nafte ter nadomestnih podatkov za svetovne zaloge nafte in svetovno gospodarsko aktivnost.

Čeprav so k padanju cen nafte od leta 2014 dalje prispevali tako dejavniki na strani ponudbe kot tudi na strani povpraševanja, rezultati na osnovi modela kažejo, da je začetni padec povzročilo predvsem povečanje proizvodnje. Nasprotno ima v zadnjem obdobju glavno vlogo povpraševanje (glej graf A). Kot so pokazali izračuni ECB, so približno 60% pocenitve od leta 2014 naprej povzročili ponudbeni dejavniki. Po odboju v prvih dveh četrletjih 2015 je cena nafte zatem ponovno upadla, pri čemer so vse večjo vlogo prevzemali dejavniki povpraševanja. Glavni med njimi je zmanjševanje agregatnega povpraševanja, vseeno pa so v zadnjem času k pocenitvam prispevala tudi nižja cenovna pričakovanja, povezana z rastjo v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ter odločitev OPEC, da ne zmanjša proizvodnje (kar je zajel šok povpraševanja iz previdnosti). Ponudba iz držav OPEC se od sredine leta 2014 trendno povečuje, povpraševanje iz držav nečlanic OECD pa je tekom leta 2015 ostalo močno. Povpraševanje iz držav OECD se je ob koncu leta 2015 zmanjšalo, v glavnem zaradi mile zime v ZDA in Evropi ter zaradi slabše gospodarske klime v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih (glej graf B).

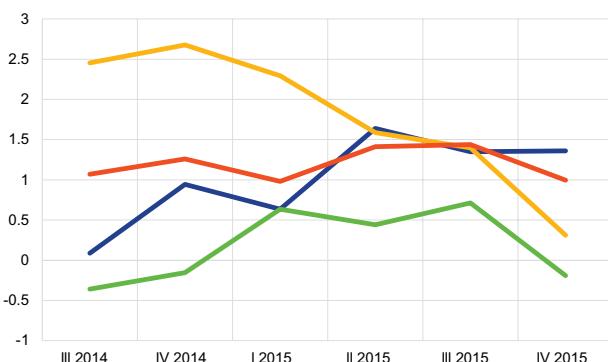
Trajalo bo nekaj časa, preden bo sedanja presežna ponudba porabljena. Prihod ameriške nafte iz skrilavca in nekonvencionalno iskanje nafte nasploh

Graf B

Svetovna ponudba in povpraševanje po nafti

(v milijonih sodov na dan, medletne spremembe v odstotkih)

ponudba iz članic OPEC
ponudba iz nečlanic OPEC
povpraševanje iz nečlanic OECD
povpraševanje iz članic OECD



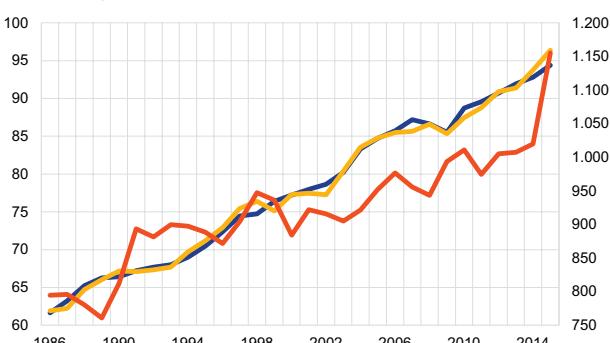
Vir: Mednarodna agencija za energijo (IEA).

Graf C

Povpraševanje, ponudba in zaloge nafte

(leva stran: svetovno povpraševanje po nafti in ponudba nafti v milijonih sodov na dan – spremenljivka toka; desna stran: zaloge srove nafte OPEC v milijonih sodov – spremenljivka stanja)

svetovno povpraševanje po nafti
svetovna ponudba nafti
zaloge srove nafte v državah OECD



Vir: Mednarodna agencija za energijo (IEA).

Opomba: Medletni podatki; zadnji podatki so za leto 2015.

zlasti ameriške naftne iz skrilavca, še naprej vztrajala na visoki ravni. Na strani povpraševanja bi na ceno naftne lahko negativno vplivala upočasnitev gospodarske aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki bi bila močnejša od pričakovane. Glavni tveganji, da bodo cene višje od predvidenih, pa sta možnost, da se zaradi

pomeni strukturni premik na strani ponudbe, zaradi katerega bi cene naftne lahko dalj časa ostale nizke, saj so se zaradi presežne ponudbe, ki je v obdobju 2014–2015 v povprečju znašala skoraj 1,4 milijona sodov na dan, zaloge srove nafte v državah OECD povzpele na rekordne ravni (glej graf C).¹

Sčasoma se vseeno pričakuje ponovno

uravnoteženje. Teoretična spodnjega meja za ceno naftne je povezana z ravnjo mejnih stroškov proizvodnje ameriške naftne iz skrilavca, ki po ocenah znaša okrog 35 USD za sod.²

Kljud temu so v zadnjem letu nekateri načini pridobivanja naftne, kot je ameriška nafta iz skrilavca, še naprej naraščali, čeprav je bila cena naftne nižja od njihovih ocenjenih mejnih stroškov.

To pomeni, da so poleg mejnih stroškov, specifičnih za vsakega od načinov pridobivanja naftne, pomembni tudi drugi dejavniki. Prvič, mejni stroški se močno razlikujejo glede na vrsto naftne in posamezno naftno polje, tako da samo približno kažejo, kdaj bodo nižje cene prizadele proizvodnjo. Drugič, pomembno je upoštevati deflacijo stroškov³ in povečevanje učinkovitosti proizvodnje, kar pomeni, da se mejni stroški lahko znižajo zaradi izboljšanja produktivnosti. Vseeno se je po nekaterih podatkih število naftnih vrtin v ZDA že zmanjšalo, tako da bo proizvodnja sčasoma verjetno upadla.⁴

Sedanja krivulja terminskih pogodb izraža

pričakovanje, da bo cena naftne naslednji dve leti ostala v razponu med 30 in 45 USD za sod. Pri tem so tveganja, da bo cena nižja, povezana predvsem z nadaljnjjim povečanjem svetovne proizvodnje, če bi se iranska nafta na trg vrnila v večjem obsegu, kot je pričakovano. Drugo navzdol usmerjeno tveganje je možnost, da bo proizvodnja iz nečlanic OPEC,

¹ Povprečno svetovno povpraševanje po nafti v obdobju 2014–2015 je znašalo okrog 93,6 milijona sodov na dan, povprečna svetovna ponudba pa 95 milijonov sodov na dan. Presežna ponudba je tako predstavljala okrog 1,5% svetovnega dnevnega povpraševanja po nafti.

² Little, Arthur D., Where now for oil?, Viewpoint, 2015.

³ Deflacija stroškov je splošno znižanje cene proizvodnje naftne, na primer kot posledica večje učinkovitosti proizvodnje ali nižjih stroškov servisiranja (npr. nižji stroški za podizvajalce na vrtini ali za podporne dejavnosti, npr. kartiranje, izdelava, utrditev in vzdrževanje vrtine).

⁴ Baker Hughes, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).

geopolitičnih napetosti proizvodnja zmanjša bolj, kot je pričakovano, ter možnost večjega zmanjšanja proizvodnje, če bodo cene nafte ostale nizke. Za obdobje od leta 2017 naprej sicer še vedno prevladujejo navzdol usmerjena tveganja, vendar je vse več tveganj na strani naraščanja cene, saj bi se potem, ko bo svetovna gospodarska aktivnost začela oživljati, ravnotesje med ponudbo in povpraševanjem zaradi velikega zmanjšanja kapitalskih izdatkov lahko zaprlo hitreje, kot zdaj nakazuje krivulja terminskih pogodb.

Okvir 3

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. oktobra 2015 do 26. januarja 2016

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015, ki sta trajali od 28. oktobra do 8. decembra 2015 oziroma od 9. decembra do 26. januarja 2016.

V obravnavanem obdobju sta obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila ostali nespremenjeni na ravni 0,05% oziroma 0,30%. Obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita je bila z 9. decembrom 2015 znižana za 10 bazičnih točk, in sicer z –0,20% na –0,30%.¹ Dne 16.

decembra 2015 je bila izvedena šesta ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja, v kateri je bilo dodeljenih 18,3 milijarde EUR, v primerjavi s 15,5 milijarde EUR v prejšnji operaciji, izvedeni v septembru. V prvih šestih ciljno usmerjenih operacijah je bilo tako skupaj dodeljenih 417,9 milijarde EUR.² Poleg tega je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice in listinjene vrednostne papirje v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v ciljnem znesku 60 milijard EUR na mesec. Decembra 2015 je Svet ECB sklenil razširiti program nakupa vrednostnih papirjev: mesečni nakupi se bodo predvidoma izvajali do konca marca 2017 oziroma tako dolgo, dokler se gibanje inflacije ne bo trajno približalo cilju, da v srednjeročnem obdobju dosežemo stopnjo inflacije pod 2%, vendar blizu te meje. Poleg tega je Svet ECB sklenil ponovno investirati odplačano glavnico vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer toliko časa, kot bo potrebno.³

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 706,5 milijarde EUR, kar je za 60,1 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. petem in šestem letošnjem obdobju izpolnjevanja

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 operaciji dolgoročnejšega refinanciranja je bila določena na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero, enako obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja.

² Informacije o dodeljenih zneskih v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja so predstavljene v okvirjih v prejšnjih številkah Ekonomskega biltena in na spletni strani ECB: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html

³ Podrobne informacije o razširjenem programu nakupa vrednostnih papirjev so na spletni strani ECB: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html

obveznih rezerv). Večje likvidnostne potrebe so bile skoraj izključno posledica povečanja avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 59,9 milijarde EUR na 593,3 milijarde EUR (glej tabelo).

K rasti povprečnih avtonomnih dejavnikov je prispevalo predvsem povečanje povprečnih dejavnikov umikanja likvidnosti – to so bankovci v obtoku, vloge države in drugi avtonomni dejavniki. Drugi avtonomni dejavniki so v povprečju znašali 563 milijard EUR, kar je 20,5 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju ter predvsem posledica povečanja stanja na računih prevrednotenja. Obseg bankovcev v obtoku se je skladno z običajnimi sezonskimi gibanji povečal predvsem med zimskimi počitnicami. V povprečju je znašal 1.065,3 milijarde EUR, kar je za 11,4 milijarde več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Poleg tega je k povečanju likvidnostnih potreb prispevala tudi povprečna raven vlog države, ki se je v povprečju povečala za 8,3 milijarde EUR na 87,6 milijarde EUR. Rahlo povečanje vlog države je pokazatelj tega, da je nekaj zakladnic sicer pripravljenih sprejeti nižje obrestne mere na trgu, da pa ima večina zakladnic še vedno zelo malo drugih možnosti za investiranje svojih denarnih sredstev na trgu. Z nadaljnjam znižanjem obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita na -0,30% so se povečali stroški, ki jih imajo zakladnice s plasiranjem vlog pri Eurosistem. Po drugi strani se obrestne mere denarnega trga zaradi večje presežne likvidnosti še bolj približujejo ravni obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.

Dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali zaradi nižje ravni neto tuje aktive in nižje ravni neto aktive v eurih. Zmanjšanje neto tuje aktive za 11,4 milijarde EUR je bilo predvsem posledica zmanjšanja ob koncu četrletja v tretjem in zadnjem četrletju 2015. To zmanjšanje je bilo zlasti posledica znižanja vrednosti zlata v ameriških dolarjih, kar je le delno izravnala depreciacija eura v zadnjem četrletju. Poleg tega je neto aktiva v eurih v povprečju znašala 511,0 milijarde EUR, kar je 8,3 milijarde EUR manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Vrednost neto aktive v eurih se je zmanjšala zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za namene denarne politike, in zaradi manjšega povečanja obveznosti nacionalnih centralnih bankah do tujih institucij. Tuje institucije so povečale svoja imetja kljub dodatnemu znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, s čimer se zvišujejo stroški deponiranja pri nacionalnih centralnih bankah. Povečanje je lahko tudi posledica tega, da je na trgu manj drugih zanimivih naložbenih priložnosti.

Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila v obravnavanem obdobju še vedno velika. Volatilnost je bila predvsem posledica močnih nihanj obsega vlog države ter četrletnega prevrednotenja neto tuje aktive in neto aktive v eurih. Volatilnost je ostala približno nespremenjena glede na prejšnje obravnavano obdobje, raven avtonomnih dejavnikov pa se je še naprej zviševala.

Povprečna absolutna napaka v tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov se je v obravnavanem obdobju povečala za 0,8% na 7,2 milijarde EUR, predvsem zaradi napak pri napovedovanju gibanja vlog države. Z naraščanjem presežne likvidnosti in v razmerah vse bolj negativnih kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga je postalo napovedovanje naložbenih aktivnosti zakladnic težje.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

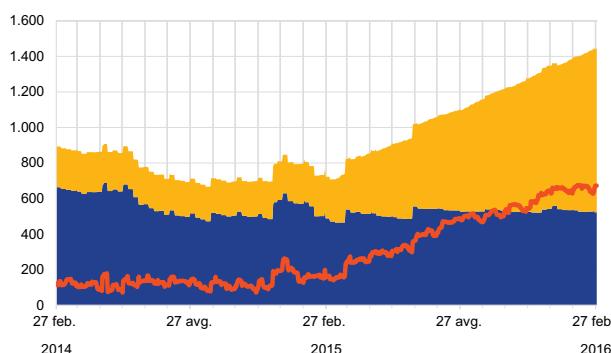
Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga (tj. avkcijskimi postopki in dokončnimi nakupi vrednostnih papirjev) se je povečal za 176,5 milijarde EUR na 1.306,9 milijarde EUR (glej graf). Povečanje je bilo izključno posledica dokončnih nakupov kot del izvajanja denarne politike, predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, avkcijski postopki pa so ostali v obravnavanem obdobju na splošno nespremenjeni.

Graf

Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti

(v milijardah EUR)

- avkcijski postopki
- dokončni portfelji
- presežna likvidnost



Vir: ECB.

Povprečna likvidnost, zagotovljena z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 0,9 milijarde EUR na 532,5 milijarde EUR.

Povečanje povprečne likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, je več kot izravnalo zmanjšanje v rednih operacijah. Tako so se operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja povečale za 2,2 milijarde EUR oziroma 18,3 milijarde EUR. Stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja se je v obravnavanem obdobju povečalo za 19,6 milijarde EUR, najbolj v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, kar je posledica dodelitve ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja decembra 2015.

Povprečna likvidnost, zagotovljena prek dokončnih portfeljev, se je predvsem zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečala za

177,4 milijarde EUR na 774,4 milijarde EUR. Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic in programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev, se je povečala za 156,5 milijarde EUR, za 25,2 milijarde EUR oziroma za 3,3 milijarde EUR.

Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic je znašalo 7,8 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi omenjenega povečanja likvidnosti se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju okreplila za 116,4 milijarde EUR na 600,3 milijarde EUR (glej graf). Presežna likvidnost se je najbolj povečala v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, in sicer za 86,5 milijarde EUR, zaradi nepreklenjenega izvajanja nakupov in le nekoliko večjih avtonomnih dejavnikov. V sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost povečala manj, in sicer za 49,0 milijarde EUR. K razmeroma majhnemu povečanju je prispevalo predvsem povečanje avtonomnih dejavnikov, s čimer se je delno absorbiralo povečanje stanja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev.

Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo predvsem v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 81,0 milijarde EUR na 527,9 milijarde EUR. Povečanje je bilo manj izrazito v sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, in sicer v povprečju za 28,5 milijarde EUR v primerjavi s 63,3 milijarde EUR v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Povečala se je tudi povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita, čeprav manj, in sicer za 35,3 milijarde EUR na 185,7 milijarde EUR.

Tabela

Likvidnostna situacija v Eurosistemuh

| | 28. oktober 2015 do 26. januar 2016 | 22. julij do 27. oktober 2015 | 8. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv | 7. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv |
|--|--|--|--|--|
| Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR) | | | | |
| Avtonomni likvidnostni dejavniki | 1715,8 | (+40,1) | 1675,7 | 1720,1 |
| Bankovci v obtoku | 1065,3 | (+11,4) | 1053,9 | 1072,8 |
| Vloge države | 87,6 | (+8,3) | 79,3 | 82,5 |
| Drugi avtonomni dejavniki | 563,0 | (+20,5) | 542,5 | 564,8 |
| Instrumenti denarne politike | | | | |
| Tekoči računi | 527,9 | (+81,0) | 446,9 | 557,1 |
| Obvezne rezerve | 113,2 | (+0,2) | 113,0 | 113,3 |
| Mejni depozit | 185,7 | (+35,3) | 150,4 | 196,6 |
| Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) |
| Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR) | | | | |
| Avtonomni likvidnostni dejavniki | 1122,9 | (-19,6) | 1142,5 | 1123,7 |
| Neto tuja aktiva | 611,9 | (-11,4) | 623,2 | 611,6 |
| Neto aktiva v eurih | 511,0 | (-8,3) | 519,3 | 512,1 |
| Instrumenti denarne politike | | | | |
| Operacije odprtega trga | 1306,9 | (+176,5) | 1130,4 | 1350,3 |
| Avkcijski postopki | 532,5 | (-0,9) | 533,4 | 538,5 |
| Operacije glavnega refinanciranja | 69,1 | (-2,2) | 71,3 | 71,6 |
| 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja | 55,3 | (-18,3) | 73,6 | 51,6 |
| Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja | 408,1 | (+19,6) | 388,5 | 415,3 |
| Dokončni portfelji | 774,4 | (+177,4) | 597,0 | 811,8 |
| Prvi program nakupa kritih obveznic | 20,6 | (-1,6) | 22,2 | 20,5 |
| Drugi program nakupa kritih obveznic | 9,8 | (-0,8) | 10,5 | 9,6 |
| Tretji program nakupa kritih obveznic | 140,2 | (+25,2) | 114,9 | 144,4 |
| Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev | 123,1 | (-5,4) | 128,5 | 122,9 |
| Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev | 15,2 | (+3,3) | 11,9 | 15,5 |
| Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja | 465,5 | (+156,5) | 308,9 | 498,8 |
| Mejno posojilo | 0,1 | (-0,2) | 0,4 | 0,2 |
| Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR) | | | | |
| Agregatne likvidnostne potrebe | 706,5 | (+60,1) | 646,5 | 710,1 |
| Avtonomni dejavniki ¹⁾ | 593,3 | (+59,9) | 533,5 | 596,8 |
| Presežna likvidnost | 600,3 | (+116,4) | 483,9 | 640,2 |
| Gibanja obrestnih mer (v odstotkih) | | | | |
| Operacije glavnega refinanciranja | 0,05 | (+0,00) | 0,05 | 0,05 |
| Mejno posojilo | 0,30 | (+0,00) | 0,30 | 0,30 |
| Mejni depozit | -0,25 | (-0,05) | -0,20 | -0,30 |
| Povprečje EONIA | -0,184 | (-0,055) | -0,130 | -0,227 |

Vir: ECB.

* Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

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).

Gibanja obrestnih mer

Obrestne mere denarnega trga so se v obravnavanem obdobju še zmanjšale zaradi znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita na –0,30%. Na nezavarovanem trgu je EONIA povprečno znašala –0,184%, tako da je bila nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju (–0,130%). Potem ko je bila EONIA v sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv skoraj nespremenjena, se je znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita za 0,10 odstotne točke (z začetkom veljavnosti od osmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv) skoraj v celoti prelilo v obrestno mero EONIA, ki se je znižala za 0,091 odstotne točke. V okviru nadaljnjega povečevanja presežne likvidnosti je prenos na obrestne mere denarnega trga potekal gladko. Poleg tega so se obrestne mere čez noč na zavarovanem trgu znižale skladno z obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita na raven, ki je bila še bliže obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita. Povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling⁴ so se pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižale na –0,246%, pri razširjeni košarici pa na –0,238%, kar je 0,059 oziroma 0,055 odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

⁴ Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

Okvir 4

Dejavniki, ki so podpirali sorazmerno močno aktivnost v storitvenih dejavnostih v euroobmočju

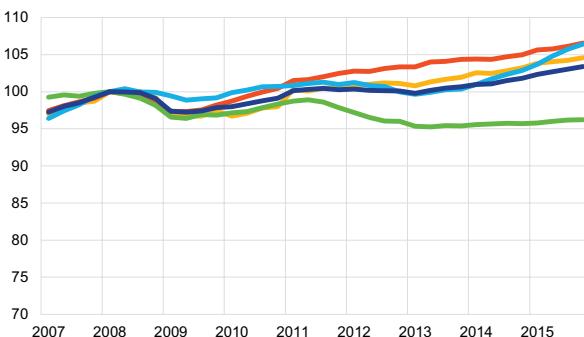
Storitvene dejavnosti so glavno gibalo okrevanja v euroobmočju od prvega četrtletja 2013 dalje, pri čemer se zastavlja vprašanje, kateri dejavniki so podpirali sorazmerno močno aktivnost v tem sektorju.¹ Storitvene dejavnosti skupaj (tržne in netržne storitve) predstavljajo okoli tri četrtine skupne dodane vrednosti v euroobmočju. Skupna dodana vrednost v storitvenih dejavnostih po obsegu vztrajno raste in dosega najvišje vrednosti, potem ko je v prvem četrtletju 2013 dosegla najnižjo točko (glej graf A). Tržne storitve so predstavljale skoraj 90% skupne rasti dodane vrednosti v storitvenih dejavnostih euroobmočja od prvega četrtletja 2013 dalje. Nasprotno je bila leta 2015 dodana vrednost v industriji euroobmočja (vključno z gradbeništvom) še vedno skoraj 10% pod najvišjo vrednostjo iz začetka leta 2008 (glej graf B). Če pogledamo največje države euroobmočja, je slika podobna, glavni izjemi pa sta sorazmerno šibka skupna dodana vrednost v storitvenih dejavnostih v Italiji in najvišja dodana vrednost v industriji v Nemčiji v zadnjih četrtletjih.

Graf A

Skupna dodana vrednost v storitvenih dejavnostih v euroobmočju in štirih največjih državah euroobmočja

(I 2008=100; desezoniran in za število delovnih dni prilagojen verižni obseg)

| | |
|-------------|---------|
| euroobmočje | Italija |
| Nemčija | Španija |
| Francija | |



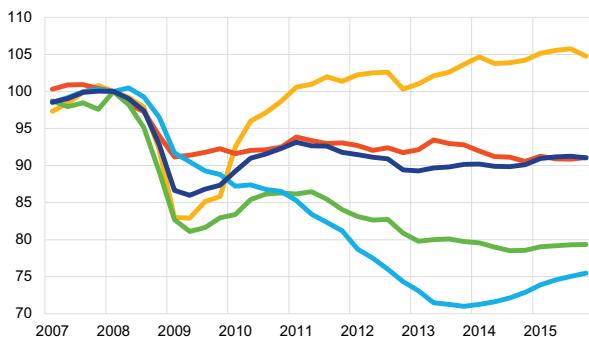
Vir: Eurostat

Graf B

Dodana vrednost v industriji v euroobmočju in štirih največjih državah euroobmočja

(I 2008=100; desezoniran in za število delovnih dni prilagojen verižni obseg)

| | |
|-------------|---------|
| euroobmočje | Italija |
| Nemčija | Španija |
| Francija | |



Vir: Eurostat

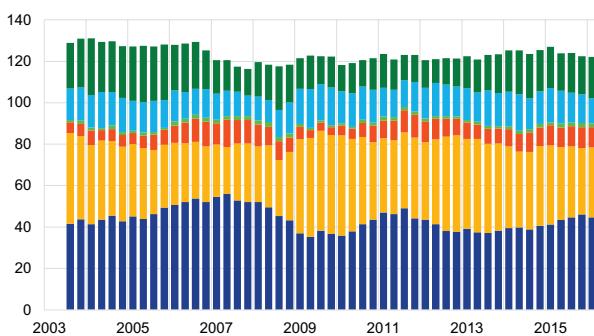
¹ Za podrobnejši opis gibanja po sektorjih v euroobmočju glej članek z naslovom »Euro area sectoral activity since 2008«, Monthly Bulletin, maj 2014.

Graf C

Dejavniki, ki omejujejo storitveno poslovanje v euroobmočju

(v odstotkih vseh anketirancev)

- nobeden
- nezadostno povpraševanje
- pomanjkanje delovne sile
- pomanjkanje prostora oziroma opreme
- finančne omejitve
- drugi



Vir: Evropska komisija.

Opomba: Vsota presega 100%, ker lahko podjetja navedejo več kot en dejavnik, ki omejuje poslovanje.

Četrtletna anketa Evropske komisije o poslovnih tendencah v storitvenem sektorju euroobmočja prikazuje dejavnike, ki spodbujajo ali zavirajo aktivnost na področju tržnih storitev. V anketi je zastavljeno vprašanje: »Kateri glavni dejavniki trenutno omejujejo vaše poslovanje?«, anketiranci pa so lahko izbrali več od naslednjih odgovorov: »nobeden«, »nezadostno povpraševanje«, »pomanjkanje delovne sile«, »pomanjkanje prostora oziroma opreme«, »finančne omejitve« in »drugi dejavniki«. Dejavniki so predstavljeni kot delež skupnega števila anketirancev.

Čeprav se je povpraševanje povečalo, ostaja glavni dejavnik, ki po poročanju podjetij v sektorju tržnih storitev euroobmočja zavira poslovanje, v primerjavi z letom prej pa je mogoče opaziti ublažitev finančnih omejitev. Med okrevanjem skoraj polovica storitvenih podjetij ne poroča o omejitvah v poslovanju, kar nakazuje tudi kazalnik odsotnosti dejavnikov, ki omejujejo poslovanje, ki je januarja 2016 znašal 45% (glej graf C). Kljub temu od zadnjega

četrtletja 2012 vztrajno raste. To je posledica stopnje izkorščenosti zmogljivosti v storitvenih dejavnostih, ki se od zadnjega četrtletja 2012 prav tako vztrajno povečuje. Januarja 2016 je tretjina anketiranih podjetij poročala o »nezadostnem povpraševanju«. Pomanjkanje povpraševanja je torej edina najpomembnejša ovira v sektorju tržnih storitev, čeprav se njegov pomen v zadnjem letu zmanjšuje. Daleč najpomembnejši kategoriji, o katerih so poročala storitvena podjetja, sta bili »nobeden« in »nezadostno povpraševanje« (kar je običajno ter velja tudi za predelovalne dejavnosti in gradbeništvo). Tretji najpogostejši odgovor, ki je januarja letos dosegel 20%, je bila kategorija »drugi dejavniki«, ki je bila pogostejša kot v obdobju recesije med letoma 2011 in 2013. Storitvena podjetja so izkoristila

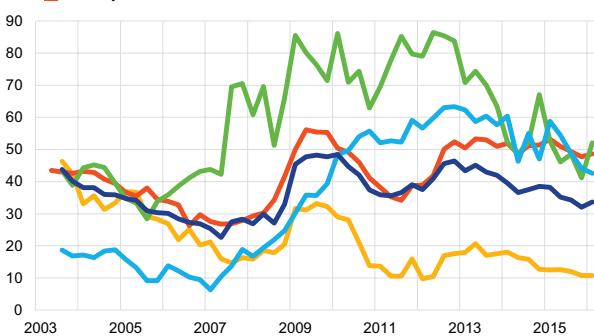
izboljševanje finančnih razmer, saj jih je v primerjavi s 16% pred enim letom januarja letos 12% poročalo, da so »finančne omejitve« omejevalni dejavnik. Izboljšanje za 4 odstotne točke je bilo podobno veliko kot izboljšanje kazalnika povpraševanja v istem obdobju. O »pomanjkanju delovne sile« je poročalo 10% storitvenih podjetij, »pomanjkanje prostora oziroma opreme« pa sta navedla le okoli 2%.

Graf D

Kazalnik nezadostnega povpraševanja po storitvah v euroobmočju in štirih največjih državah euroobmočja

(v odstotkih vseh anketirancev)

- euroobmočje
- Italija
- Nemčija
- Španija
- Francija



Vir: Evropska komisija.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2016.

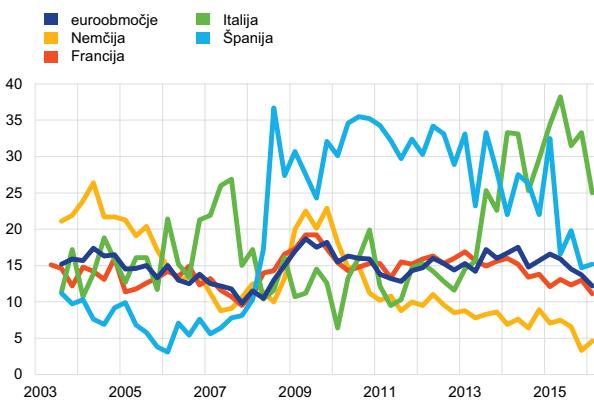
Navedene omejitve, s katerimi se soočajo storitvena podjetja v euroobmočju kot celoti, prikrivajo izrazite razlike na ravni posameznih držav. Med štirimi največjimi državami euroobmočja je dejavnik »nezadostno povpraševanje« zelo omejen v Nemčiji, medtem ko je v drugih treh državah pomembnejši, saj je tam pomanjkanje povpraševanja navajala okoli polovica podjetij (glej graf D). Še en dejavnik, ki je bil letos januarja v Nemčiji bolj ali manj odsoten, so

»finančne omejitve«, medtem ko je v Italiji četrtina storitvenih podjetij poročala, da finančne razmere še naprej omejujejo poslovanje (glej graf E). Od januarja 2015 so »finančne omejitve« manj pomembne v Španiji, kjer so dosegle podobno raven kot v Italiji. Nasprotno je eno od petih nemških storitvenih podjetij poročalo o »pomanjkanju delovne sile« kot dejavniku, ki omejuje storitvene dejavnosti, ta kazalnik pa ostaja nizek v Italiji in Španiji (glej graf F).

Graf E

Kazalnik finančnih omejitev v storitvenih dejavnostih v euroobmočju in štirih največjih državah euroobmočja

(v odstotkih vseh anketirancev)

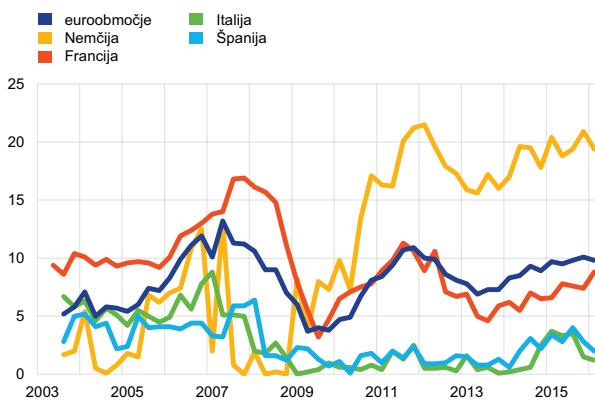


Vir: Evropska komisija.

Graf F

Kazalnik pomanjkanja delovne sile v storitvenih dejavnostih v euroobmočju in štirih največjih državah

(v odstotkih vseh anketirancev)



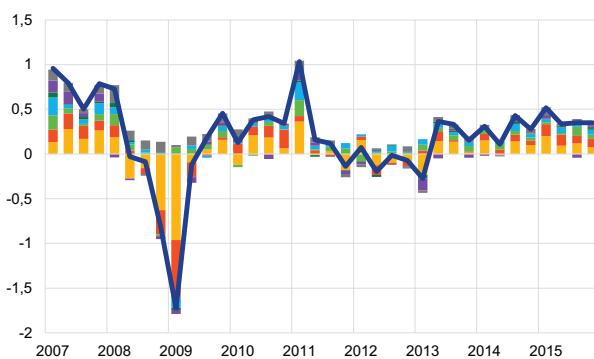
Vir: Evropska komisija.

Graf G

Prispevek k skupni rasti dodane vrednosti storitev v euroobmočju

(medčetrtletna rast v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah)

- skupna rast dodane vrednosti v storitvenih dejavnostih
- trgovina, promet, gostinstvo
- strokovne in poslovne storitve ter podpora
- nepremičnine
- storitve na področju informacijske in komunikacijske tehnologije
- umetnost, zabava in druge storitve
- finance in zavarovalništvo
- netržne storitve



Vir: Eurostat.

V storitvenih dejavnostih so razlike izrazite tudi na bolj dezagregirani ravni.

V zadnjih četrletjih je o odsotnosti omejevalnih dejavnikov v storitvenih dejavnostih poročala okoli polovica podjetij v sektorju skladiščenja in spremljajočih prometnih dejavnosti, poslovanja z nepremičninami ter računalniškega programiranja, svetovanja in sorodnih dejavnosti, kar kaže, da okrevarje spodbujajo predvsem te panoge tržnih storitev. Tretjina skupne rasti dodane vrednosti v storitvenih dejavnostih euroobmočja je od prvega četrtletja 2013 namreč prišla iz trgovine, prometa in gostinstva, skoraj četrtina pa iz strokovnih, poslovnih in podpornih storitev (glej graf G). Prispevek storitev na področju nepremičnin ter informacijske in komunikacijske tehnologije k skupni rasti storitvene dodane vrednosti euroobmočja od prvega četrtletja 2013 se meri v dvomestnih številkah. Januarja so o finančnih omejitvah poročala zlasti telekomunikacijska podjetja (eno od petih podjetij), zaposlovalne dejavnosti pa so poročale o pomanjkanju delovne sile (40%, kar je največ, od kar se ta podatek zbira od tretjega četrtletja 2003, pri čemer

se zaposlovalne dejavnosti nanašajo na dejavnosti zaposlitvenih podjetij in agencij za začasno zaposlovanje ter drugih podjetij, ki se ukvarjajo s kadrovanjem).

Gledano v celoti ostaja nezadostno povpraševanje najpomembnejši posamezni dejavnik, ki zavira storitvene dejavnosti na ravni euroobmočja, čeprav na ravni držav in podsektorjev prispevajo tudi drugi dejavniki. Dejavniki, ki omejujejo storitveno poslovanje in o katerih podjetja v sektorju tržnih storitev sorazmerno pogosto poročajo, so finančne omejitve v Italiji in pomanjkanje delovne sile v Nemčiji.

Okvir 5

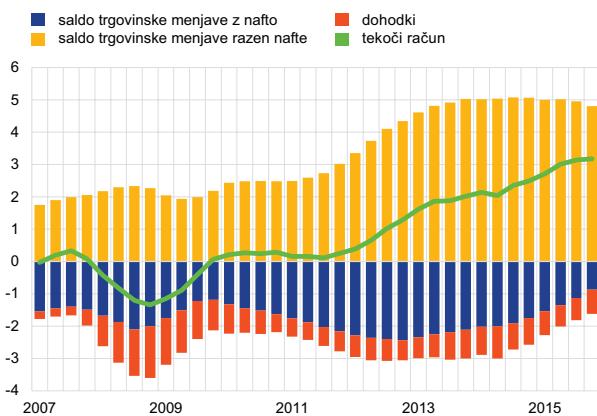
Vpliv nižjih cen nafte na presežek tekočega računa euroobmočja

V tem okvirju je opisan vpliv nedavnega znižanja cen nafte na saldo tekočega računa euroobmočja in posameznih držav euroobmočja.¹ Postopno zniževanje cen nafte se je začelo leta 2012 in se je strmo pospešilo v drugi polovici leta 2014. Od sredine leta 2014 do konca leta 2015 se je cena nafte znižala za okoli 55% v ameriških dolarjih in 45% v eurih. Ker je euroobmočje neto uvoznik nafte, zniževanje cen nafte pomeni izboljšanje pogojev menjave. Zaradi razmeroma neelastične narave povpraševanja po nafti je zniževanje cen nafte ponavadi povezano z boljšim naftnim saldom in saldom tekočega računa euroobmočja. Enako velja za posamezne države euroobmočja, ki so trenutno vse neto uvoznice nafte.²

Neposredni vpliv zniževanja cen nafte na tekoči račun ponavadi le deloma odtehtajo posredni učinki, kot so večje povpraševanje po uvozu drugega blaga razen nafte zaradi močnejše domače gospodarske aktivnosti ter manjšega izvoza blaga in storitev euroobmočja v države izvoznice nafte.

Graf A
Razčlenitev salda tekočega računa euroobmočja

(v odstotku BDP; povprečje štirih četrletij; ni desezonirano)



Vira: Eurostat in ECB.

Opombe: Razčlenitev izvoza in uvoza na naftne komponente in druge komponente razen nafte temelji na Eurostatovih statističnih podatkih o zunanjih trgovini. V trgovino z drugimi komponentami razen nafte so vključene storitve. Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2015.

Naftni saldo euroobmočja se je od sredine leta 2014 izboljšal za skoraj 1% BDP, zato se je presežek tekočega računa povečal z okoli 2% na dobrih 3% BDP (glej graf A). Zmanjšanje stroškov uvoza nafte je približno skladno z mehaničnim učinkom zniževanja cen nafte določene velikosti ob nespremenjenem obsegu neto uvoza. Kar zadeva druge komponente tekočega računa, se je skupni saldo dohodkov v tem obdobju le rahlo izboljšal, saldo blagovne menjave razen nafte pa je bil razmeroma stabilen.³ Nasprotno je bilo izboljšanje tekočega računa v preteklih letih zlasti posledica izboljšanja salda blagovne menjave razen nafte, ki je bilo posledica zunanjega uravnovešenja v euroobmočju. Z dolgoročnejšega vidika je mogoče večji del sedanje prilagoditve tekočega računa v višini okoli 4,5% BDP od leta 2008 pojasniti s povečanjem izvoza euroobmočja zaradi močnejšega svetovnega povpraševanja in izboljšane konkurenčnosti, v začetnih obdobjih pa tudi z zmanjšanjem uvoza.

¹ Vpliv nižjih cen nafte na inflacijo in gospodarsko aktivnost je predstavljen v okvirju z naslovom »The recent oil price decline and the euro area economic outlook«, Economic Bulletin, številka 1, ECB, 2015.

² V tem okvirju naftni saldo ustreza neto trgovinski menjavi iz kategorije 33 Standardne mednarodne trgovinske klasifikacije (SMTK), tj. nafta, naftni derivati in sorodni materiali. Nekatere države, ki imajo rafinerije naftne, na primer Grčija in Nizozemska, hkrati beležijo precejšnji bruto uvoz in izvoz iz te kategorije.

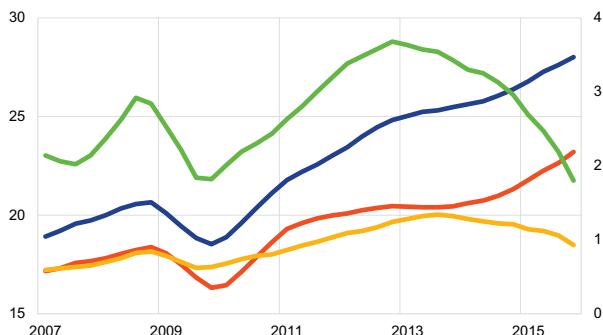
³ Skupni saldo dohodkov obsega primarne (predvsem neto dohodke od naložb) in sekundarne dohodke (neto transferje).

Graf B

Razčlenitev uvoza in izvoza euroobmočja

(v odstotku BDP; povprečje štirih četrletij; ni desezonirano)

- izvoz razen nafte
- izvoz nafte (lestvica na desni strani)
- uvoz razen nafte
- uvoz nafte (lestvica na desni strani)



Vira: Eurostat in ECB.

Opombe: Razčlenitev izvoza in uvoza na naftne komponente in druge komponente razen nafte temelji na Eurostatovih statističnih podatkih o zunanji trgovini. V trgovini z drugimi komponentami razen nafte so vključene storitve. Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2015.

V zadnjih letih se je uvoz razen nafte v euroobmočju okreplil in rasel nekoliko hitreje kot izvoz razen nafte (glej graf B). Vrednost uvoza blaga in storitev razen nafte v euroobmočju je spodbudilo tekoče okrevanje domačega povpraševanja v euroobmočju.

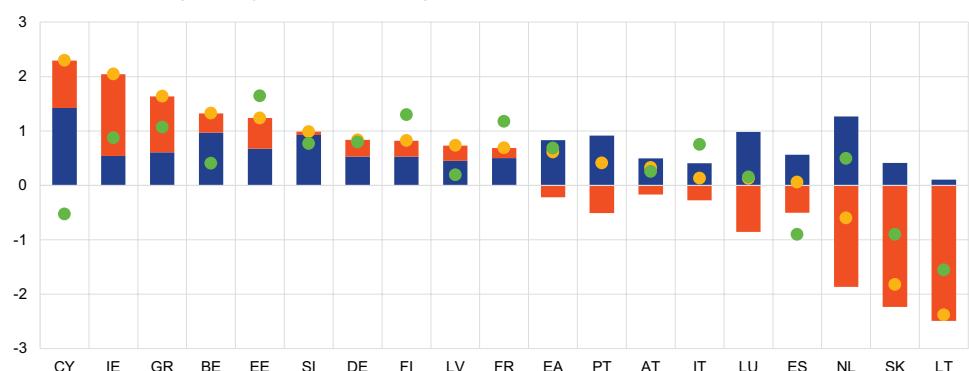
Novejše znižanje cen nafte je povzročilo tudi precejšnje izboljšanje tekočega računa v številnih posameznih državah euroobmočja (glej graf C). Od leta 2014 do leta 2015 se je primanjkljaj v trgovinski menjavi z nafto zmanjšal v vseh državah euroobmočja, in sicer od 1,4% BDP na Cipru do 0,1% BDP v Litvi. V številnih državah euroobmočja je bilo izboljšanje neto salda trgovinske menjave z nafto najpomembnejši dejavnik, ki je vplival na gibanje tekočega računa leta 2015. Tudi rast nemškega presežka tekočega računa v tem obdobju lahko pojasnimo predvsem z zmanjšanjem primanjkljaja trgovinske menjave z nafto.

Graf C

Razčlenitev sprememb v saldu blagovne menjave in sprememb v saldu tekočega računa med letoma 2014 in 2015

(v odstotkih BDP)

- saldo trgovinske menjave z nafto
- saldo trgovinske menjave razen nafte
- skupni saldo blagovne menjave
- saldo tekočega računa



Vira: Eurostat in ECB.

Opombe: Saldo blagovne menjave je pridobljen iz Eurostatovih statističnih podatkov o zunanji trgovini. Za države euroobmočja se izmerjena spremembna nanaša na razliko med povprečjem štirih četrletij do tretjega četrletja 2015 in rezultatom za leto 2014. Zadnji podatki so za tretje četrletje 2015 za države euroobmočja in za zadnje četrletje 2015 za euroobmočje.

Če povzamemo, zaradi nedavnega znižanja cen nafte se je presežek tekočega računa euroobmočja povečal za skoraj 1% BDP. Sodeč po gibanjih cen nafte na terminskih trgih se bo cena nafte v prihodnjih letih postopoma povečevala.⁴ Če se to uresniči, bi se lahko izboljšanje tekočega računa euroobmočja, povezano z nafto, srednjeročno deloma obrnilo (glej okvir 2).

⁴ Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, na spletni strani <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

Okvir 6

Cene nafte in maloprodajne cene energentov v euroobmočju

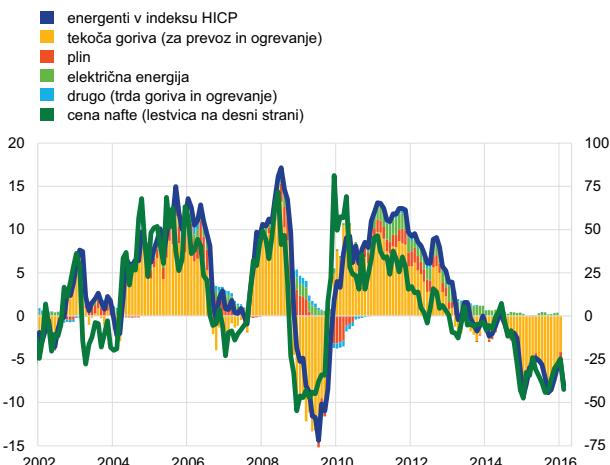
Izredno velik negativen vpliv, ki ga imajo trenutno cene energentov na skupno inflacijo, merjeno z indeksom HICP, je predvsem posledica sprememb v eurskih cenah nafte (glej graf A). Med gibanjem cen surove nafte in gibanjem skupnih maloprodajnih cen energentov sicer ni tesne povezave, vendar sta si dokaj blizu. Intenzivnost in časovni potek sogibanja se namreč po posameznih komponentah energentov spremenjata.¹ V kontekstu nedavnega strmega padca cen nafte so v

tem okvirju obravnavani nekateri relevantni dejavniki, ki lahko vplivajo na avtomatičnost, velikost in časovni potek sogibanja med cenami nafte in maloprodajnimi cenami energentov v euroobmočju. Ker se lahko ti dejavniki po posameznih podskupinah cen energentov razlikujejo, so ocenjeni ločeno za tekoča goriva, plin in električno energijo.

Graf A

Cene nafte in skupina energentov v indeksu HICP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, Bloomberg, BIS in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2016 (prva ocena za HICP, razčlenitev podatkov ni na voljo).

Na gibanje maloprodajnih cen tekočih goriv vpliva neposreden, popoln in hiter prenos cen surove nafte. Prenos je mogoče običajno izmeriti v roku nekaj tednov.²

Zelo kratkoročno lahko rafinerijski in distribucijski stroški in marže nekoliko ublažijo gibanje cen surove nafte, vendar dolgoročneje izkazujejo bolj stabilno in neodvisno gibanje. Cene bencina, rafinerijski in distribucijski stroški in marže so se na primer od druge polovice leta 2015 rahlo zvišali, vendar so to gibanje absorbirale zelo velike spremembe cen surove nafte (glej graf B). Precejšen delež v končni maloprodajni ceni tekočih goriv predstavlja posredni davki.

Trošarine so določene kot eurocent za liter, zato ne beležijo nobenega sogibanja s cenami nafte. Davek na dodano vrednost pa se zaračunava kot odstotek cene, ki vključuje trošarine, zato beleži sogibanje s cenami nafte. Upad maloprodajnih cen tekočih goriv v euroobmočju za približno 25% od julija 2014 je posledica več ali manj popolnega prenosa velikega padca eurskih cen surove nafte (za več kot 60%).³

¹ Glej Structural Issues Report 2010 z naslovom »Energy markets and the euro area macroeconomy« (objavljeno tudi kot ECB Occasional Paper Series, št. 113). Glej zlasti razdelek 3.2 z naslovom »Direct first-round effects«.

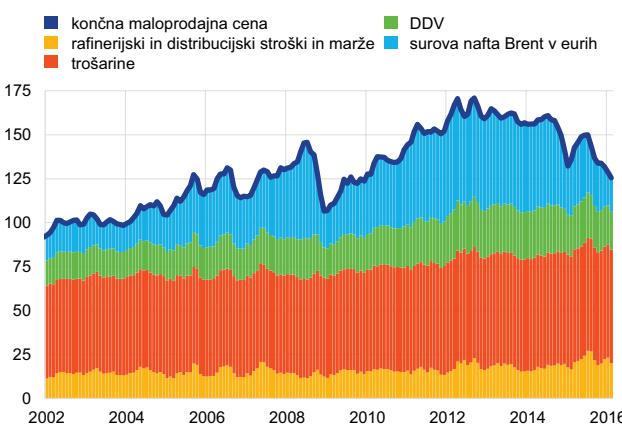
² V euroobmočju se v povprečju prenese 75% cenovnih sprememb v roku treh tednov in več kot 90% v roku petih tednov. Glej Meyler, A. »The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices«, Energy Economics, letnik 31, št. 6, november 2009, str. 867–881.

³ Velik delež trošarin pomeni, da je elastičnost maloprodajnih cen v razmerju do cene nafte (tj. odstotna sprememba maloprodajnih cen kot odziv na določeno odstotno spremembo cene nafte) pri nizki/visoki ravni cene nafte razmeroma majhna/velika.

Graf B

Razčlenitev maloprodajnih cen bencina

(v centih za liter)



Viri: BIS, Bloomberg, Oil Bulletin Evropske komisije in izračuni ECB.

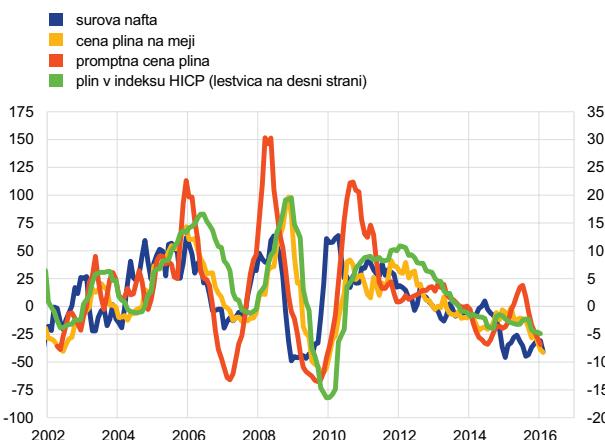
Na maloprodajne cene plina vplivajo predvsem veleprodajne cene plina, ki pa se ne sogibajo nujno s cenami nafte. Običajno so bile veleprodajne cene plina v Evropi, zlasti pogodbene cene plina na meji, vezane z dolgoročnimi pogodbami na ceno nafte z zamikom približno treh do šestih mesecev. Z razvojem promptnega trga v Evropi pa je ta povezava postala manj očitna, kar nakazuje na morebitno oslabitev povezave med gibanjem maloprodajnih cen plina in cen surove nafte. Delež veleprodajnih cen plina, vezanih na ceno nafte, se je med letoma 2005 in 2014 zmanjšal z 80% na 30%.⁴ Kljub zrahljanju te povezave pa so se veleprodajne cene plina v zadnjih letih zniževale vzporedno s cenami surove nafte (glej graf C). Vseeno je to bolj posledica ravnovesja med ponudbo in povpraševanjem na trgu plina v Evropi kot avtomatične povezave z gibanjem cen nafte.⁵ Omrežni in distribucijski stroški v zvezi s plinom ter davki

povzročajo razcep med veleprodajno in maloprodajno ceno plina, podobno kot pri cenah tekočih goriv.⁶ Spremembe veleprodajnih cen plina se prenesejo naprej s kratkim zamikom treh do šestih mesecev. Zamik v prenosu obenem pomeni, da se distribucijski stroški in marže ponavadi sprva zmanjšajo, ko veleprodajne cene porastejo, oziroma obratno, vendar se zatem zopet obrnejo. Od julija 2014 so se veleprodajne cene plina v euroobmočju znižale za 33%, maloprodajne cene plina pa za približno 5%.⁷

Graf C

Cene surove nafte ter veleprodajne in maloprodajne cene plina

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Bloomberg, BIS, Haver Analytics in izračuni ECB.

Maloprodajne cene električne energije nimajo neposredne povezave z gibanjem cen nafte, ker obstajajo različni načini proizvodnje. Glavni načini proizvodnje električne energije v euroobmočju so uporaba fosilnih goriv, na primer plina ali premoga oziroma lignita, izraba obnovljivih virov energije, na primer vode, sonca in vetra, ter jedrska fisija. Nafta se redko uporablja za proizvodnjo električne energije, vendar obstaja zaradi sogibanja cen nafte in plina določena korelacija s cenami električne energije, ki pa je precej šibkejša in ima večji zamik kot pri cenah

⁴ Glej Wholesale Gas Price Survey – izdaja 2015, International Gas Union. Glej tudi Quarterly Report on European Gas Markets, Evropska komisija, letnik 8, številka 3; tretje četrletje 2015.

⁵ Zaradi transportnih stroškov (potrebne so zmogljivosti, da se plin utekočini in zopet uplini) so priložnosti za mednarodno arbitražo (npr. z ameriškim plinom) dokaj omejene in dobičkonosne samo v primeru, da je razlika v ceni velika.

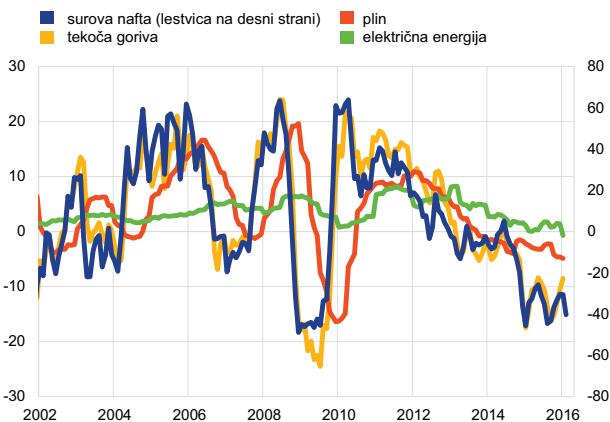
⁶ V letih 2014 in 2015 so veleprodajne cene plina v povprečju predstavljale približno 40% maloprodajnih cen plina, distribucijski stroški in marže so predstavljali okrog 33%, davki in dajatve pa le dobrih 25%, kot kažejo izračuni ECB na podlagi podatkov Eurostata in Haver Analytics.

⁷ Maloprodajne cene plina so se znižale v vseh državah euroobmočja, vendar z razlikami v velikosti znižanja, kar je bilo deloma posledica regulatornih sprememb v posameznih državah.

Graf D

Cene surove nafte in komponente maloprodajnih cen energentov

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Bloomberg, BIS in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2016 (cene surove nafte) in januar 2016 (komponente energentov v indeksu HICP).

tekočih goriv in plina (glej graf D). Poleg tega je korelacija zabeležena predvsem v državah, kjer plin predstavlja dokaj velik delež v proizvodnji električne energije. V euroobmočju so leta 2014 (zadnje leto, za katero so na voljo Eurostatovi podatki) stroški energije in dobave v povprečju predstavljali skoraj 40% cene električne energije, približno 25% so predstavljali omrežni stroški, ostalo – približno 33% – pa davki in dajatve. Od julija 2014 so se maloprodajne cene električne energije v euroobmočju zvišale (za okrog 1%), vendar so se na začetku leta 2016 medletno malenkostno znižale.

Gledano v celoti je trenutno negativna inflacija, merjena z maloprodajnimi cenami energentov, posledica znižanja cen nafte, kar deluje predvsem prek maloprodajnih cen tekočih goriv. Maloprodajne cene tekočih goriv (za prevoz in ogrevanje) – ki predstavljajo približno polovico skupine energentov – beležijo najbolj neposredno, najtesnejšo in najhitrejšo

povezavo s cennimi nafte. Maloprodajne cene plina in zlasti električne energije imajo ponavadi manj neposredno in šibkejšo povezavo ter se odzivajo z zamikom. Na podlagi cen nafte, plina in električne energije ter na podlagi tržnih terminskih cen bodo imele maloprodajne cene energentov – ne samo tekočih goriv, ampak tudi plina – najverjetneje še naprej negativen vpliv na inflacijo v letu 2016, medtem ko bodo ostale maloprodajne cene električne energije najverjetneje umirjene.

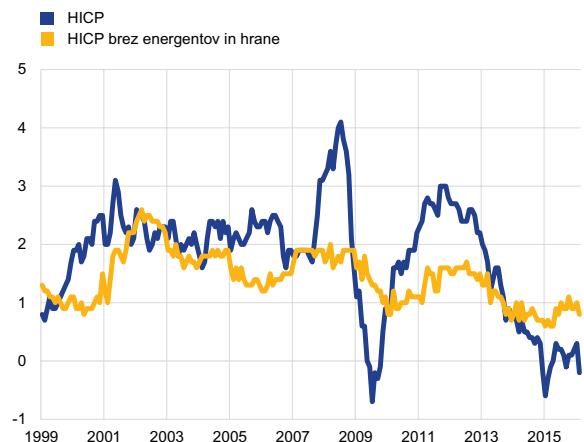
Okvir 7

Razmerje med inflacijo ter inflacijo brez energentov in hrane

Graf A

Inflacija ter HICP inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

HICP ter HICP brez energentov in hrane v euroobmočju



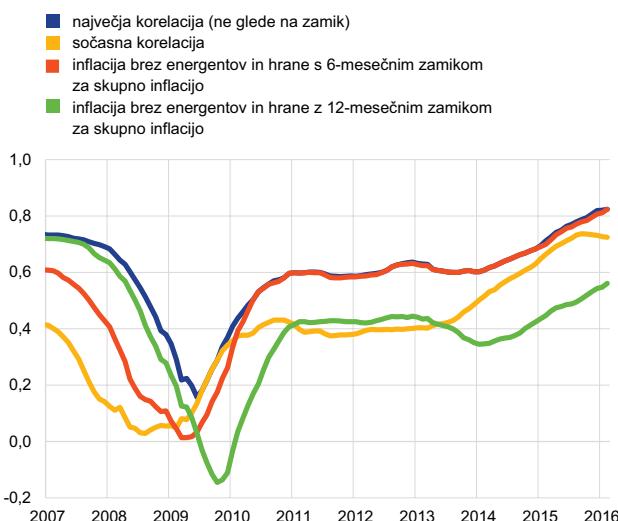
Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2016.

Graf B

Korelacija in struktura zamika med skupno inflacijo ter inflacijo brez energentov in hrane

(koeficient korelacije)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Korelacje so izračunane v 8-letnem drsečem časovnem okviru. Rezultati so kvalitativno podobni pri drugih časovnih razponih, na primer pri 5-letnem drsečem časovnem okviru.

Medtem ko je inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, od konca leta 2014 zelo nizka ali celo negativna, se je inflacija brez energentov in hrane v istem obdobju gibala na ravni blizu 1% (glej graf A). Velika razlika med skupno inflacijo ter inflacijo brez hrane in energentov ni nekaj izjemnega, vendar je bila v preteklosti pogosteje zabeležena obratna dinamika (skupna inflacija je bila višja). Ob padcu skupne inflacije pod raven inflacije brez energentov in hrane od leta 2014 dalje se je povečalo zanimanje za razmerje med temu dvema meriloma ter za vlogo, ki jo ima slednje merilo v ekonomski analizi v okviru strategije denarne politike ECB.

Inflacija brez energentov in hrane ter skupna inflacija se ponavadi dokaj tesno sogibata, pri čemer prva zaostaja za slednjo. Zamik, pri katerem ima inflacija brez energentov in hrane najtesnejšo korelacijo s skupno inflacijo, je od finančne krize postal krajsi. Za ponazoritev tega graf B kaže, da je po krizi postalo sogibanje s 6-mesečnim zamikom (rdeča črta) tesnejše kot sogibanje z 12-mesečnim zamikom (zelena črta). Dejstvo, da inflacija brez energentov in hrane zaostaja za skupno inflacijo na kratki rok je povezano predvsem z razliko v hitrosti transmisije cenovnih šokov na trgu primarnih surovin v različne komponente HICP. Naftni šok se na primer skoraj takoj prenese v komponento energentov v indeksu HICP in s tem v skupno inflacijo, pri prenosu v druge komponente indeksa HICP pa obstaja zamik in poteka prek posrednih in sekundarni učinkov. Krajši zamik, pri katerem se v zadnjih letih pojavlja največja korelacija, najbrž kaže na nekoliko hitrejši prenos, vendar bi lahko pomenil zgolj istočasnost in isto smer naftnih šokov in drugih šokov, ki vplivajo na druge komponente indeksa HICP razen energentov.

Inflacija brez energentov in hrane slabo napoveduje gibanje skupne inflacije v kratkih časovnih obdobjih, vendar je lahko bolj informativna kot skupna inflacija pri srednjeročnih inflacijskih trendih.

Slabša napovedovalna uspešnost inflacije brez energentov in hrane na kratki rok je posledica dejstva, da zaostaja za skupno inflacijo. V tabeli je prikazan koren povprečne kvadratne napake pri napovedih skupne inflacije čez 3, 6, 12 in 24 mesecev za skupno inflacijo ter inflacijo brez energentov in hrane. Pri krajsih časovnih razponih, na primer 3 in 6 mesecev, trenutna skupna inflacija daje natančnejše napovedi kot trenutna inflacija brez energentov in hrane, medtem ko je slednja uspešnejša pri napovedovanju skupne inflacije čez 12 in 24 mesecev. To je skladno s scenarijem, kjer enkratni šoki, ki vplivajo na raven cen in izhajajo iz sprememb cen surovin, učinkujejo na skupno inflacijo samo v naslednjih 12 mesecih, nimajo pa vpliva v daljših časovnih obdobjih. Statistična ugotovitev, da inflacija brez energentov in hrane bolje napoveduje srednjeročne inflacijske pritiske, izhaja iz dejstva, da je prisotnega manj šuma kot pri skupni inflaciji, kot kažejo vsa merila volatilnosti v tabeli. Inflacija brez energentov in hrane je tako koristna, kadar želimo zanemariti kratkoročne šoke.

Tabela

Srednja vrednost, volatilnost in napovedovalna moč skupne inflacije, januar 1999–februar 2016

| | Srednja vrednost | Volatilnost | | | Napovedovalna moč skupne inflacije pri različnih časovnih razponih | | | |
|------------------------------------|------------------|-----------------------------|-------------------|----------------------|--|------------------|-------------------|--------------------|
| | | Povprečna stopnja inflacije | Standardni odklon | Koeficient variacije | Srednja absolutna sprememba | KPKN 3 meseci | KPKN 6 mesecev | KPKN 12 mesecev |
| Skupna inflacija | 1,79 | 0,95 | 0,53 | 0,18 | 0,50 | 0,75 | 1,18 | 1,36 |
| Inflacija brez energentov in hrane | 1,43 | 0,46 | 0,32 | 0,11 | 0,91 | 0,95 | 1,02 | 1,14 |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Koeficient variacije je standardni odklon, deljen s srednjo vrednostjo. Povprečna absolutna sprememba je povprečje absolutne vrednosti prve mesečne razlike v vsakem merilu inflacije. Koren povprečne kvadratne napake (KPKN) je kvadratni koren povprečne kvadratne razlike glede na prihodnjo stopnjo skupne inflacije čez 3, 6, 12 in 24 mesecev. Statistični podatki so izračunani na podlagi medletnih stopenj rasti.

Inflacija brez energentov in hrane ni »idealno« merilo osnovne inflacije.¹

Slošno sprejeta definicija osnovne inflacije ne obstaja, vendar naj bi takšno merilo v praksi zajelo najbolj vztrajne komponente inflacije in naj bi tako beležilo inflacijski trend. Inflacija brez energentov in hrane pa je lahko na katerikoli točki pod vplivom začasnih dejavnikov, ki nimajo nobenih posledic v srednjeročnem obdobju (npr. posredni učinki sprememb cen primarnih surovin, spremembe nadzorovanih cen, posredni davki in sezonska gibanja). Poleg tega imajo lahko izključene komponente energentov in hrane same vztrajnejo dinamiko, na primer zaradi gibanja cen primarnih surovin, kot je bilo zabeleženo na začetku 2000-ih let. Takšna dinamika ima lahko posledice za inflacijo v srednjeročnem obdobju in bi jo torej moralo zajeti merilo osnovne inflacije. Dejstvo, da imajo lahko cene hrane in energentov vztrajno komponento, se kaže v tem, da je inflacija brez energentov in hrane pristranski kazalnik skupne inflacije v srednjeročnem obdobju, saj je njen dolgoročno povprečje nižje od povprečja skupne inflacije. Cene energentov so od leta 1999 v povprečju letno rasle po stopnji nekoliko pod 4%, kar je povzročilo vrzel med povprečno skupno inflacijo in povprečno inflacijo brez energentov in hrane.

¹ Podrobnejša analiza tematike je v okvirju z naslovom »Ali so podindeksi HICP merilo osnovne inflacije?«, *Mesečni bilten*, ECB, december 2013.

ECB je določila, da se kot cilj stabilnosti cen uporablja skupna inflacija, predvsem zaradi njenega pomena pri merjenju kupne moči državljanov. Ohranitev kupne moči valute – merjeno z najbolj reprezentativnim indeksom cen, ki vključuje energente in hrano (ki predstavljajo približno 30% potrošniške košarice) – je tisto, kar potrošnike najbolj zanima. Poleg tega je vsakršno merilo inflacije, ki izključuje nekatere postavke v potrošniški košarici, do določene mere arbitrarno, kar bi lahko spodkopalo verodostojnost cilja denarne politike.

Srednjeročna usmeritev denarne politike ECB zagotavlja, da se kratkoročnemu gibanju inflacije ne pripisuje prevelik pomen. Že sama nepopolna stopnja kontrole, ki jo imajo centralne banke nad katerimkoli merilom inflacije v srednjeročnem obdobju, je glavni razlog, zakaj je strategija denarne politike ECB oblakovana z vidika srednjeročne stabilizacije inflacije. S srednjeročno usmeritvijo denarne politike je mogoče zanemariti začasna gibanja in se osredotočiti na gibanje osnovne inflacije. Medtem ko lahko centralna banka pod določenimi pogoji podaljša dolžino srednjeročnega obdobja, v katerem je zavezana temu, da inflacijo približa svojemu cilju, tega časovnega razpona ne more raztegniti toliko, da državljanji ne bi mogli več smiselnou preveriti, ali je bil cilj centralne banke dosežen ali ne.

V skladu s povedanim se vse centralne banke v glavnih razvitih gospodarstvih osredotočajo na skupno inflacijo, ko določajo svoj cilj stabilnosti cen. Veliko centralnih bank, vključno z ECB, pa za analizo inflacijskih gibanj spremišča tudi širok nabor meril osnovne inflacije, pri katerih je kratkoročna volatilnost izločena. Poleg inflacije brez energentov in hrane ECB spremišča tudi več meril inflacije z izključitvijo in modelskih meril inflacije ter dolgoročna inflacijska pričakovanja.²

² Glej okvir z naslovom »Has underlying inflation reached a turning point?«, *Economic Bulletin*, ECB, julij 2015, in članke z naslovom »Inflation expectations in the euro area: a review of recent developments«, *Monthly Bulletin*, ECB, februar 2011.

Okvir 8

Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2016 in izvajanje priporočil posameznim državam iz leta 2015

Leto 2016 je peto zaporedno leto, ko se postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji od uvedbe novembra 2011 uporablja kot instrument za makroekonomski nadzor. S tem postopkom se poskuša preprečiti nastanek škodljivih makroekonomskih neravnotežij v državah EU in jih odpraviti, kadar so čezmerna. Evropska komisija jeseni po začetnem pregledu, ki temelji na sklopu kazalnikov, izvede poglobljeni pregled izbrane skupine držav (kot del letnih poročil po državah), s katerim oceni resnost morebitnih neravnotežij. Kadar Komisija ugotovi, da neravnotežja obstajajo, Svet EU v okviru korektivnega dela na zadevno državo članico naslovi priporočila glede politik (ki temeljijo na priporočilih Komisije). Kadar se ugotovi, da so neravnotežja čezmerna, naj bi se na priporočilo Komisije začel »postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji«.¹ V okviru korektivnega dela je treba zagotoviti načrt popravljalnih ukrepov s pojasnili, kako bodo čezmerna neravnotežja odpravljena. Če zadevna država euroobmočja večkrat ne predloži ustreznega načrta ali če ne upošteva potrjenega načrta, lahko Svet proti njej uvede finančne sankcije.

Rezultati ocene Evropske komisije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2016

Evropska komisija je 8. marca ugotovila obstoj čezmernih neravnotežij v petih državah (Bolgariji, Franciji, Italiji, na Hrvaškem in Portugalskem) (glej tabelo A). Čezmerna neravnotežja so bila v vseh petih državah ugotovljena že v predhodnem letu. Komisija je neravnotežja odkrila tudi v Nemčiji, na Irske, v Španiji, na Nizozemskem, v Sloveniji, na Finsku in Švedskem. Za omenjene države neposredna primerjava z ocenami Komisije iz leta 2015 ni mogoča, saj so bile tri ocnjene kategorije iz lanskega leta letos združene v eno kategorijo.² Nova kategorija zajema vsa neravnotežja, ki niso dovolj resna, da bi jih označili za »čezmerna«. Še ena novost tega leta je povezana s sklepom Komisije, da se bo za vse države v novi kategoriji izvajalo »posebno spremljanje«. Postopek spremljanja, ki se je lani izvajal samo za države s hujšimi neravnotežji, pa se bo od države do države razlikoval, kar bo odvisno od resnosti stanja. Poleg tega je Komisija na podlagi ugotovitve, da lani odkrita neravnotežja ne obstajajo več, zaključila postopek proti Belgiji, Madžarski, Romuniji in Združenem kraljestvu. Tudi v Estoniji in Avstriji,

¹ Glej uvodno izjavo 22 Uredbe (EU) št. 1176/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij.

² Tri nekdanje kategorije (»neravnotežja, ki zahtevajo spremljanje in ukrepe politike«, »neravnotežja, ki zahtevajo spremljanje in odločne ukrepe politike« in »neravnotežja, ki zahtevajo posebno spremljanje in odločne ukrepe politike«) so zdaj združene v eno kategorijo – »neravnotežja«.

Tabela

Sklepi Evropske komisije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2016

| (1) Neravnotežij ni | | (2) Neravnotežja | | | | (3) Čezmerna neravnotežja | | (4) Čezmerna neravnotežja in uporaba korektivnega dela (postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji) | |
|---------------------|------|---------------------|------------------------------|--|--------------------------------------|---------------------------|------|---|------|
| 2015 | 2016 | 2015 | | | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| | | (i) ukrepi politike | (ii) odločni ukrepi politike | (iii) odločni ukrepi politike in posebno spremišanje | različne ravni posebnega spremišanja | posebno spremišanje | | | |
| CZ | BE* | BE | DE | IE | DE | BG | BG | | |
| DK | CZ | NL | HU | ES | IE | FR** | FR | | |
| EE | DK | RO | | SI | ES | HR** | HR** | | |
| LV | EE* | FI | | | NL | IT | IT | | |
| LT | LV | SE | | | SI | PT | PT** | | |
| LU | LT | UK | | | FI | | | | |
| MT | LU | | | | SE | | | | |
| AT | HU* | | | | | | | | |
| PL | MT | | | | | | | | |
| SK | AT* | PL | | | | | | | |
| | RO* | | | | | | | | |
| | SK | | | | | | | | |
| | UK* | | | | | | | | |

Vir: Evropska komisija.

Opombe: Leta 2015 so bile države z neravnotežji razdeljene v tri kategorije: (i) neravnotežja, ki zahtevajo spremljanje in ukrepe politike; (ii) neravnotežja, ki zahtevajo spremljanje in odločne ukrepe politike; (iii) neravnotežja, ki zahtevajo posebno spremljanje in odločne ukrepe politike. Leta 2016 so te tri kategorije združene v eno samo. Evropska komisija zdaj načrtuje posebno spremljanje (v različnem obsegu) vseh držav z neravnotežji in čezmernimi neravnotežji. * Države so bile leta 2016 predmet poglobljenega pregleda. Za preostale države v tem stolpcu je bilo že v prvi fazi postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji - v poročilu o mehanizmu opozarjanja - ugotovljeno, da niso imele neravnotežij. ** V primeru Hrvaške in Portugalske bo Komisija natančno pregledala, ali bo nacionalni program reform vseboval dovolj ambiciozne ukrepe politike. Samo v tem primeru ne bo sprožila korektivnega dela. Enak pogoj je leta 2015 veljal za Francijo in Hrvaško.

ki sta bili letos prav tako izbrani za poglobljen pregled, ni bilo ugotovljenih nobenih neravnotežij. Splošna ocena je, da se je število držav brez neravnotežij od lanskega leta povečalo. Toda vse kaže, da je to prej posledica večje osredotočenosti na države s hujšimi neravnotežji kot dejanskega sprejetja uspešnih ukrepov, saj so se reforme na splošno izvajale v precej omejenem obsegu (glej tabelo B).

Čeprav je Evropska komisija ugotovila čezmerna neravnotežja v petih državah, trenutno še ne predlaga sprožitve postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji (tj. korektivnega dela postopka). Komisija se je tako spet odločila, da ne bo v celoti izkoristila vseh razpoložljivih ukrepov. Od držav s čezmernimi neravnotežji pa je zahteva, da v nacionalnem reformnem programu predlagajo ambiciozne ukrepe (predložiti jih morajo do aprila). Komisija je v primeru Hrvaške in Portugalske izrecno navedla, da bo njun program temeljito pregledala, in če ne bo vseboval nujnih ukrepov politike, bo v maju 2016 preučila, ali naj proti navedenima državama uvede postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

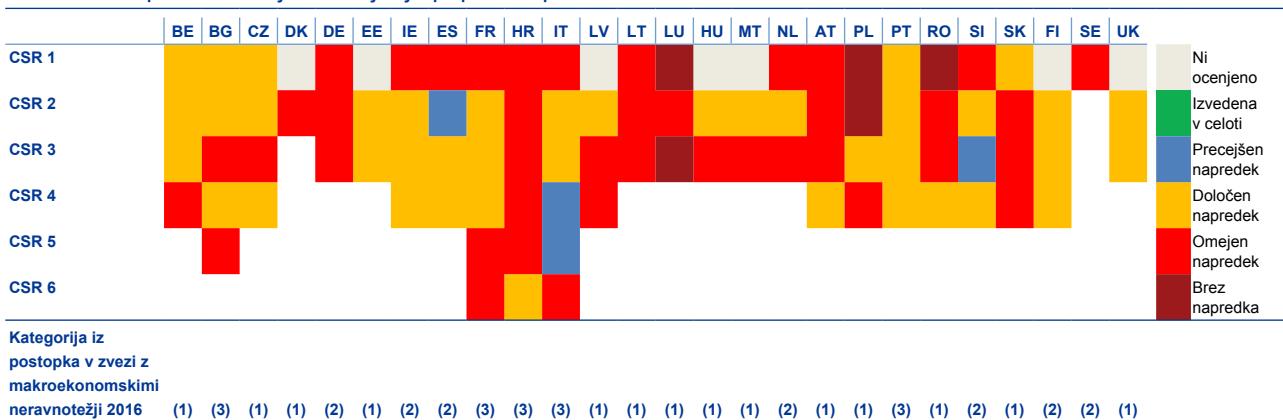
Zaradi verodostojnosti in učinkovitosti postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji je treba nujno naknadno preveriti, ali nacionalni organi dejansko izvajajo reforme, za katere so se obvezali. Zato Komisija vsako leto oceni, v kolikšni meri države izpolnjujejo priporočila posameznim državam, ki so jih prejele. Analiza v zvezi s priporočili posameznim državam iz leta 2015 se nahaja v poročilih po posameznih državah, ki jih je Komisija objavila 26. februarja 2016.

Ocena izvajanja priporočil posameznim državam iz leta 2015

Gledano v celoti države članice EU še niso storile dovolj, da bi kot odgovor na priporočila posameznim državam iz leta 2015 izvedle potrebne reforme (glej tabelo B). Komisija meni, da je pri veliki večini reformnih priporočil (več kot 90%) opaziti le »določen« ali »omejen« napredek, saj jih je bilo le nekaj izvedenih v »precejšnji« meri ali »v celoti«. Šibek reformni zagon je v nasprotju z lanskoletno ugotovitvijo, da se je vse več držav soočalo s čezmernimi neravnotežji. Vseh pet držav, v katerih so bila lani ugotovljena čezmerna neravnotežja, kljub večji ranljivosti v povprečju ni doseglo bistveno višje stopnje izvajanja reform kot povprečna država članica EU. Kot je že omenjeno zgoraj, je to skrb zbujoče, saj so se te države leta 2015 obvezale, da bodo izpolnile ambiciozen načrt reform, in so s tem prepričale Komisijo, da zanje ni uvedla postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji. Zato se poraja dvom o zanesljivosti vnaprej napovedanih reform, ko se odloča o uvedbi postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

Tabela B

Ocena Evropske komisije o izvajaju priporočil posameznim državam iz leta 2015



Vir: Evropska komisija.

Opombe: »Brez napredka« pomeni, da država članica ni niti napovedala niti sprejela nobenih ukrepov za uresničitev priporočil. Ta kategorija velja tudi v primeru, da je država članica strokovni skupini naročila, naj preuči možne ukrepe. »Omejen napredek« pomeni, da je država članica napovedala določene ukrepe za uresničitev priporočil, vendar so ti ukrepi nezadostni oz. sta njihovo sprejetje in uresničitev negotova. »Določen napredek« pomeni, da je država članica napovedala ali sprejela ukrepe za uresničitev priporočil. Ti ukrepi so obetavni, vendar vsi še niso bili izvedeni oz. njihova izvedba ni gotova v vseh primerih. »Precejšen napredek« pomeni, da je država članica sprejela ukrepe, od katerih je bila večina izvedenih. S temi ukrepi se v veliki meri uresničujejo priporočila. »Izvedena v celoti« pomeni, da je država članica sprejela in izvedla ukrepe, ki ustrezno uresničujejo priporočila. »Ni ocene« se nanaša na primere, v katerih priporočila posameznim državam 1 pripadajo večinoma ali izključno Paktu za stabilnost in rast, katerega upoštevanje bo Evropska komisija ocenila spomladvi leta 2016.

Za oznako kategorij iz postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2016 glej tabelo A.

Reformna prizadevanja so namreč še bolj nazadovala kljub manjšemu številu priporočil posameznim državam. Komisija je lani sklenila, da je večina držav doseгла samo »določen« ali »omejen« napredek pri izvajaju priporočil posameznim državam iz leta 2014. Letos je število primerov, ko je bil dosežen »precejšen napredek« oziroma so bila priporočila posameznim državam »izvedena v celoti«, še manjše (4% v primerjavi s 7% leta 2014). Nadaljnji upad reformnega zagona je še toliko bolj zaskrbljujoč, ker je Komisija zelo zmanjšala število priporočil posameznim državam (za tretjino, tj. s 157 leta 2014 na 102 leta 2015), da bi se države članice lahko osredotočile na ključne prednostne naloge makroekonomskega in družbenega pomena.

Države članice so v celoti izvedle sorazmerno manj priporočil na področju politike trga proizvodov kot na področju politike trga dela. Glede na ocene

Komisije je bilo z oznako »brez napredka« ali »omejen napredek« označenih približno 70% priporočil posameznim državam, ki so terjala reforme na trgu proizvodov. Stopnja izvajanja reform na trgu dela je občutno višja, saj se v to kategorijo uvršča približno 50% priporočil posameznim državam. Med priporočili v zvezi s trgom dela so pozivi državam članicam, (i) naj odpravijo ovire, ki novim podjetjem onemogočajo vstop v omrežne dejavnosti (energija, transport, komunikacije itd.), (ii) naj liberalizirajo zaprte poklice ter (iii) izboljšajo svoje pravne okvire, s čimer bodo spodbudile konkurenco in splošneje ustvarile podjetjem prijaznejše okolje. Izboljšave na vseh teh področjih so ključne za večjo rast produktivnosti.

Prav tako ni bilo posebne pozornosti namenjene politikam, ki spodbujajo investicije. Reforme, ki lahko spodbudijo rast investicij v Evropi, obsegajo najrazličnejša področja. Poleg regulacije posameznih sektorjev in regulatorne kakovosti (na področju reform na trgu proizvodov) imajo pomembno vlogo še področja dela in izobraževanja, davkov, raziskav in inovacij, javne uprave, insolvenčni okviri in splošneje poslovno okolje. Ker so države članice to področje posebej izpostavile³ in tudi zaradi načrta Komisije za oživitev naložb, bi lahko pričakovali, da bo stopnja izvajanja teh reform višja. Komisija meni, da so države članice dosegle le »določen« ali »omejen« napredek pri skoraj vseh priporočilih, ki so se nanašala na investicije.

S polno in učinkovito uporabo vseh instrumentov, ki so na razpolago v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji – vključno s korektivnim delom – bi bilo mogoče močneje zagnati reforme. Nadaljnja upočasnitev pri izvajaju reform je v nasprotju s potrebo po odpravi največjih ranljivosti, ki so še vedno prisotne v številnih državah euroobmočja, in po povečanju odpornosti. Slabi rezultati držav v zvezi s tem kažejo, da politične zaveze, ki so jih države članice sprejele v nacionalnih reformnih programih, in večkratni pozivi Komisije k odločnim ukrepom kot mehanizmi uveljavljanja priporočil ne zadoščajo. Z orodji, ki so na voljo v okviru korektivnega dela postopka, bi se lahko izboljšala reformna prizadevanja, kar bi povečalo odpornost držav in izboljšalo delovanje EMU.

³ Kot navaja na primer prva od širših smernic ekonomskeih politik, ki jih je Svet odobril 18. in 19. junija 2015, ki se osredotoča na »spodbujanje naložb«.

Articles

Transmission of output shocks – the role of cross-border production chains

Globalisation has led to a rapid increase in euro area trade and facilitated the build-up of global production chains. Although these developments boost welfare as they increase the international division of labour (which drives growth and productivity), they also pose some challenges. Depending on the position of the euro area and its trading partners in these chains, economic disturbances from other parts of the world can be transmitted to the euro area in a more complex manner than traditional trade statistics can capture. This article describes global value chains in which the euro area participates and explores their role in the transmission of economic output shocks. If the final destination of euro area exports is considered, value added produced in the euro area (including that which is further processed and re-exported by large trading partners) is largely absorbed by advanced economies, notably the United States. Thus the euro area is likely to be relatively strongly affected by demand developments in the United States but less affected by developments in China, for example, which re-exports a proportion of euro area exports.

1 Introduction

The world has become increasingly interconnected following several decades of rapid globalisation, which has facilitated the development of international production chains. This has made it possible for firms to specialise their production in several stages across different countries and benefit from an increase in the international division of labour. While increasing links across the global economy is a positive development – as it improves growth by reducing production costs and transmitting know-how across countries and regions – it may also change the way foreign shocks are transmitted to the euro area.

Gross trade figures in part double-count trade flows, as a portion of exports consists of imported inputs and a part of exported output is later imported back into the country of origin.¹ This implies that any analysis based on gross trade data may overestimate the importance of some trading partners and underestimate the importance of others. This article uses data from the World

¹ See Koopman, R., Wang, Z. and Wei, S.J., "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports", *American Economic Review*, Vol. 104, No 2, 2014, pp. 459-94, and Johnson, R. C. and Noguera, G., "Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added", *Journal of International Economics*, Vol. 86, No 2, 2012, pp. 224-36.

Input-Output Database² to calculate several measures of trade links identified by the literature on global value chains and value added in trade, and examines role of global production chains in transmitting foreign output shocks to the euro area. To streamline the analysis, the focus is on trade with four major trading partners of the euro area, namely the United States, China, the United Kingdom and Russia, which are also interesting cases to consider because they are important for different types of trade. Section 1 provides an overview of trends in euro area trade, focusing on the participation of the euro area in global value chains and outlining different trade measures used in the subsequent analysis. Section 2 discusses the increased importance of external developments for the euro area by tracing euro area value added through the global value chains to its final destination. Section 3 estimates the implications for the transmission of output shocks on the basis of the different trade measures, and Section 4 provides concluding remarks.

2

Characteristics of euro area trade and global value chain participation

The past few decades have seen global trade boosted by technological and policy developments, with intra-euro area trade benefiting from the advent of Economic and Monetary Union. Global trade has expanded substantially over the past few decades as a result of technological advances lowering transportation and communication costs. Furthermore, economic policy in many countries has been directed broadly towards removing trade barriers and reaching trade agreements. Large and previously relatively closed countries such as China have opened up their economies and become important players in international trade. The further integration of the European Union with the establishment of Economic and Monetary Union in 1999 has strengthened the Internal Market for euro area exporters and facilitated cross-border transactions.

Trade within the euro area and the euro area's external trade have both expanded, and the euro area has consequently become increasingly reliant on foreign economic developments. From 2000 to the end of 2015, intra-euro area goods exports increased by around 25%, while extra-euro area goods exports increased by almost 75% (see Chart 1). During this period, the euro area also became increasingly reliant on foreign economic developments, which reflects stronger growth in world imports of goods than in euro area domestic demand (see Chart 2).

Technological advancements and policy agreements have also stimulated the build-up of international production chains. The emergence of global value chains as an important way of organising production is one of the most prominent

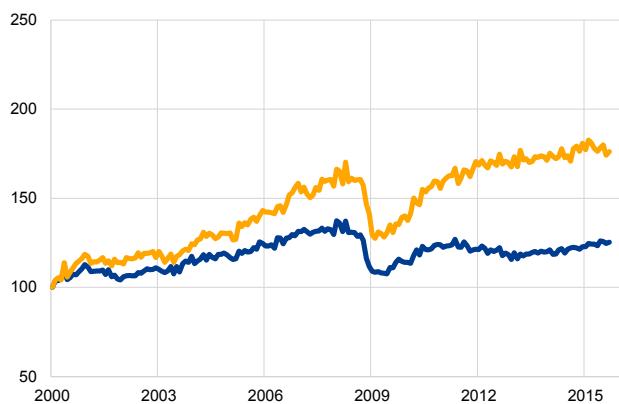
² The World Input-Output Database is a result of a project funded by the European Commission and carried out by a large number of research institutions. For more detailed information on the database, see Timmer, M.P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G.J., "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production", *Review of International Economics*, Vol. 23, 2015, pp. 575-605.

Chart 1

Euro area goods exports

(index: January 2000 = 100)

- █ intra-euro area exports
- █ extra-euro area exports



Sources: Eurostat and ECB calculations.

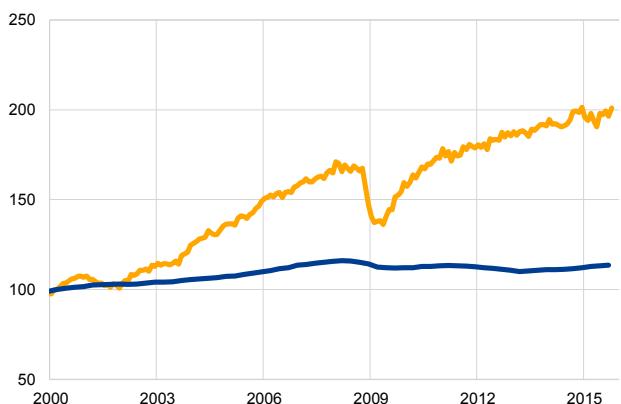
Note: Exports are in volumes.

Chart 2

World imports and euro area domestic demand

(index: Q1 2000 = 100)

- █ domestic demand
- █ world (excluding euro area) imports of goods



Sources: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations.

Note: Domestic demand comprises total investment, private consumption and government consumption.

features of globalisation.³ While global production has always been a part of international trade, the rapid integration of firms in global value chains seen during the past few decades is something entirely new. Previously, global trade usually implied simply that production was located away from consumption of the final product. In global value chains, the various parts of a production process can also be divided among different regions of the world, making it possible to take advantage of the gains from increased specialisation in individual tasks.

In the euro area, global value chain participation has increased for most countries since the mid-1990s. This mainly reflects the increasing vertical specialisation of euro area countries, i.e. the increasing import content of their exports (see Box 1). While the participation of euro area countries in global value chains has generally increased, larger euro area countries usually have less foreign value added in their exports. This can partly be explained by the scale of their domestic markets, which enables them to source more intermediary products internally.⁴

Box 1

Different measures of bilateral trade

This box reviews different measures of bilateral trade that can provide a clearer picture of trade relations than offered by gross export figures alone. The literature on global value chains and value added in trade shows that compiling gross trade data entails a partial double counting

³ See for example Amador, J. and Cabral, S., "Global value chains: surveying drivers and measures", *Working Paper Series*, No 1739, ECB, 2014, or Elms, D.K. and Low, P. (eds.), *Global value chains in a changing world*, World Trade Organization, Geneva, 2013.

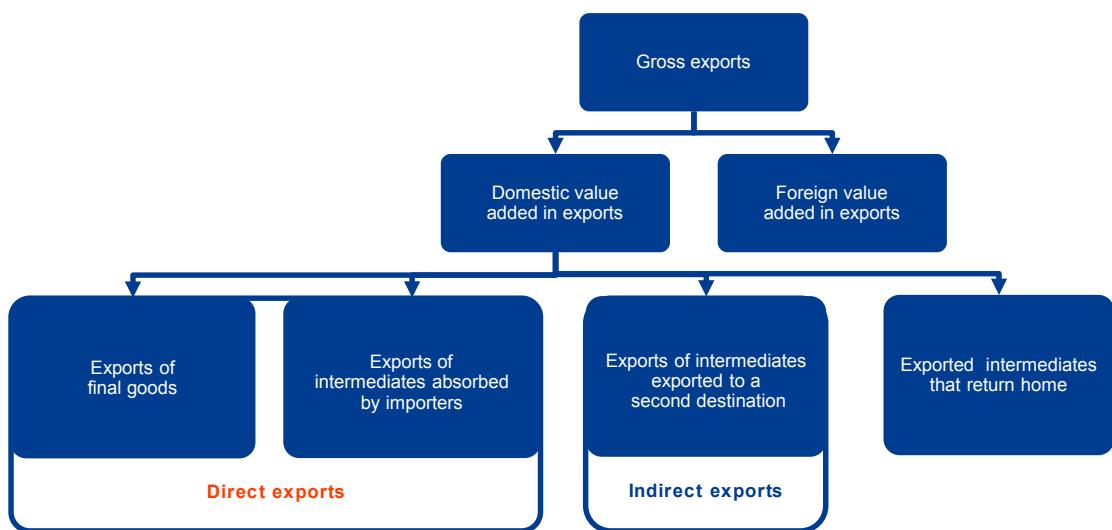
⁴ It is important to note that a number of factors explain the extent of a country's participation in global value chains. In addition to market size, factors include the country's level of economic development, industrial structure, trade policies and quality of infrastructure.

of trade flows. Exports consist in part of imported foreign value added and domestic value added that is later imported back into the country of origin or exported further by a trading partner. These components mean that gross export figures overstate the implications of bilateral trade links and do not necessarily capture the importance of final exports to one country for another country. Lately, efforts have been made to construct a practical framework for decomposing gross exports into its value added components, notably by Koopman et al. (see footnote 1).

Chart A presents a simplified illustration of gross exports and its decomposition, based on Koopman et al. In Chart A gross exports consists of domestic value added and foreign value added, which is roughly the import content of exports and reflects how a country uses foreign inputs in its exports. Domestic value added in exports represents the contribution of domestic factors of production such as labour (compensation of employees) and capital (gross operating surplus) to exports. It consists of i) direct exports, i.e. final goods exports and intermediate exports that are consumed at the receiving destination; ii) indirect exports, i.e. value added that is exported to one destination (where further value is added) and later sent on to a second (final) destination; and iii) value added that is later returned to the country of origin as imports.

Chart A

Schematic view of gross exports and its decomposition into value added



Source: Based on Koopman, Wang and Wei, "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports" (see footnote 1).

From this decomposition, it is possible to construct indicators of global value chain participation and highlight different kinds of trade. For example, direct and indirect exports reflect different relations between two economies. Direct exports captures the direct importance of one trade partner for another, as all finished and intermediate products that are exported are absorbed and therefore directly linked to domestic demand in the importing country. Indirect exports, meanwhile, is connected not directly to the domestic economy of the importing country but to final demand elsewhere. The two concepts thus capture different trade links, depending on the role of the partner country in the global value chain (direct importer versus re-exporter).

While the concepts in Chart A are important to a better understanding of trade links, corresponding data are rarely available through traditional sources and the different concepts often require large amounts of data to construct. To address this issue, several

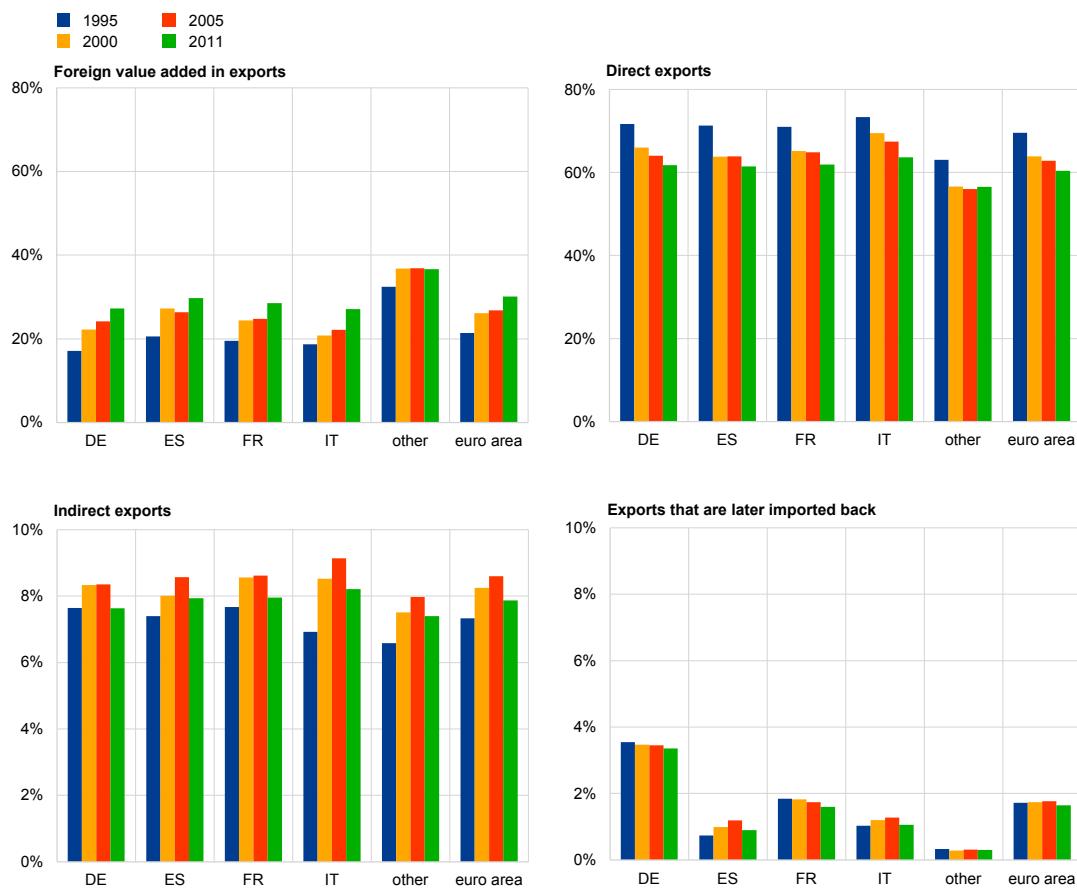
research initiatives have been dedicated to constructing global input-output tables.⁵ In this article, the concepts in Chart A are derived from the publicly available World Input-Output Tables.⁶

National input-output tables show transactions between sectors in an economy, while the World Input-Output Tables connect national tables with international trade flows. Through national input-output tables, it is possible to assess the importance of one sector as a supplier for another sector's final output. Building on national input-output tables, the World Input-Output Tables connect countries and sectors together through international trade flows, making it possible to trace the importance of a supplying industry in one country for an industry in another country. The tables cover 40 countries and 35 sectors from 1995 to 2011 and cover around 85% of world GDP, making them an indispensable tool for bilateral trade analysis.

Chart B

Decomposition of gross exports in the euro area into value added components

(percentages of gross exports)



Sources: World Input-Output Tables and Stehrer, R., "Accounting Relations in Bilateral Value Added Trade", *wiiw Working Paper*, No 101, Vienna Institute for International Economic Studies (wiiw), May 2013.

Notes: The chart includes intra-euro area trade flows. Latest available data: 2011.

⁵ For example, the World Input-Output Database, the WTO-OECD Trade in Value Added (TiVA) database or the Global Trade Analysis Project (GTAP) Database.

⁶ See www.wiod.org

Foreign value added in exports and indirect exports have grown in importance for most large euro area economies. The development of the components of gross exports illustrated in Chart A is shown in Chart B, where they are calculated using the World Input-Output Tables up to 2011. Since 1995 foreign value added has increased as a share of gross exports in the four largest euro area countries, reflecting the growing vertical specialisation of euro area exporters vis-à-vis both other euro area countries and countries outside the euro area.⁷ The share of direct exports has decreased over time. Indirect exports increased in the 2000s as a share of exports, although they were slightly lower in 2011 for the largest euro area countries. Exports of intermediate inputs that return to the euro area, which represent a relatively small share of gross exports in most countries (with the notable exception of Germany), have declined since 1995 in Germany and France while, they increased in Spain and Italy until 2005 before falling again up to 2011.

3

Direct trade links and trade through global value chains – tracing euro area value added

Participation in global value chains affects how output shocks are transmitted to the euro area. Since, in global production chains, cross-border signals regarding supply and demand might be transmitted faster, the production system as a whole may be more susceptible to the transmission of external shocks, which can be amplified as they pass through the system. A supply shock would normally propagate downstream in a production network, whereas a demand shock is transmitted up the supply chain.⁸ For example, if an industry supplying intermediate products is hit by a supply shock (a production plant is destroyed by a natural disaster), the effect would affect the downstream industries, as they are dependent on inputs from the first industry hit by the shock, as was the case after the tsunami that hit Japan in 2011.⁹ How the effect builds up along the supply chain depends in part on the substitutability of the inputs for the purchasing industries. In the case of a demand shock, amplification up the supply chain could be due to a “bullwhip” effect, which induces firms to adjust their inventories to new expected levels of demand along the supply chain.¹⁰ While the length of the value chain matters for how a shock might be amplified, the focus here is on the position in a global value chain. Whether or not the euro area is more susceptible or more resilient to output shocks affecting a trading partner would depend on its role in the global value chains and the type of shock hitting the economy.

⁷ See for example Amador, J., Cappariello, R. and Stehrer, R., “Global value chains: a view from the euro area,” *Working Paper Series*, No 1761, ECB, 2015.

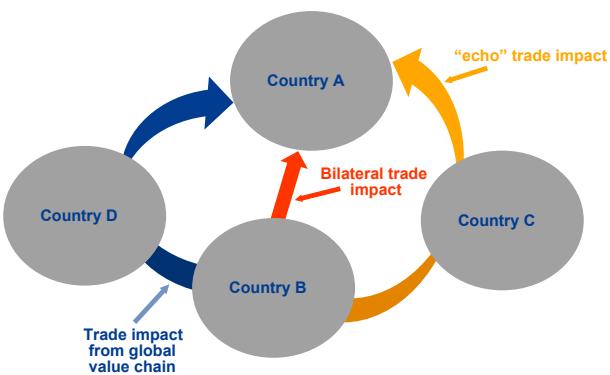
⁸ See Acemoglu, D., Akcigit, U. and Kerr, W., “Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration”, *NBER Working Paper Series*, No 21344, 2015.

⁹ See, for example, *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains*, OECD, 2013.

¹⁰ The “bullwhip” is, in short, an effect where a final demand shock causes large changes in demand for parts and components and firms adjust their inventories along the supply chain to new expected levels of demand. For empirical evidence of this effect, see, for example, Alessandria, G., Kaboski, J.P. and Midrigan, V., “US Trade and Inventory Dynamics”, *American Economic Review*, Vol. 101(3), or Altomonte, C., Di Mauro, F., Ottaviano, G., Rungi, A. and Vicard, V., “Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect?”, *Working Paper Series*, No 1412, ECB, 2012.

Chart 3

An illustration of the transmission of demand shocks through trade



Source: ECB.

Note: The chart illustrates a demand shock that originates in country B and its impact through the various trade channels on country A.

Foreign demand shocks are transmitted via different trade channels depending on the nature of the trade links. In Chart 3, this is illustrated using a four country example, which, for the purpose of simplification, considers only partial, first-round trade effects of a demand shock; possible general equilibrium effects are not considered. In this stylised example, countries A and C have direct exports to B and country A has direct exports to C. Country A also exports indirectly to B via country D.

The impact of a demand shock in country B on country A would be transmitted through several channels. First, the bilateral trade impact would be through a change in demand for country A's exports to country B (orange arrow). Second, country A would be impacted by an "echo" effect (yellow arrow) from a change in exports to country C, as country C's

demand for country A's exports changed following the shock in country B.¹¹ Third, country A would be further affected (blue arrow) by the shock in country B through its participation in global value chains with country D, which processes value added from country A and exports it onward to B. This example shows that there are a number of trade links that need consideration when assessing the possible impact of a foreign demand shock on euro area activity. The following paragraphs describe euro area trade links in more detail, elaborating on the nature of trade and identifying some of the most important trading partners.¹² In addition, euro area value added is traced through the exports of its major trading partners to its final destination.

The euro area has substantial direct exports to the United States, while China and the United Kingdom are more important for indirect exports that are re-exported to other destinations. Charts 4 and 5 compare euro area exports to four major trading partners, the United States, China, the United Kingdom and Russia, on the basis of their respective shares in direct exports and indirect exports. For direct exports, the United States is the most important destination, whereas China and the United Kingdom account for a larger share of indirect exports. This suggests that the euro area is relatively closely linked to domestic developments in the United States, while China and the United Kingdom act to a larger extent as intermediaries for euro area exports that are destined for other countries. As regards Russia, direct exports are more important than indirect exports.

China and the United Kingdom source more than a fifth of their gross exports from outside the respective country. In China, the import content of exports increased from an average 14% in the second half of the 1990s to 22% in the period

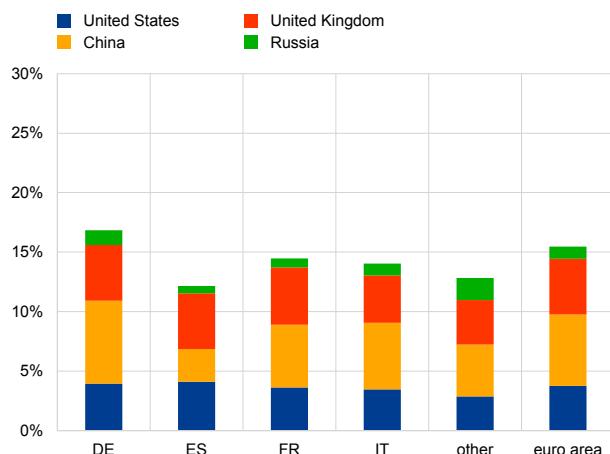
¹¹ An "echo effect" is the spillover effect on the impacted country via other trade partners which are also affected by the shock. See Dées S. and Vansteenkiste I., "The transmission of US cyclical developments to the rest of the world", Working Paper Series, No 798, ECB, 2007.

¹² The four trading partners (the United States, the United Kingdom, China and Russia) are among the most important for the euro area and also relevant for different types of trade (i.e. exports of final products, exports of intermediate inputs that are re-exported to other destinations or exports that are processed and later sent back to the euro area).

Chart 4

Direct exports of the euro area

(percentages of direct exports)



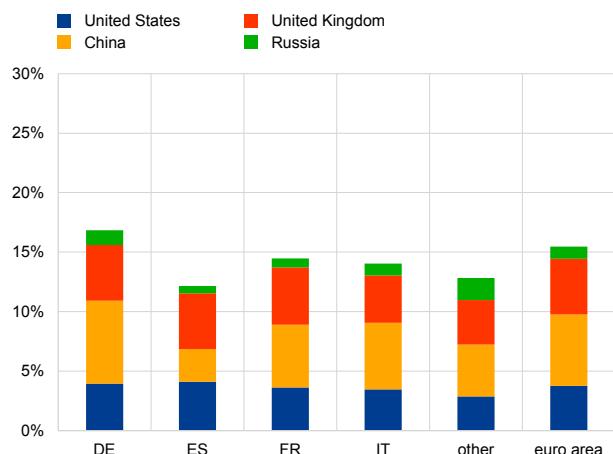
Sources: World Input-Output Tables and ECB calculations.

Note: "Other" is an average of the shares of the remaining euro area countries. Latest available data: 2011.

Chart 5

Indirect exports of the euro area

(percentages of indirect exports)



Sources: World Input-Output Tables and ECB calculations.

Note: "Other" is an average of the shares of the remaining euro area countries. Latest available data: 2011.

leading up to the 2008-09 recession (Chart 6). While declining somewhat during the crisis years, foreign value added in exports rebounded in 2011. For both the United Kingdom and the United States, the import content of exports increased during the crisis years and also in 2011 compared with the pre-crisis period. In Russia, by contrast, foreign value added in exports declined throughout the 2000s and stood at 6% in 2011.

Value added sourced from the euro area accounts for a relatively large share of the gross exports of the United Kingdom, but a smaller share for China, Russia and the United States.

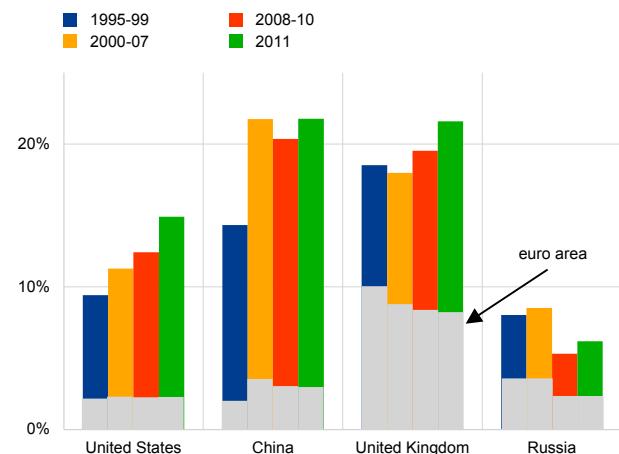
The United Kingdom sources a relatively large share of its exports from the euro area (see the grey bars in Chart 6). However, this share has become smaller over time and does not follow the general trend of increasing foreign value added in exports. In China, by contrast, euro area value added increased during the pre-crisis period compared with the mid-1990s and has been broadly stable in the post-crisis period at around 3% of gross exports. In the United States, the share of euro area value added in exports has been stable at around 2% throughout the period covered in the World Input-Output Tables. For Russia, the share declined from almost 4% in the 1990s and the pre-crisis period to 2% thereafter.

To properly account for all trade links of the euro area, it is necessary to also consider the final destination of the euro area's indirect exports via its large trading partners. For China, which is a relatively important intermediary for such exports, the largest portion of value added originating in the

Chart 6

Foreign value added in exports of large trading partners of the euro area

(percentage of total gross exports)



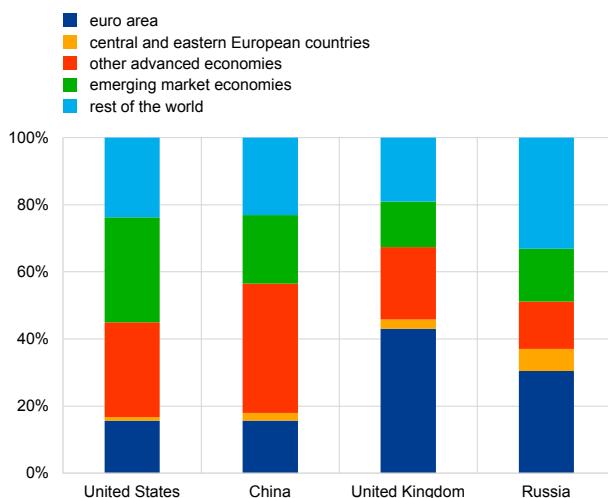
Sources: World Input-Output Tables and ECB calculations.

Note: The grey bars refer to the respective shares of foreign value added sourced from the euro area. Latest available data: 2011.

Chart 7

Final destination of value added originating in the euro area and further exported by large trading partners

(percentages of total foreign value added in exports)



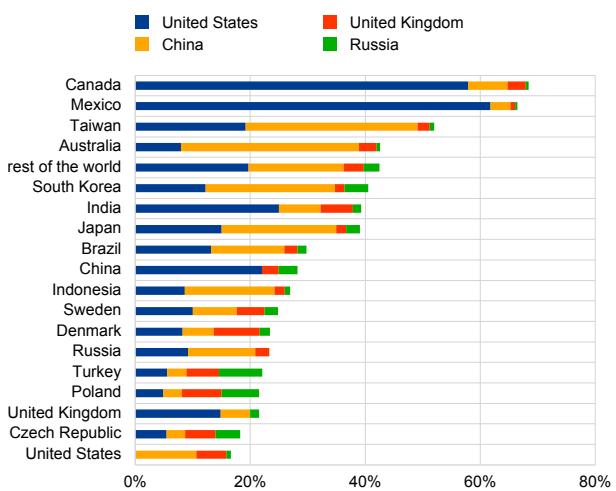
Sources: World Input-Output Tables and ECB calculations.

Note: The "rest of the world" is a grouping of all countries not explicitly identified in the World Input-Output Tables.
Latest available data: 2011.

Chart 8

The relevance of large trading partners for non-euro area countries

(percentages of direct exports)



Sources: World Input-Output Tables and ECB calculations.

Notes: Percentages indicate the share of the respective country's total direct exports to the United States, the United Kingdom, China and Russia, which are large trading partners of the euro area. The "rest of the world" is a grouping of all countries not explicitly identified in the World Input-Output Tables.
Latest available data: 2011.

euro area is destined for other advanced economies (see orange bars in Chart 7) such as the United States and Japan. For the United Kingdom, around 43% of the value added originating in the euro area is exported back for final use (dark blue bars in Chart 7) and hence dependent on domestic demand in the euro area. In addition, 22% is exported to other advanced economies, of which the United States accounts for the largest share. The final destinations of euro area value added that is exported further by the United States are relatively evenly spread between advanced economies and emerging market economies on the American continent (such as Canada, Mexico and Brazil). In Russia, the value added originating in the euro area is predominantly exported back to the euro area or exported further to the "rest of the world" (dark blue and light blue bars, respectively, in Chart 7), while re-exports to other advanced economies and emerging market economies account for a smaller share.

The trade impact on the euro area from a demand disturbance in the United States is likely to be substantial through both bilateral trade effects and echo effects, while a similar shock in China would have less impact on euro area activity. Demand from the United States represents a substantial driver of many countries' direct exports (Chart 8). Many of these economies (China, the United Kingdom and the "rest of the world") are also important destinations for euro area direct exports. Hence, the trade impact on the euro area from a demand disturbance in the United States is likely to be substantial, through both bilateral trade effects and echo effects. Moreover, the final demand for euro area indirect exports via other countries would also be affected. Demand disturbances in China, on the other hand, would likely have a smaller impact on euro area activity, since China is an important destination for euro area indirect exports. A large portion of these exports are subsequently re-exported to the United States and are hence affected by demand developments there. While other Asian countries (and Australia) have large direct exports to China, they account only for a small share of euro area direct exports.

Measuring global value chains – implications for the transmission of output shocks

Taking into account the final destination of euro area exports provides a more detailed picture of global shock transmission. By taking into account the different types of trade link and by identifying the final destination of euro area exports, it is possible to assess and quantify each of the different trade channels and their potential for shock transmission (as illustrated in Chart 3).

Using trade elasticities and the different trade measures captures cross-country linkages via the bilateral trade impact, the impact via global value chains and echo effects via other trading partners. In Box 2 the total trade impact from an (unidentified) output shock emanating from one of the largest trading partners is first quantified using traditional gross trade flows. Thereafter, only the relevant channels are considered, namely, the bilateral trade impact, the impact through global value chains and the echo effects via other trading partners. The results suggest that the total impact from each of the four trading partners considered is somewhat smaller than suggested by traditional gross trade flows, which is consistent with the view that gross exports represents some double counting.

The type of output disturbance also affects the way shocks are propagated.

For example, a demand shock (such as changed consumer preferences or increased government spending) in the United States would probably have a large impact on the euro area. A supply shock (such as a natural disaster disrupting production) would have smaller ramifications, as the United States is less significant as a destination for indirect exports of the euro area. For China, the relationship is the reverse. A demand shock would probably have a smaller impact, while a supply shock would be of greater importance for the euro area.

Box 2

Output shock transmission to the euro area via bilateral trade, global value chains and echo effects

The aim of this box is to quantify the effect of a foreign output shock on the euro area by differentiating between the bilateral trade impact, the impact via global value chains and the echo effect through other trading partners. The three effects presented in Chart 3 are considered, namely: 1) the bilateral trade impact of a shock from changed consumption of direct exports; 2) the impact via indirect exports (through another trading partner) to the country in which the shock originates; and 3) the echo effect via other trading partners.

This approach focuses on euro area value added finally consumed in the trading partner country in question. Unlike gross trade figures, this approach does not consider value added which originated in other countries (foreign value added) and the exports that ultimately return to the euro area but does take into account indirect exports that are finally absorbed by the partner country.

The impact is computed for each of the three channels. On the one hand, the trade effect of a shock in a partner country depends on the elasticity of euro area GDP to imports. On the other hand, the impact varies with exposure of the euro area to that country and the elasticity of euro area imports to the country's GDP. Furthermore, the effect stemming from the bilateral trade links is accompanied by an echo effect, which is the spillover effect on the euro area via other trade partners which are also affected by the shock. The shares of gross, direct and indirect imports and exports in GDP are computed as the respective measure divided by GDP. The demand elasticity to GDP is assumed to be 0.6 for all countries and the country-specific import elasticities are assigned the values used in Dées and Vansteenkiste (see footnote 11).¹³

The impact of a GDP shock differs when direct and indirect trade are considered instead of gross trade. The table compares the total contemporaneous impact of a 1% GDP shock in each of the four major trading partners on the euro area on the basis of gross trade with the combined impact of direct and indirect trade.¹⁴ The difference between the two impacts depends on the contribution of the individual trade components. For instance, in the case of China and the United Kingdom, using gross trade as a measure of trade links would overstate the effect of a GDP shock as compared with the sum of direct and indirect trade. This can be explained by the fact that a large share of euro area exports to these countries represents indirect exports that are re-exported to other destinations and hence not absorbed in China and the United Kingdom. The United States, on the other hand, is a major final destination for euro area indirect exports that are re-exported by other trading partners. Therefore, the overall impact of a GDP shock in China, the United Kingdom and Russia on the euro area declines when direct and indirect trade are considered instead of gross trade. For the United States, the decline is much smaller (and the impact even increases for Germany).

Table

Comparison of trade impacts – gross trade versus direct and indirect trade

(percentage responses to a 1% GDP shock)

| | United States | | China | | United Kingdom | | Russia | |
|-----------|---------------|---------------------------|-------------|---------------------------|----------------|---------------------------|-------------|---------------------------|
| | Gross trade | Direct and indirect trade | Gross trade | Direct and indirect trade | Gross trade | Direct and indirect trade | Gross trade | Direct and indirect trade |
| Germany | 0.34 | 0.36 | 0.15 | 0.12 | 0.12 | 0.10 | 0.04 | 0.04 |
| France | 0.24 | 0.22 | 0.09 | 0.06 | 0.09 | 0.07 | 0.03 | 0.02 |
| Italy | 0.23 | 0.22 | 0.10 | 0.06 | 0.08 | 0.06 | 0.04 | 0.03 |
| Spain | 0.22 | 0.19 | 0.07 | 0.04 | 0.08 | 0.06 | 0.02 | 0.02 |
| Euro area | 0.28 | 0.28 | 0.11 | 0.08 | 0.10 | 0.08 | 0.04 | 0.03 |

Source: ECB calculations.

Notes: Data are the overall impact of a 1% shock in the country shown in the respective column heading. Euro area impacts are weighted averages of the impacts on member countries, weighted by GDP at purchasing power parity.

The chart shows the decomposed trade impact of a 1% GDP shock in the four major euro area trading partners. A shock originating in the United States affects the euro area mainly via other trading partners (the echo impact, yellow bars) and through bilateral trade (orange bars). This shows the importance of the United States as an export destination for the euro area but

¹³ The import elasticities of the few economies not included in the sample analysed in Dées and Vansteenkiste (see footnote 11) are approximated by the values for countries of similar size in the same region included in their sample.

¹⁴ These estimates are based on the contemporaneous impact. The overall estimated impact could be larger when dynamic effects are also considered.

also for many of the latter's trading partners. Moreover, the euro area would also be impacted by the change in demand for its indirect exports that are passed on to the United States via trading partners (blue bars). In China, the bilateral and echo impacts are fairly equal in size, with an additional small impact through global value chains that accounts for less than a tenth of the total impact. For a shock originating in the United Kingdom or Russia, slightly more than half of the effect stems from the bilateral trade impact and more than a third from echo effects, with the rest stemming from global value chains.

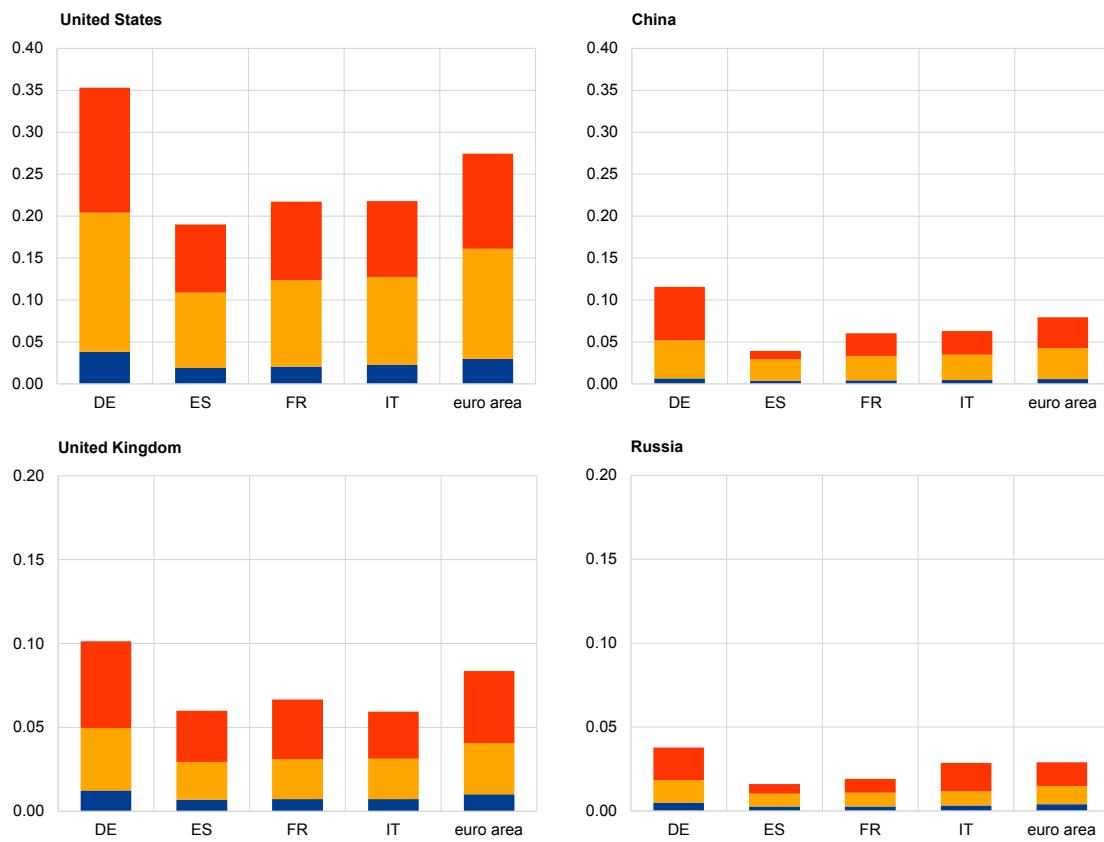
Among the four largest euro area economies, Germany faces the largest impact from a GDP shock in any of the four major trading partners. This may be explained by Germany's greater trade openness compared with other European countries. Shocks transmitted via both direct and indirect trade effects are bigger for Germany than for the euro area as a whole.

Chart

Trade impact of a 1% real GDP shock in major trading partners

(percentage points)

- impact through global value chain
- "echo" impact
- bilateral trade impact



Source: ECB calculations.

Notes: The country from which the real GDP shock originates is indicated in the title of each panel. Data for the euro area are averages of the impacts on member countries, weighted by GDP at purchasing power parity.

While this exercise outlines the importance of taking into account different trade links and the final destination of euro area exports, some caveats should be highlighted. First, the size of the impact is dependent on the underlying country-specific trade to GDP elasticities.

Recently, aggregate global trade elasticities have been on a declining path.¹⁵ If this is a result of declining elasticities in the various trading partners and not of a changing composition of trade within the global economy, it would reduce the estimated impact of an output shock on the euro area. Second, it is possible that different kinds of trade have different trade elasticities, depending on the sectoral composition and the degree of substitutability of the products being imported. In this example, the same trade elasticities are used for all kinds of trade. Third, the data underlying this analysis is only available up to 2011, and it is possible that the nature of trade has changed since then, which would affect the relationships captured in the chart.¹⁶ Moreover, the analysis only considers shocks via trade and does not take into account other transmission channels, such as the financial channel or confidence effects among firms and households. Notwithstanding these caveats, the exercise in this box serves to show how gross trade may provide a misleading picture of the importance of trading partners and the importance of different trade channels.

5 Concluding remarks

The euro area has become increasingly integrated in global trade and cross-border production chains. The nature of these trade links varies across its main trading partners. For example, the euro area has very strong direct trade links with the United States, while China and the United Kingdom are more important as intermediaries of euro area exports. This suggests that euro area activity is relatively strongly affected via trade by domestic demand developments in the United States, while less so by developments in China and the United Kingdom. In the case of China, euro area value added is mostly re-exported to the United States, but also to Japan and South Korea. As regards the United Kingdom and Russia, their role as intermediaries mainly reflects their role in processing euro area value added which is later exported back to the euro area, to other advanced economies or the “rest of the world” (see Chart 7).

The role of the euro area’s trading partners in global value chains affects the way output shocks are transmitted to the euro area. First, the bilateral trade impact on the euro area following a foreign output shock would be through direct exports to the trading partner. Second, there would be an echo trade impact, which would depend on how other trading partners are impacted and change their demand for euro area exports. Third, there would be an additional impact via trade in global value chains, as a share of euro area exports is indirect exports through a trading partner to the final destination. The final impact on the euro area following an output shock would depend on the combined effect of these different trade channels.

Quantifying these different impacts suggests a somewhat smaller effect than indicated by gross trade figures for some trading partners. This is because

¹⁵ See the article entitled “Understanding the weakness in world trade”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2015.

¹⁶ For example, trade in intermediate goods, which can be closely linked to increases in vertical specialisation, seems to have slowed in 2012 and 2013. See the article cited in footnote 15.

value added which originated in other countries and the exports that return to the euro area are excluded. Moreover, bilateral trade seems to account for slightly less than half of the total impact from most countries, while the echo effect is of a similar magnitude (i.e. around half). Effects through global value chains seem to account for around a tenth of the overall impact, depending on the trading partner.

Given the continual change in cross-border production structures, it is necessary to monitor these developments on an ongoing basis. The World Input-Output Tables are an indispensable tool for analysing global value chain developments in a very granular manner. As time passes, however, data beyond 2011 will be needed to correctly assess the implications of global value chains (and their development) for the euro area economy. Therefore, initiatives encouraging the expansion or regular updates of databases such as the World Input-Output Database (or, alternatively, reliance on survey or firm-level data) will be increasingly required in the future.

Public investment in Europe

Since the crisis, public investment has fallen in a number of European countries, particularly those that came under market pressure.¹ Low levels of public investment, if maintained over a prolonged period, may lead to a deterioration of public capital and diminish longer-term output. The fall in public investment and the current low interest rate environment have prompted calls to stimulate public investment spending as a way to increase short-term demand and raise potential output. In the European Union (EU), this has led to the adoption of the Investment Plan for Europe (2015). The fiscal positions of many EU countries remain precarious, however, and the provisions of the Stability and Growth Pact call for further fiscal consolidation in many of them. Using a model-based analysis, this article considers the circumstances under which additional public investment might best stimulate economic growth and what the impact on public finances would be.

1 Introduction

Public investment in Europe has fallen in recent years, which has led to calls to stimulate public investment in the current low interest rate environment. While, for the EU as a whole, the public investment-to-GDP ratio remains at the same level as before the crisis, in the euro area the ratio is somewhat lower. In particular, recent years have seen the ratio decline in countries that had to undergo sizeable fiscal adjustment owing to market pressure. The fall in public investment and persistently weak growth following the crisis have led to a debate on the desirability of increasing investment in public infrastructure. In this debate it is argued that public investment would be particularly effective in an environment of low borrowing costs for governments, in which monetary policy interest rates stand at around zero.² This has resulted in initiatives to stimulate public investment at both the national and international levels (see Box 1 on the Investment Plan for Europe).

The article assesses the impact of further public investment in terms of economic efficiency, longer-term growth and public finances. Section 2 provides an overview of recent developments in public investment in Europe and offers a comparison with the United States and Japan. Section 3 provides a brief overview of different strands of the literature on the contribution of public investment to output growth. Section 4 is dedicated to model simulations and examines the effect of additional public investment in the euro area. Section 5 concludes.

¹ In this article, public investment is measured using the gross fixed capital formation of the general government, which enables the use of comparable data available for a large number of countries. See Box 2 for more information on the limitations of these data and on measurement issues.

² See, for example, "Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment", *World Economic Outlook*, IMF, 2014.

Box 1

The Investment Plan for Europe – “the Juncker plan”

The Investment Plan for Europe – also known as the Juncker Plan, after the current President of the European Commission – is a package of measures presented by the Commission in late 2014, aimed at unlocking public and private investment in the real economy amounting to at least €315 billion (around 2% of EU GDP in 2015) over the period 2015-17.³ The Plan has three pillars: (i) setting up a European Fund for Strategic Investment (EFSI) to mobilise private investment; (ii) helping investors to find and launch new investment projects by creating a European Investment Advisory Hub and a European Investment Project Portal; and (iii) improving framework conditions for investment through structural reforms at the European and national levels.

With regard to the first pillar, the EFSI Regulation was approved in June 2015 – less than five months after the Commission presented the legislative proposal – and the Fund started its preliminary operations in October of the same year. Operationally, a guarantee of €16 billion has been created under the EU budget, which will be used to build EFSI public guarantees. The European Investment Bank (EIB) has committed an additional €5 billion. This initial sum of public money will give the EFSI a risk-absorbing capacity of €21 billion, which is expected to be leveraged by €294 billion of private funding – i.e. by a factor of 15 (which is based on historical experience). These funds will be used through two “windows”: the Infrastructure and Innovation Window (to be deployed by the EIB and expected to finance around 75% of the final €315 billion target) and the SME Window (to be deployed by the European Investment Fund (EIF)).

The EFSI lending operations are designed to go beyond the standard EIB and EIF activities. EFSI operations should be designed to finance, at “sustainable” rates, those projects that cannot be funded either by the market or by the standard EIB/EIF instruments because of the company’s size, the high risk involved in new technologies or the deadlines required. In this respect, the EFSI is expected to generate “additional” investment projects alongside the ongoing EIB/EIF investment pipeline.⁴

So far, nine Member States (Bulgaria, Germany, Spain, France, Italy, Luxembourg, Poland, Slovakia and the United Kingdom) have pledged around €43 billion to co-finance EFSI projects, but none have contributed directly to EFSI capital. Despite the favourable treatment, provided under the Stability and Growth Pact, of contributions to the EFSI in the form of guarantees or cash, the contributions announced by the above-mentioned Member States will be only at the level of individual projects and national investment platforms.⁵ Hence, these Member States will only be participating in investment projects in their own country. This signals the difficulty involved

³ See the European Commission’s Communication entitled “An investment Plan for Europe”, available at <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:903:FIN>.

⁴ For the full description of this requirement, see Annex II which provides the relevant extract of Regulation (EU) 2015/1017 of the European Parliament and of the Council of 25 June 2015 on the European Fund for Strategic Investments.

⁵ The Commission clarified in January 2015 that cash contributions used to set up the EFSI will not be counted when defining the fiscal adjustment under either the preventive or corrective arm of the Stability and Growth Pact. If a country’s budget deficit exceeds 3% of GDP, the Commission will not launch an excessive deficit procedure if the excess is due to a contribution to the EFSI, provided that the deviation is small and expected to be temporary. Even when assessing the fulfilment of the debt criterion, contributions to the EFSI will not be taken into account.

in overcoming the “juste retour” principle often mentioned in discussions on the EU budget, namely each Member State’s primary concern for ensuring that its contribution to the EU’s financial resources flows back into the national economy. EFSI-financed projects will not be allocated on the basis of national keys but only on their merits.

The second pillar of the Investment Plan is crucial for eliminating a number of procedural and information-related inefficiencies in terms of matching investment projects with private and public financing. The European Investment Advisory Hub, established within the EIB and financed by both the EIB and the Commission, is expected to: (i) offer investment guidance and expertise; (ii) provide a platform for the exchange of know-how; and (iii) coordinate existing technical assistance. The European Investment Project Portal, on the other hand, will help investors to find investment opportunities by listing investment projects which support EU objectives and are expected to start within three years, with or without EFSI funding.

To strengthen the work under the third pillar of the Investment Plan, improving the investment climate at the Member State level has been made an integral part of the 2016 European Semester process. To this end, the 2016 Annual Growth Survey (AGS) has been accompanied by a staff working document on challenges to Member States’ investment environments.⁶ The document summarises each country’s investment profile and identifies key challenges to investment at the national level in the following fields: (i) public administration/business environment; (ii) labour market/education; (iii) financial sector/taxation; (iv) research, development and innovation; and (v) sector-specific regulation. The main challenges identified at this stage are expected to be analysed further within the framework of the European Semester process, particularly in the country reports, and through thematic discussions within the Council and its Committees. These challenges could also lead to country-specific recommendations being addressed to individual Member States.

An EU agenda will complement Member States’ actions in removing barriers to investment. With regard to the actions to be taken at the European level, the Commission has specified that progress towards a “Digital Single Market”, “Energy Union” and “Capital Markets Union” is key to improving the business environment and financing conditions in the EU. The 16 targeted actions under the Digital Single Market strategy are expected to be delivered by the end of 2016, while the 15 actions announced for the Energy Union will be implemented in 2016-17. The action plan for the Capital Markets Union was published by the Commission on 30 September 2015.⁷ The document discusses the EFSI and other pillars of the Investment Plan, and announces the Commission’s intention to present revised calibrations in EU prudential legislation for the insurance sector (the Solvency II Directive) to ensure that insurance companies are subject to regulatory treatment that could further stimulate long-term investment.

Further progress under the third pillar of the Investment Plan is crucial for its success.

Triggering investments through the use of public funds requires careful examination of how to employ these resources most effectively; at the same time, it requires effective implementation of

⁶ See the European Commission’s staff working document entitled “Challenges to Member States’ Investment Environments”, available at http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_challenges_ms_investment_environments_en.pdf.

⁷ See the European Commission’s Communication entitled “Action Plan on Building a Capital Markets Union”, available at http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf.

specific public policies, notably structural reforms, in order to improve the investment climate. For this reason, the Plan includes a comprehensive set of measures across different policy areas. 2015 was marked by swift progress under the first pillar: the 2016 AGS reports that, by the end of 2015, the EFSI was expected to have mobilised around €50 billion for investment in Europe. This represents around 15% of the overall target agreed for the period 2015-17. In the remaining two years, concrete and effective policy measures under the other two pillars will be essential to complement EFSI funding and to ensure that these additional funds can be effectively deployed and channelled into the European economy. More specifically, under the third pillar, the implementation of reforms targeted at frictions that hold back investment demand (such as reducing the administrative burden on young firms or speeding up insolvency proceedings) has the potential to raise the opportunity cost of investment now and allow finance to flow quickly to the new investment opportunities that these reforms create.⁸

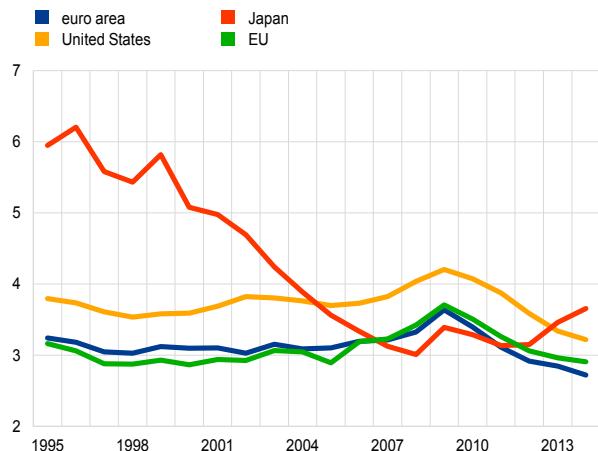
2

Recent developments in public investment

Both public and private investment have fallen in the years following the financial and sovereign debt crisis. After being stable at around 3% of GDP for more than a decade, public investment in the euro area started to increase in 2005, reaching 3.6% of GDP in 2009 (see Chart 1). In the years following the crisis, public investment reverted to a ratio below the pre-crisis average of 3% of GDP. For the EU as a whole, the public investment ratio follows a similar pattern, with a less pronounced post-crisis retrenchment. Developments in public investment in Europe mirror developments in the United States, albeit at a lower level. By contrast, the public investment-to-GDP ratio in Japan went into long-term decline following

Chart 1
Public investment

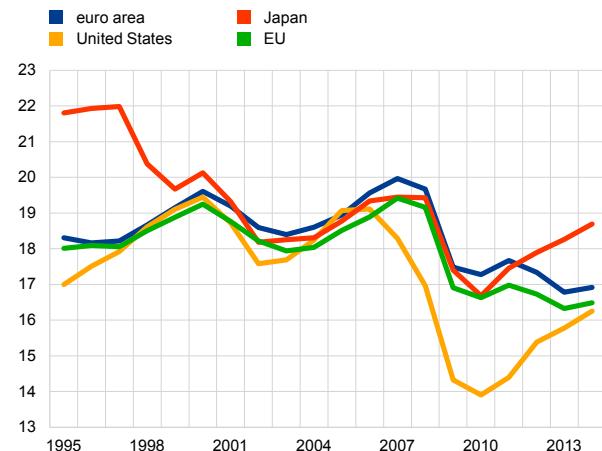
(as a percentage of GDP)



Source: European Commission.

Chart 2
Private investment

(as a percentage of GDP)



Source: European Commission.

⁸ See the introductory speech by the President of the ECB at the ECB Forum on Central Banking, Sintra, 22 May 2015, available at <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150522.en.html>

the high levels observed in the mid-1990s, although more recently it has started to pick up. Private sector investment in Europe declined during and after the crisis, and has not yet recovered, by contrast with developments in the United States and Japan (see Chart 2). While public investment data are subject to various limitations, in particular measurement issues (see Box 2), the recent developments observed in public investment are difficult to attribute to those limitations. For example, although the increased use of public-private partnerships (PPPs) and privatisations has been shifting parts of previously public investment to private investment since the 1970s, the decline in post-crisis public investment in the EU has been accompanied by a fall, not an increase, in private investment (see Charts 1 and 2).

Developments in public investment are very heterogeneous across countries in the EU.

in the EU. When comparing pre-crisis public investment, as a percentage of GDP, with the average over the past three years, three distinct groups of countries can be identified (see Chart 3). First, there have been large investment cuts in countries with substantial fiscal consolidation needs. The largest declines in public investment ratios took place in countries with initially high general government investment rates, which were in some cases related to pre-crisis booms, and in countries under market pressure. Most notably, public investment-to-GDP ratios fell in Croatia, Portugal, Greece, Spain, Cyprus and Ireland. Second, in countries with relatively low levels of general government investment in the years leading up to the crisis, public investment has neither declined much nor increased (Belgium, Germany and Austria). Third, public investment has increased in a number of eastern EU countries, in particular those that have benefited from the increasing use of cohesion funds after joining the EU (Latvia, Poland, Romania and Bulgaria).

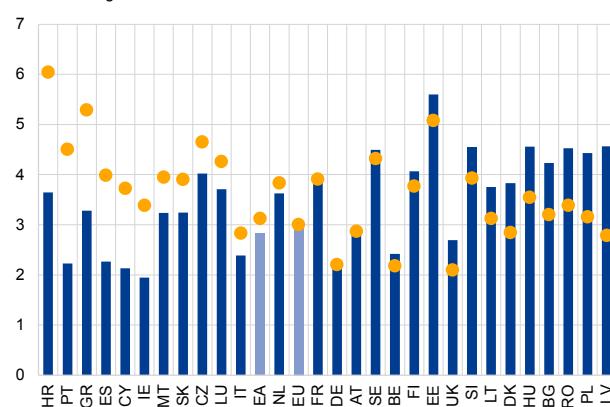
As a ratio of government expenditure, developments in public investment have been even more heterogeneous across EU countries. When measured as a percentage of GDP (see Chart 3), the investment ratio is influenced by the

Chart 3

Public investment-to-GDP ratio

(as a percentage of GDP)

- average 2012-2014
- average 1995-2007



Source: European Commission.

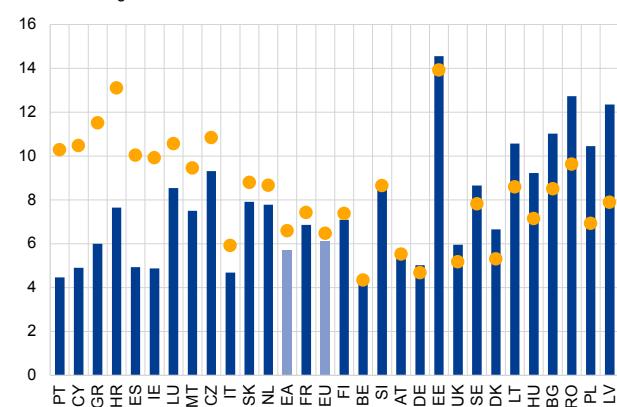
Note: Countries ordered by change in average public investment 2012-14 versus 1995-2007.

Chart 4

Public investment-to-government expenditure ratio

(as a percentage of government expenditure)

- average 2012-2014
- average 1995-2007



Source: European Commission.

Note: Countries ordered by change in average public investment 2012-14 versus 1995-2007.

negative effect of the crisis on output growth. As a share of total public expenditure (see Chart 4), the decline in investment in countries under market pressure reflects the fact that government investment was used more intensively than other expenditure items as a consolidation instrument.

Box 2

Public investment and capital: data and measurement issues

This box discusses the limitations of the data on public investment and capital, which should be taken into account when interpreting comparisons across countries and over time. At least four specific points may be mentioned. First, the distinction between investment and other government expenditure is not always clear with respect to their effect on the productive capacity of the economy. In the national accounts, gross fixed capital formation consists of resident producers' acquisitions minus disposals of fixed tangible or intangible assets, in particular machinery and equipment, vehicles, dwellings and other buildings. However, while education and health care expenditure contributes to reinforcing (private) human capital stock, thus also enhancing the supply side of the economy and contributing to growth, it is mostly considered to be current expenditure rather than investment. Moreover, public investment also includes expenditure on sports stadiums and military equipment, which have debatable effects on the productive capacity of the economy. The distinction between capital and consumption spending has also changed over time. For example, under the current statistical standard, ESA 2010, expenditure on Research and Development and purely military equipment (i.e. without possible civilian use) is treated as capital expenditure, whereas it was considered to be consumption under the previous statistical standard (ESA 95).⁹ Second, the distinction between public and private investment is not always clear in practice, for example when private parties participate in infrastructure projects through PPPs with budgetary risks for the government posed by (explicit or implicit) guarantees. Third, the delineation between the public and private sectors also differs between countries, which partly explains the differences observed across Member States. Last, public capital stock data are not observed but are rather constructed, based on investment flow data, depreciation rates and an estimate of the initial public capital stocks.

Alternative measures of (public) investment, e.g. physical measures, such as broadband penetration, the length of roads and railways or the number of fixed telephone lines, can only partly circumvent some of the limitations of investment (or capital stock) data. Significant limitations include the facts that the quality of infrastructure is often not correctly measured, including the question of valuations, and that comparable cross-country data are scarce and heterogeneous.

With these caveats in mind, this article, as in most of the literature, uses the conventional measure of government investment as defined in national accounts.

⁹ For further information, see "New international standards in statistics – enhancements to methodology and data availability", *Monthly Bulletin*, ECB, August 2014.

3

The contribution of public investment to growth

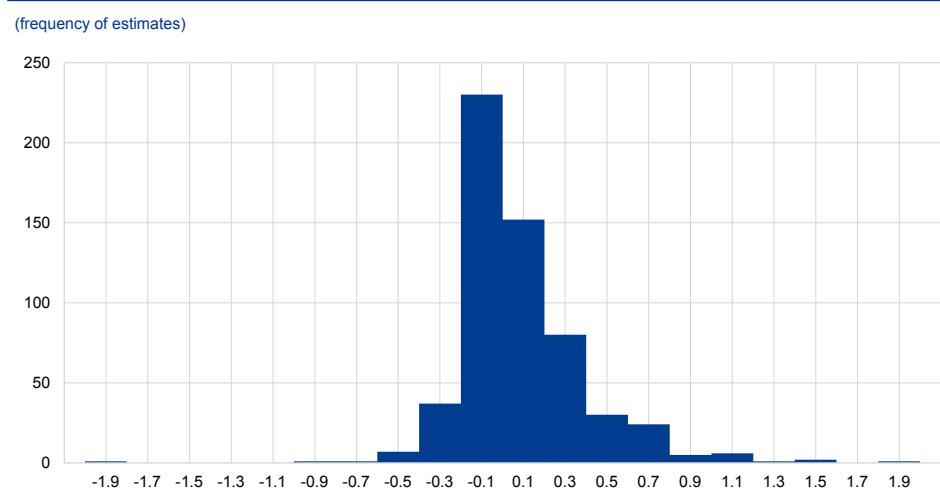
An increase in public investment can positively affect economic growth in two ways. First, an increase in public investment has positive effects on aggregate demand. In addition, efficient public investment can contribute to the economy's productive capacity by increasing the stock of public capital. However, it is important to consider the cost and benefit of additional public capital carefully, taking into account the financing alternatives and their effects on output and public finances.

There is considerable uncertainty surrounding the size of short-term fiscal multipliers. Public investment is usually found to be an expenditure category with a relatively high short-term fiscal multiplier, but there is considerable uncertainty surrounding the size of the multipliers that are found to be country, time and episode-specific.¹⁰ They are, for example, larger during recessions, but found to be smaller in the presence of weak public finances, particularly when debt sustainability is at risk. In addition, multipliers depend on how the expenditure is financed, whether through debt, increases in revenues or cuts in other expenditure categories.

Empirical estimates of the effect of public capital increases on output tend to be positive but heterogeneous. Estimates based on production or cost functions typically find a (small) positive effect, but with considerable variation according to the time period, country, measure of capital and estimation method (see Chart 5). Estimates of the output elasticity of public capital taken from 68 papers published between 1983 and 2008 find an average output elasticity of 0.106, after correcting for a possible publication bias.¹¹ The general conclusion from this strand of the literature

Chart 5

Production function estimates of the output elasticity of public capital



Source: Bom, P.R.D. and Lighthart, J.E., "What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 28, No 5, 2014, pp. 889-916.

¹⁰ For an overview, see "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014, pp. 75-89.

¹¹ See, for example, Bom, P.R.D. and Lighthart, J.E., "What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 28, No 5, 2014, pp. 889-916.

is that public capital supports the potential output level, in particular investment in core infrastructure, e.g. roads, railways and telecommunications. The positive contribution of public capital increases to growth shows a decline over time. This might be related to a downward trend in the marginal productivity of public capital in most developed countries, owing to the completion of infrastructure networks, such as roads or railways, rendering gains from additional investment smaller than in the past.¹²

Estimates of the impact of public investment that also consider the impact on public finances yield less positive results. The production and cost function approaches mentioned above highlight only the benefits of public investment or public capital. However, a government facing the decision of whether or not to invest more has to trade this additional investment off against lower public consumption expenditure, higher taxes or an increase in the debt level. Research based on VAR models, which take the trade-off between additional investment and its financing into account, often finds public capital to have a less positive effect on output growth than estimates based on production functions, and, in some cases, a neutral or even negative effect.¹³

Structural models can provide more insight into the determinants of the effectiveness of additional investment and the conditions under which investment is more or less productive. For example, in a period of fiscal expansion, the output effect will be greater if the monetary policy authority does not respond by increasing its policy rate. Furthermore, studies that take into account implementation delays in investment find only slightly positive or potentially even negative responses in output and employment in the short run.¹⁴ However, rich structural models come at the price of imposing restrictions on the data, with public investment often assumed to be productive (and possible changes in productivity over time not accounted for). For example, model simulations are often conditional on choosing a positive output elasticity of public capital; by assumption, the output effect of public investment then outperforms that of public consumption.¹⁵

4 Model simulations: what determines the effectiveness of public investment?

Given the considerable uncertainty surrounding past estimates of the growth impact of public investment, a comprehensive approach is called for when evaluating the macroeconomic and fiscal implications of an increase in public investment. To this end, this article utilises the Euro Area and Global

¹² See, for example, Pereira, A.M. and Andraz, J.M., "On the economic effects of public infrastructure investment: a survey of the international evidence", *Journal of Economic Development*, Vol. 38, No 4, 2013, pp. 1-37.

¹³ See, for example, Kamps, C., "The Dynamic Effects of Public Capital: VAR Evidence for 22 OECD Countries", *International Tax and Public Finance*, Vol. 12, Issue 4, 2005, pp. 533-558.

¹⁴ Leeper, E.M., Walker, T.B. and Yang, S-C.S., "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, Issue 8, 2010, pp. 1000-1012.

¹⁵ A rare example of unrestricted estimation in a general equilibrium model, using a real business cycle model with US data, can be found in Ercolani, V. and Valle e Azevdo, J., "The effects of public spending externalities", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 46, Issue C, 2014, pp. 173-199, which finds that public investment is unproductive.

Economy (EAGLE) model¹⁶, calibrated for Germany, the rest of the euro area, the United States and the rest of the world (see Box 3 for a short description of the fiscal block of the model). For illustrative purposes, this section considers a temporary increase in public investment in a large euro area country (Germany).¹⁷ More specifically, public investment is increased by 1% of the initial GDP over 20 quarters, and thereafter gradually returns to the baseline level¹⁸. The additional investment is debt-financed, and the fiscal rule, based on the adjustment of non-distortionary taxes, remains inactive during the first ten years of the simulation period. Since the government, by assumption, finances its debt at a risk-free rate, the possible credit risk premium effects of a deteriorating public debt outlook are ignored in these simulations. Moreover, the potential risk associated with higher public debt is not fed back to the balance sheets of those economic sectors that hold the debt. This is an important caveat when interpreting the results, particularly for countries in which sovereign debt sustainability cannot be taken for granted and where domestic financial institutions have large government bond holdings. In the benchmark simulation, the single monetary policy interest rate does not increase in response to the implied changes in the euro area macroeconomic developments (up to eight quarters following the shock). Importantly, the monetary policy stance is fully anticipated by households and firms.

Box 3

The fiscal block of the EAGLE model

With a few exceptions, the government sector representation in the EAGLE model is fairly standard in the context of general equilibrium macroeconomic models. Fiscal policy in the EAGLE model, unlike private sector behaviour, is not based on any explicit optimal decisions. Fiscal authorities set public expenditure proportional to nominal output, in line with the relevant long-term GDP ratios observed in the data. Similarly, on the revenue side, taxes are tied to the relevant tax bases via exogenous tax rates. The government may have a non-zero debt in equilibrium. The stability of government debt is ensured through an endogenous reaction in the non-distortionary taxes to deviations of the government debt-to-GDP ratio from its targeted value (the fiscal rule). Recent enhancement of the fiscal block, in line with Leeper et al. (2010),¹⁹ enables public consumption and investment to play a greater role in affecting the optimal decision-making of the private sector.

More specifically, the public capital stock is assumed to be an important factor of production; therefore, variation in public investment may have strong and persistent supply-side effects. Intermediate-good production technology is formally specified as follows:

$$Y_t = z_t (K_{p,t})^\alpha (K_{g,t})^\beta (N_t)^{(1-\alpha-\beta)},$$

¹⁶ Gomes, S., Jacquinot, P. and Pisani, M., "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Working Paper Series*, ECB, No 1195, 2010.

¹⁷ While the model is calibrated for Germany, the simulations should be considered illustrative of the economic channels involved, rather than country-specific.

¹⁸ The baseline levels are characterised by the steady state (long-term equilibrium) of the model.

¹⁹ Leeper, E.M., Walker, T.B. and Yang, S-C.S., "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, Issue 8, 2010, pp. 1000-1012.

where Y_t is the output, z_t is the total factor productivity, $K_{P,t}$ and $K_{G,t}$ are the private and public capital stock respectively, N_t is the number of hours worked, and α and β are the output elasticity parameters of the private and public capital stock respectively. The public capital evolves by accumulating public investment net of depreciation:

$$K_{G,t} = (1 - \delta_G)K_{G,t-1} + I_{G,t}\varepsilon_t,$$

where δ_G is the public capital stock depreciation rate and ε_t is the public investment efficiency shock. The value of the output elasticity of the public capital stock determines the productivity of public capital (when $\beta = 0$, public investment does not feature any direct supply-side effects as the entire public capital stock is not productive). The variation in the investment efficiency shock controls the extent to which new investment expenditure contributes to the productive public infrastructure. The specific values of the parameters used in the baseline model simulations are similar to those used in Leeper et al. (2010): $\alpha = 0.30$, $\beta = 0.10$, $\delta_G = 0.025$.

Furthermore, private and public consumption goods are assumed to be complements, hence changes to public consumption may have persistent effects on private consumption. Households are assumed to derive utility from the consumption of a composite good consisting of private and public consumption goods:

$$CC_t = \left(v^{\frac{1}{\mu}} C_{P,t}^{\frac{\mu-1}{\mu}} + (1-v)^{\frac{1}{\mu}} C_{G,t}^{\frac{\mu-1}{\mu}} \right)^{\frac{\mu}{\mu-1}},$$

where CC_t is a composite consumption good, $C_{P,t}$ and $C_{G,t}$ are the private and public consumption goods respectively, v is the share of private goods in the consumption basket (when $v = 1$, public consumption yields no utility to households) and μ is the elasticity of substitution between government and private consumption ($\mu \rightarrow 0$ implies the government and private goods are perfect complements; $\mu \rightarrow \infty$ implies the government and private goods are perfect substitutes). The specific values of the parameters used in the baseline model simulations are in line with the euro area estimates reported in Coenen et al. (2013)²⁰: $v = 0.75$ and $\mu = 0.50$.

The investment increase has a positive short and longer-term impact on the domestic economy, but it is not self-financing, as it results in an increase in the public debt-to-GDP ratio over the longer term. The investment shock implies a large positive impact on domestic GDP, even in the short run (see Chart 6). Domestic inflation initially increases, in line with stronger demand and an unresponsive monetary policy. The implied real interest rate declines temporarily, thereby providing a further boost to private demand in the short run. Over the medium term, the positive production capacity effects of the shock strengthen and output expands further to around 1.8% above its baseline value. On the fiscal side, short-run inflationary pressure and an expansion of domestic demand result in a cyclical increase in tax revenues. This partially offsets the deterioration in the

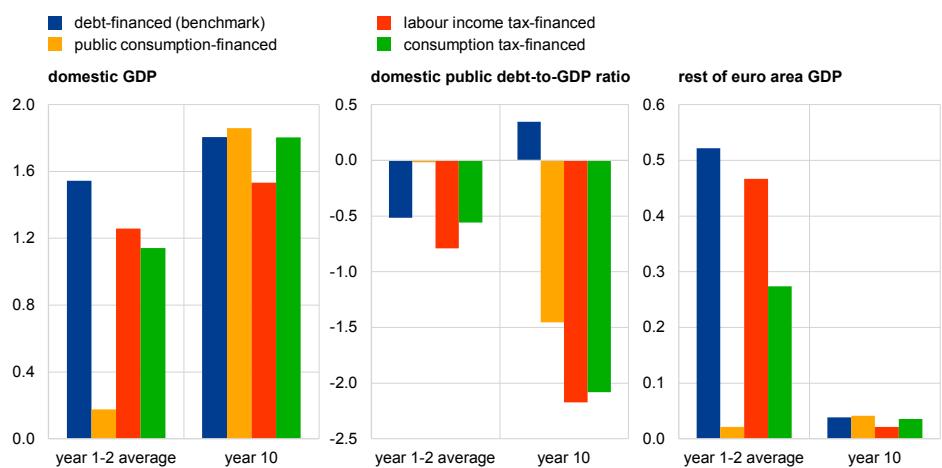
²⁰ Coenen, G., Straub, R. and Trabandt, M., "Gauging the effects of a fiscal stimulus package in the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 37, Issue 2, 2013, pp. 367-386.

government deficit implied by a higher level of investment expenditure. As a result, the government debt-to-GDP ratio falls in the short run. However, because the deficit remains higher as long as the extra public investment is sustained, without additional fiscal adjustments the government debt ratio increases, albeit moderately, in the medium run.

Chart 6

Model simulations with various financing options to increase public investment

(deviation from baseline; percentages)



Source: ECB staff calculations.

The simulations indicate a positive short-term output stimulus for the rest of the euro area. The public investment shock in the domestic economy has a positive spillover effect on the rest of the euro area economy, primarily owing to trade linkages. Higher import demand by the private sector and an increase in the relative price of domestic goods in the domestic economy contribute to stronger exports in the rest of the euro area.

Financing investment with tax increases or expenditure cuts reduces the short-term output effect but improves the sustainability of public finances.

If the increase in public investment is financed by an equivalent (ex ante) reduction in public consumption (1% of GDP), the positive demand effects of the public investment shock are largely neutralised in the short run. When the increase in public investment is matched by an equivalent (ex ante) increase in labour income taxes or consumption taxes, the positive demand effects of the public investment shock are estimated to be somewhat weaker in comparison with the benchmark results under debt financing. Higher labour income taxes harm domestic exports via the deterioration of international price competitiveness. The consumption tax increase negatively affects primarily private consumption via the reduced disposable real income channel. In addition, the distortionary impact of the labour income tax increase on labour utilisation has substantial negative output implications in the long run. As regards public finances, the use of tax instruments for financing higher public investment expenditure results in more favourable government deficit dynamics in the short run and implies a diminishing longer-term path of government debt. These results are based on the assumption that the government keeps expenditure,

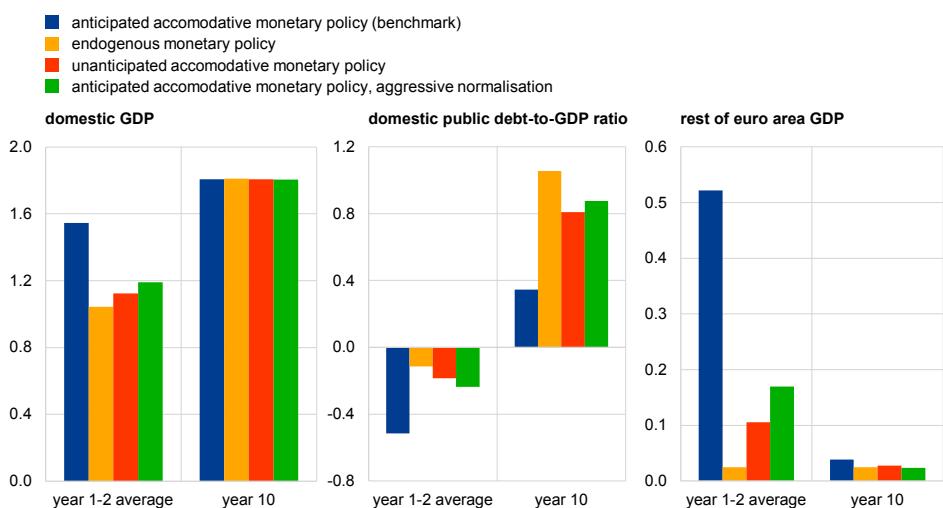
other than public investment, in line with the initial baseline level, and that revenues increase with the additional GDP growth. In other words, the additional tax revenues associated with the increase in economic activity from the investment shock are not used for additional expenditure but for public debt reduction.

The monetary policy response plays a crucial role in the macroeconomic effects of a public investment increase, in particular the spillover to the rest of the euro area. If, unlike in the benchmark simulation, the monetary policy does not accommodate the shock but, instead, raises interest rates in response to the higher inflation risks posed by the short-term increase in demand, the pick-up in both private consumption and investment becomes more muted and this, in turn, limits output gains in the short run (see Chart 7). Under this scenario, there will be a less favourable public debt development over the entire simulation horizon. Moreover, an endogenous monetary policy reaction essentially neutralises the positive spillover effects of the shock on the rest of the euro area, since positive foreign trade effects are offset by higher real interest rates. Similarly, when the constant interest rate policy is not anticipated by the private sector (unanticipated accommodative monetary policy), the macroeconomic response is likely to be more gradual than under the benchmark scenario. Furthermore, when the monetary policy response places less emphasis on smoothing interest rates and greater emphasis on stabilising inflation and output, i.e. when there is a quicker return from a fixed interest rate policy to a normal monetary policy setting (“aggressive normalisation”), the domestic effects and the spillover to the rest of the euro area are estimated to be considerably smaller.

Chart 7

Model simulations with different monetary policy responses

(deviation from baseline; percentages)



Source: ECB staff calculations.

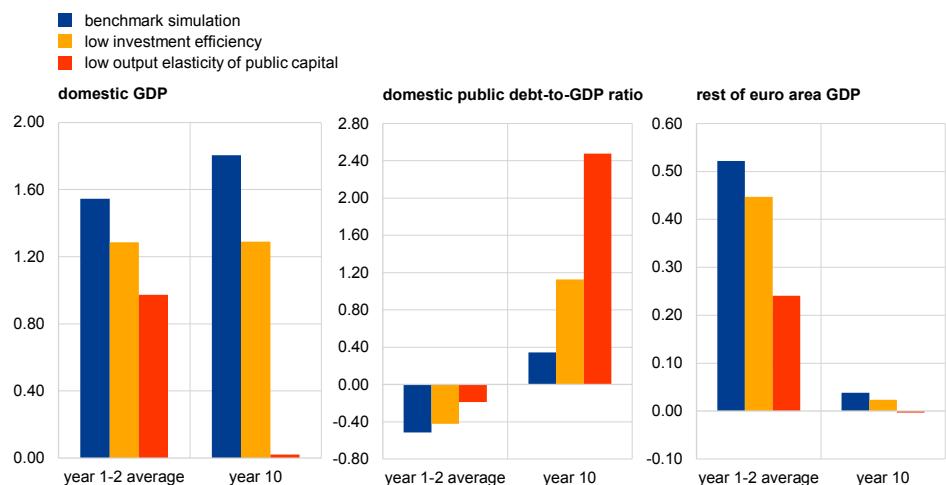
Lower investment efficiency and lower productivity of public capital reduce the positive impact of additional public investment. In the benchmark simulation, all new public investment is initially assumed to be added to the productive capital stock and the output elasticity of the public capital stock is assumed to be positive and

calibrated to 0.1. An alternative scenario of low investment efficiency, in which only half of the new public investment contributes to the reinforcement of the productive public infrastructure, results in a weaker stimulus for the domestic economy and the rest of the euro area (see Chart 8). A simulation of efficient investment with a zero output elasticity of public capital (which essentially implies that the public capital has no productive use) gives rise to an even stronger dampening effect. In this case, higher public investment would have only demand-side direct effects. There is still a positive, but lower, impact on output in the short run. However, it gradually diminishes in the medium run, as private consumption and investment are no longer growth-supportive. Hence, the cyclical upswing in tax revenues is limited and fiscal balances deteriorate significantly. The spillovers to the rest of the euro area are also considerably smaller. The positive effect from investment thus hinges on investment efficiency and the productivity of public capital.

Chart 8

Model simulations with different degrees of investment efficiency and effectiveness of public capital

(deviation from baseline; percentages)



Source: ECB staff calculations.

5

Conclusions

Public investment in Europe has significantly declined since the crisis, although developments are heterogeneous across countries. This has led to calls to stimulate public investment in an environment of low borrowing costs for governments, weak economic growth and monetary policy at the lower bound.

An increase in public investment has positive demand effects and can contribute to the economy's potential output by increasing the stock of public capital. While the empirical literature on the effect of public capital on output typically finds a positive effect, estimates vary considerably according to the time period, country, measure of capital and estimation method. Similarly, the productivity of public capital increases may vary over time and could decline. Any increase in public

investment needs to be assessed in the light of its productivity, its financing and the relative costs and benefits of the financing options.

Model simulations of an increase in public investment in a large euro area economy illustrate the sensitivity of the implied output and budget implications to alternative policy implementation strategies. First, an increase in public investment will have the strongest short-term demand effects, including in terms of spillovers to other countries, with an anticipated accommodative monetary policy. This finding strengthens the case for increasing public investment in the current low-inflation environment. Second, a debt or revenue-financed increase in productive public investment implies significantly larger short-term output gains compared with an increase in investment financed by cutting other public expenditure. However, when distortionary taxes, e.g. labour income taxes, are used to finance public investment, the short-term output gains of additional public investment have to be traded off against tax-induced output losses over the longer term, whereas any increase in public investment financed by higher public debt must be weighed up against possible fiscal sustainability concerns. Last, the longer-term positive effects on the economy's potential output and the impact on public finances crucially depend on the effectiveness of investment and the productivity of public capital. If these are low, an increase in public investment is associated with a greater deterioration of the debt outlook and less persistent output gains. These findings underline the fact that economic considerations are important for ensuring a rigorous selection of productive investment projects.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

| G 20 | BDP ¹⁾ (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje) | | | | | | CPI (letne spremembe v odstotkih) | | | | | | |
|--------------------|---|---------------------|----------|----------|-----------------------|-------------|--------------------------------------|----------------------------|----------|----------|--|-----|------|
| | ZDA | Združeno kraljestvo | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje | Države OECD | ZDA | Združeno kraljestvo (HICP) | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje ²⁾ (HCPI) | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2013 | 3,1 | 1,5 | 2,2 | 1,4 | 7,7 | -0,3 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 2,6 | 0,4 | 2,6 | 1,4 |
| 2014 | 3,3 | 2,4 | 2,9 | -0,1 | 7,3 | 0,9 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 2,7 | 2,0 | 0,4 |
| 2015 | . | 2,4 | 2,2 | 0,5 | 6,9 | 1,6 | 0,6 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,8 | 1,4 | 0,0 |
| 2015 I | 0,8 | 0,2 | 0,4 | 1,1 | 1,3 | 0,6 | 0,6 | 1,7 | -0,1 | 0,1 | 2,3 | 1,2 | -0,3 |
| II | 0,8 | 1,0 | 0,6 | -0,4 | 1,9 | 0,4 | 0,5 | 1,6 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 1,4 | 0,2 |
| III | . | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 1,8 | 0,3 | 0,5 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 1,7 | 0,1 |
| IV | . | 0,3 | 0,5 | -0,3 | 1,6 | 0,3 | 0,7 | 1,8 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 0,2 |
| 2015 sep. | - | - | - | - | - | - | 0,4 | 1,8 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 1,6 | -0,1 |
| okt. | - | - | - | - | - | - | 0,6 | 1,8 | 0,2 | -0,1 | 0,3 | 1,3 | 0,1 |
| nov. | - | - | - | - | - | - | 0,7 | 1,8 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 0,1 |
| dec. | - | - | - | - | - | - | 0,9 | 1,9 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 1,6 | 0,2 |
| 2016 jan. | - | - | - | - | - | - | 1,2 | 1,9 | 1,4 | 0,3 | 0,0 | 1,8 | 0,3 |
| feb. ³⁾ | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | -0,2 |

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, in na podlagi prvih informacij o cenah energentov.

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

| Svet ²⁾ | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano) | | | | | | | | Uvoz blaga ¹⁾ | | | |
|--------------------|--|---------------------|----------|----------|-----------------------|--|----------|-----------------------|--------------------------|---------------------|--------------------------------|------|
| | Sestavljeni indeks vodij nabave PMI | | | | | Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾ | | | Svet | Industrijske države | Nastajajoča tržna gospodarstva | |
| | ZDA | Združeno kraljestvo | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje | Predelovalne dejavnosti | Storitve | nova izvozna naročila | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 2013 | 53,4 | 54,8 | 56,8 | 52,6 | 51,5 | 49,7 | 52,2 | 52,7 | 50,6 | 3,1 | -0,1 | 5,4 |
| 2014 | 54,2 | 57,3 | 57,9 | 50,9 | 51,1 | 52,7 | 53,1 | 54,1 | 51,5 | 3,2 | 3,6 | 2,8 |
| 2015 | 53,3 | 55,8 | 56,3 | 51,4 | 50,4 | 53,8 | 51,7 | 53,9 | 50,3 | 1,1 | 3,8 | -0,9 |
| 2015 I | 53,9 | 56,9 | 57,3 | 50,4 | 51,5 | 53,3 | 53,0 | 54,3 | 50,6 | -1,9 | 1,5 | -4,2 |
| II | 53,3 | 55,9 | 57,2 | 51,3 | 51,1 | 53,9 | 51,1 | 54,1 | 49,6 | -0,9 | -0,9 | -0,9 |
| III | 53,0 | 55,4 | 55,1 | 51,9 | 49,0 | 53,9 | 50,2 | 54,0 | 48,8 | 1,8 | 1,1 | 2,4 |
| IV | 52,7 | 55,0 | 55,4 | 52,3 | 49,9 | 54,1 | 51,3 | 53,2 | 50,5 | 0,7 | 0,3 | 1,0 |
| 2015 sep. | 52,3 | 55,0 | 53,3 | 51,2 | 48,0 | 53,6 | 49,9 | 53,2 | 48,1 | 1,8 | 1,1 | 2,4 |
| okt. | 52,7 | 55,0 | 55,3 | 52,3 | 49,9 | 53,9 | 51,2 | 53,3 | 50,9 | 1,8 | 2,3 | 1,4 |
| nov. | 53,3 | 56,1 | 55,7 | 52,3 | 50,5 | 54,2 | 51,8 | 53,8 | 50,7 | 0,1 | 1,1 | -0,7 |
| dec. | 52,2 | 54,0 | 55,3 | 52,2 | 49,4 | 54,3 | 50,9 | 52,6 | 49,8 | 0,7 | 0,3 | 1,0 |
| 2016 jan. | 52,2 | 53,2 | 56,2 | 52,6 | 50,1 | 53,6 | 51,0 | 52,7 | 50,1 | . | . | . |
| feb. | 50,0 | 50,0 | 52,8 | 51,0 | 49,4 | 53,0 | 49,8 | 50,0 | 48,9 | . | . | . |

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

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

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

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

| | Euroobmočje ¹⁾ | | | | | ZDA | Japonska |
|-----------|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | Depoziti čez noč (EONIA) 1 | 1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2 | 3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3 | 6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4 | 12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5 | 3-mesečni depoziti (LIBOR) 6 | 3-mesečni depoziti (LIBOR) 7 |
| 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 |
| 2015 | -0,11 | -0,07 | -0,02 | 0,05 | 0,17 | 0,31 | 0,09 |
| 2015 avg. | -0,12 | -0,09 | -0,03 | 0,04 | 0,16 | 0,32 | 0,09 |
| sep. | -0,14 | -0,11 | -0,04 | 0,04 | 0,15 | 0,33 | 0,08 |
| okt. | -0,14 | -0,12 | -0,05 | 0,02 | 0,13 | 0,32 | 0,08 |
| nov. | -0,13 | -0,14 | -0,09 | -0,02 | 0,08 | 0,37 | 0,08 |
| dec. | -0,20 | -0,19 | -0,13 | -0,04 | 0,06 | 0,53 | 0,08 |
| 2016 jan. | -0,24 | -0,22 | -0,15 | -0,06 | 0,04 | 0,62 | 0,08 |
| feb. | -0,24 | -0,25 | -0,18 | -0,12 | -0,01 | 0,62 | 0,01 |

Vir: ECB.

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

| | Promptne stopnje donosa | | | | | Razponi | | | Trenutne terminske stopnje donosa | | | |
|-----------|-------------------------------|--------|--------|-------|--------|-------------------------------|--------------------|---------------------|-----------------------------------|--------|-------|--------|
| | Euroobmočje ^{1), 2)} | | | | | Euroobmočje ^{1), 2)} | ZDA | Združeno kraljestvo | Euroobmočje ^{1), 2)} | | | |
| | 3 meseci | 1 leto | 2 leti | 5 let | 10 let | 10 let - 1 leto | 10 let - 1 leto | 10 let - 1 leto | 1 leto | 2 leti | 5 let | 10 let |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 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 |
| 2015 | -0,45 | -0,40 | -0,35 | 0,02 | 0,77 | 1,17 | 1,66 | 1,68 | -0,35 | -0,22 | 0,82 | 1,98 |
| 2015 avg. | -0,25 | -0,27 | -0,22 | 0,14 | 0,82 | 1,09 | 1,84 | 1,46 | -0,25 | -0,07 | 0,86 | 1,97 |
| sep. | -0,36 | -0,27 | -0,24 | 0,04 | 0,70 | 0,97 | 1,73 | 1,24 | -0,22 | -0,17 | 0,73 | 1,76 |
| okt. | -0,35 | -0,33 | -0,31 | -0,03 | 0,63 | 0,96 | 1,82 | 1,40 | -0,32 | -0,25 | 0,66 | 1,69 |
| nov. | -0,41 | -0,40 | -0,40 | -0,13 | 0,58 | 0,98 | 1,73 | 1,34 | -0,41 | -0,36 | 0,58 | 1,77 |
| dec. | -0,45 | -0,40 | -0,35 | 0,02 | 0,77 | 1,17 | 1,66 | 1,68 | -0,35 | -0,22 | 0,82 | 1,98 |
| 2016 jan. | -0,45 | -0,45 | -0,47 | -0,23 | 0,44 | 0,89 | 1,47 | 1,18 | -0,47 | -0,46 | 0,43 | 1,55 |
| feb. | -0,50 | -0,51 | -0,54 | -0,36 | 0,22 | 0,73 | 1,14 | 1,01 | -0,54 | -0,56 | 0,18 | 1,23 |

Vir: ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

| | Indeksi Dow Jones EURO STOXX | | | | | | | | | | | ZDA | Japonska | |
|-----------|------------------------------|---------|--|----------------------|-------------------|---------------|---------|------------|-------------|--------------------------|------------------|---------------------|-----------------------|------------|
| | Primerjalni indeks | | Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva | | | | | | | | | | | |
| | Širši indeks | 50 | Bazični materiali | Potrošniške storitve | Potrošniško blago | Nafta in plin | Finance | Industrija | Tehnologija | Gospodarske javne službe | Telekomunikacije | Zdravstveno varstvo | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 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 |
| 2015 | 356,2 | 3.444,1 | 717,4 | 261,9 | 628,2 | 299,9 | 189,8 | 500,6 | 373,2 | 278,0 | 377,7 | 821,3 | 2.061,1 | 19.203,8 |
| 2015 avg. | 356,7 | 3.444,4 | 711,9 | 261,9 | 615,0 | 287,7 | 193,9 | 504,6 | 359,9 | 274,9 | 390,0 | 856,9 | 2.039,9 | 19.919,1 |
| sep. | 330,9 | 3.165,5 | 649,6 | 250,9 | 566,4 | 267,2 | 178,5 | 469,7 | 339,5 | 250,8 | 362,6 | 817,4 | 1.944,4 | 17.944,2 |
| okt. | 342,2 | 3.275,5 | 658,6 | 261,3 | 598,9 | 290,0 | 183,4 | 478,7 | 360,4 | 263,5 | 362,3 | 823,9 | 2.024,8 | 18.374,1 |
| nov. | 358,2 | 3.439,6 | 703,0 | 269,0 | 640,1 | 297,3 | 187,0 | 507,4 | 394,1 | 270,3 | 385,3 | 850,1 | 2.080,6 | 19.581,8 |
| dec. | 346,0 | 3.288,6 | 652,5 | 262,8 | 630,2 | 278,1 | 180,2 | 494,9 | 391,7 | 263,6 | 363,3 | 811,0 | 2.054,1 | 19.202,6 |
| 2016 jan. | 320,8 | 3.030,5 | 589,3 | 250,1 | 584,0 | 252,6 | 161,6 | 463,6 | 379,6 | 254,3 | 345,1 | 769,6 | 1.918,6 | 17.302,3 |
| feb. | 304,3 | 2.862,6 | 559,2 | 245,9 | 569,1 | 250,5 | 144,0 | 449,9 | 352,5 | 245,7 | 332,8 | 732,6 | 1.904,4 | 16.347,0 |

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)^{1), 2)} (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

| Čez noč | Vloge | | | Revolving posojila in okvirna posojila | Ob- restova- ni dolg po kreditni kartici | Potrošniška posojila | | | Posojila samostoj- nim pod- jetnikom in neinkor- poriranim partnerst- vom | Stanovanjska posojila | | | | | Ses- tavljeni indeks stroškov izposo- janja | | | | |
|--------------------------|---|-------------|---------------|---|---|---|---------------|--|--|---------------------------------|---------------------------------|------|---|------|--|------|--|--|--|
| | Na odpoklic z dobo odpok- lica do 3 mesecev | do 2 let | nad 2 leti | | | Po začethi fiksni obrestni meri | | | | Po začetni fiksni obrestni meri | | | Letni odstotek stroškov ³⁾ | | | | | | |
| | | | | | | spre- menljiva obrest- na mera oz. fiks- na do 1 leta | nad 1 leto | spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta | | nad 1 leto | nad 5 let in do 10 let | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | | | | |
| 2015 feb. | 0,18 | 0,85 | 0,97 | 1,53 | 7,13 | 17,05 | 5,18 | 6,47 | 6,82 | 2,79 | 2,09 | 2,51 | 2,35 | 2,48 | 2,58 | 2,37 | | | |
| mar. | 0,17 | 0,83 | 0,89 | 1,24 | 7,13 | 17,05 | 5,16 | 6,17 | 6,50 | 2,72 | 2,10 | 2,45 | 2,24 | 2,39 | 2,53 | 2,29 | | | |
| apr. | 0,16 | 0,79 | 0,87 | 1,19 | 7,03 | 17,01 | 4,89 | 6,13 | 6,42 | 2,66 | 2,01 | 2,38 | 2,17 | 2,36 | 2,49 | 2,23 | | | |
| maj | 0,16 | 0,82 | 0,84 | 1,13 | 6,98 | 17,08 | 5,04 | 6,29 | 6,60 | 2,67 | 2,05 | 2,33 | 2,10 | 2,29 | 2,45 | 2,17 | | | |
| jun. | 0,15 | 0,78 | 0,77 | 1,11 | 6,97 | 17,02 | 4,88 | 6,15 | 6,47 | 2,59 | 2,03 | 2,27 | 2,12 | 2,31 | 2,48 | 2,18 | | | |
| jul. | 0,15 | 0,74 | 0,67 | 1,14 | 6,83 | 17,08 | 5,10 | 6,20 | 6,53 | 2,61 | 2,05 | 2,25 | 2,21 | 2,36 | 2,56 | 2,22 | | | |
| avg. | 0,14 | 0,67 | 0,67 | 1,00 | 6,83 | 17,03 | 5,30 | 6,28 | 6,62 | 2,60 | 2,12 | 2,35 | 2,30 | 2,33 | 2,60 | 2,26 | | | |
| sep. | 0,14 | 0,67 | 0,67 | 1,08 | 6,85 | 17,06 | 5,21 | 6,18 | 6,55 | 2,68 | 2,07 | 2,36 | 2,29 | 2,38 | 2,61 | 2,25 | | | |
| okt. | 0,14 | 0,66 | 0,65 | 0,99 | 6,71 | 16,98 | 5,22 | 6,03 | 6,43 | 2,64 | 2,06 | 2,32 | 2,30 | 2,41 | 2,58 | 2,26 | | | |
| nov. | 0,14 | 0,65 | 0,64 | 0,96 | 6,68 | 16,91 | 5,23 | 6,22 | 6,60 | 2,68 | 2,04 | 2,31 | 2,32 | 2,45 | 2,62 | 2,27 | | | |
| dec. | 0,13 | 0,64 | 0,64 | 0,98 | 6,61 | 16,95 | 4,84 | 5,94 | 6,25 | 2,53 | 1,99 | 2,27 | 2,27 | 2,42 | 2,55 | 2,22 | | | |
| 2016 jan. ^(p) | 0,12 | 0,62 | 0,63 | 1,25 | 6,65 | 16,87 | 5,31 | 6,30 | 6,65 | 2,53 | 1,98 | 2,23 | 2,30 | 2,41 | 2,52 | 2,23 | | | |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)^{1), 2)} (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

| Čez noč | Vloge | | | Revolving posojila in okvirna posojila | Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri) | | | | | | | | | Sestavljeni indeks stroškov izposo- janja | | | |
|------------|--------|----------|---------------|---|---|-----------------------------|---------------|---|-----------------------------|---------------|---|-----------------------------|---------------|---|----|--|--|
| | Vezane | do 2 let | | | do 250.000 EUR | | | nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR | | | nad 1 milijon EUR | | | | | | |
| | | do 2 let | nad 2 leti | | spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev | 3 mesece in do 1 leto | nad 1 leto | spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev | 3 mesece in do 1 leto | nad 1 leto | spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev | 3 mesece in do 1 leto | nad 1 leto | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | | |
| 2015 feb. | 0,21 | 0,35 | 1,04 | 3,43 | 3,60 | 3,72 | 3,13 | 2,23 | 2,71 | 2,39 | 1,51 | 1,99 | 2,14 | 2,36 | | | |
| mar. | 0,21 | 0,32 | 0,97 | 3,39 | 3,46 | 3,65 | 3,10 | 2,16 | 2,65 | 2,32 | 1,61 | 2,12 | 2,00 | 2,35 | | | |
| apr. | 0,19 | 0,30 | 0,90 | 3,34 | 3,46 | 3,58 | 2,97 | 2,18 | 2,60 | 2,26 | 1,61 | 1,93 | 2,02 | 2,32 | | | |
| maj | 0,18 | 0,30 | 0,91 | 3,28 | 3,37 | 3,50 | 2,97 | 2,15 | 2,46 | 2,23 | 1,56 | 1,85 | 2,04 | 2,25 | | | |
| jun. | 0,18 | 0,31 | 1,09 | 3,25 | 3,19 | 3,47 | 2,87 | 2,09 | 2,33 | 2,23 | 1,59 | 1,91 | 2,03 | 2,24 | | | |
| jul. | 0,17 | 0,32 | 0,86 | 3,19 | 3,27 | 3,60 | 2,87 | 2,07 | 2,36 | 2,20 | 1,50 | 1,73 | 2,04 | 2,17 | | | |
| avg. | 0,17 | 0,24 | 0,92 | 3,16 | 3,25 | 3,57 | 2,91 | 2,07 | 2,32 | 2,23 | 1,39 | 1,53 | 2,03 | 2,13 | | | |
| sep. | 0,17 | 0,26 | 0,98 | 3,20 | 3,23 | 3,51 | 2,89 | 2,03 | 2,25 | 2,21 | 1,49 | 1,87 | 2,17 | 2,20 | | | |
| okt. | 0,16 | 0,26 | 0,80 | 3,09 | 3,18 | 3,42 | 2,89 | 2,04 | 2,28 | 2,20 | 1,43 | 1,69 | 2,02 | 2,14 | | | |
| nov. | 0,16 | 0,23 | 0,84 | 3,05 | 3,14 | 3,39 | 2,88 | 2,02 | 2,16 | 2,20 | 1,37 | 1,62 | 1,98 | 2,09 | | | |
| dec. | 0,14 | 0,23 | 0,85 | 3,01 | 3,07 | 3,18 | 2,77 | 2,01 | 2,13 | 2,17 | 1,43 | 1,77 | 1,92 | 2,06 | | | |
| 2016 jan. | 0,13 | 0,26 | 0,78 | 2,97 | 3,22 | 3,25 | 2,78 | 2,00 | 2,22 | 2,18 | 1,39 | 1,68 | 2,07 | 2,09 | | | |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

| Skupaj | DFI (vključno z Eurosistemom) | Stanja | | | | Skupaj | DFI (vključno z Eurosistemom) | Bruto izdaje ¹⁾ | | | | | | |
|--------------------|-------------------------------|------------------------------|-------------------|------------------------------|---------------|--------|-------------------------------|------------------------------|-------------------|------------------------------|---------------|----|----|----|
| | | Družbe, ki niso DFI | | Širše opredeljena država | | | | Družbe, ki niso DFI | | Širše opredeljena država | | | | |
| | | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | Enote centralne ravni države | Ostala država | | | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | Enote centralne ravni države | Ostala država | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| Kratkoročne | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 1.253 | 483 | 122 | . | 67 | 529 | 53 | 508 | 314 | 30 | . | 44 | 99 | 21 |
| 2014 | 1.320 | 544 | 129 | . | 59 | 538 | 50 | 409 | 219 | 34 | . | 38 | 93 | 25 |
| 2015 | 1.260 | 521 | 135 | . | 61 | 478 | 65 | 334 | 151 | 36 | . | 32 | 82 | 34 |
| 2015 avg. | 1.341 | 558 | 130 | . | 79 | 515 | 59 | 291 | 132 | 28 | . | 22 | 79 | 29 |
| sep. | 1.327 | 545 | 127 | . | 75 | 520 | 59 | 345 | 162 | 31 | . | 29 | 93 | 30 |
| okt. | 1.339 | 552 | 144 | . | 74 | 509 | 60 | 363 | 172 | 31 | . | 32 | 86 | 42 |
| nov. | 1.351 | 559 | 144 | . | 73 | 509 | 66 | 311 | 140 | 39 | . | 30 | 75 | 26 |
| dec. | 1.260 | 521 | 135 | . | 61 | 478 | 65 | 294 | 133 | 50 | . | 27 | 57 | 26 |
| 2016 jan. | 1.283 | 527 | 137 | . | 68 | 483 | 67 | 325 | 141 | 31 | . | 33 | 87 | 33 |
| Dolgoročne | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 15.107 | 4.404 | 3.087 | . | 921 | 6.069 | 627 | 222 | 70 | 39 | . | 16 | 89 | 9 |
| 2014 | 15.127 | 4.047 | 3.158 | . | 994 | 6.285 | 643 | 221 | 66 | 43 | . | 16 | 85 | 10 |
| 2015 | 15.171 | 3.783 | 3.207 | . | 1.065 | 6.480 | 637 | 213 | 66 | 44 | . | 13 | 81 | 8 |
| 2015 avg. | 15.243 | 3.892 | 3.232 | . | 1.035 | 6.447 | 636 | 112 | 42 | 19 | . | 4 | 44 | 4 |
| sep. | 15.259 | 3.864 | 3.236 | . | 1.042 | 6.485 | 632 | 257 | 64 | 82 | . | 14 | 93 | 4 |
| okt. | 15.331 | 3.859 | 3.290 | . | 1.048 | 6.498 | 636 | 232 | 78 | 44 | . | 12 | 89 | 10 |
| nov. | 15.376 | 3.869 | 3.277 | . | 1.061 | 6.525 | 644 | 196 | 67 | 34 | . | 16 | 67 | 11 |
| dec. | 15.171 | 3.783 | 3.207 | . | 1.065 | 6.480 | 637 | 153 | 49 | 60 | . | 16 | 23 | 4 |
| 2016 jan. | 15.140 | 3.749 | 3.186 | . | 1.052 | 6.520 | 634 | 202 | 75 | 21 | . | 6 | 93 | 8 |

Vir: ECB.

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

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

| Skupaj | DFI (vključno z Eurosistemom) | Vrednostni papirji razen delnic | | | | Skupaj | DFI | Delnice, ki kotirajo na borzi | | | | | |
|----------------------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------|------------------------------|---------------|---------|-------|-------------------------------|------------------------------|-------------------|---------|--|--|
| | | Družbe, ki niso DFI | | Širše opredeljena država | | | | Delnice, ki kotirajo na borzi | | | | | |
| | | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | Enote centralne ravni države | Ostala država | | | DFI | Finančne družbe, ki niso DFI | Nefinančne družbe | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | | | |
| Stanje | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 16.360,7 | 4.886,5 | 3.209,1 | . | 987,4 | 6.598,1 | 679,6 | 5.649,0 | 569,1 | 747,3 | 4.332,7 | | |
| 2014 | 16.446,4 | 4.590,6 | 3.287,3 | . | 1.052,4 | 6.823,2 | 692,9 | 5.958,0 | 591,1 | 784,6 | 4.582,3 | | |
| 2015 | 16.430,8 | 4.303,8 | 3.341,6 | . | 1.126,1 | 6.957,8 | 701,5 | 6.720,7 | 586,1 | 891,5 | 5.243,1 | | |
| 2015 avg. | 16.584,4 | 4.450,1 | 3.362,1 | . | 1.114,3 | 6.962,5 | 695,3 | 6.576,6 | 630,6 | 848,4 | 5.097,6 | | |
| sep. | 16.585,9 | 4.409,6 | 3.363,2 | . | 1.116,9 | 7.004,9 | 691,3 | 6.273,7 | 582,5 | 804,8 | 4.886,4 | | |
| okt. | 16.670,5 | 4.410,5 | 3.434,5 | . | 1.122,3 | 7.007,0 | 696,3 | 6.812,7 | 612,1 | 873,0 | 5.327,6 | | |
| nov. | 16.727,2 | 4.428,1 | 3.420,5 | . | 1.134,4 | 7.034,0 | 710,2 | 7.006,2 | 613,9 | 922,6 | 5.469,8 | | |
| dec. | 16.430,8 | 4.303,8 | 3.341,6 | . | 1.126,1 | 6.957,8 | 701,5 | 6.720,7 | 586,1 | 891,5 | 5.243,1 | | |
| 2016 jan. | 16.422,9 | 4.276,0 | 3.322,9 | . | 1.119,5 | 7.003,4 | 701,1 | 6.313,9 | 490,7 | 832,3 | 4.990,9 | | |
| Stopnja rasti | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -1,4 | -8,9 | -3,4 | . | 8,0 | 4,5 | -1,1 | 0,7 | 7,2 | -0,4 | 0,2 | | |
| 2014 | -0,6 | -7,8 | 0,4 | . | 5,1 | 3,1 | 1,2 | 1,4 | 7,2 | 1,0 | 0,7 | | |
| 2015 | -0,2 | -7,0 | 3,0 | . | 5,3 | 1,8 | 0,5 | 1,1 | 4,5 | 1,5 | 0,6 | | |
| 2015 avg. | -1,0 | -7,3 | 0,4 | . | 4,1 | 1,9 | -0,2 | 1,0 | 3,3 | 0,4 | 0,8 | | |
| sep. | -0,5 | -7,5 | 2,1 | . | 4,4 | 2,4 | -1,9 | 1,0 | 3,3 | 0,5 | 0,7 | | |
| okt. | 0,1 | -6,0 | 2,4 | . | 4,3 | 2,4 | 0,1 | 1,0 | 3,3 | 0,9 | 0,7 | | |
| nov. | 0,0 | -5,6 | 1,5 | . | 4,5 | 2,2 | 1,2 | 1,0 | 3,0 | 1,5 | 0,6 | | |
| dec. | -0,2 | -7,0 | 3,0 | . | 5,3 | 1,8 | 0,5 | 1,1 | 4,5 | 1,5 | 0,6 | | |
| 2016 jan. | -0,8 | -7,9 | 1,4 | . | 4,4 | 2,0 | 0,6 | 1,0 | 3,3 | 1,8 | 0,7 | | |

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

| | Efektivni devizni tečaj-19 | | | | | | Efektivni devizni tečaj-38 | |
|--------------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------|----------------------------|-----------------|
| | Nominalni 1 | Realni CPI 2 | Realni PPI 3 | Deflator realnega BDP 4 | Realni ULCM ²⁾ 5 | Realni ULCT | Nominalni 6 | Realni CPI 8 |
| 2013 | 101,2 | 98,2 | 96,7 | 91,1 | 102,0 | 98,8 | 111,9 | 95,6 |
| 2014 | 101,8 | 97,9 | 96,7 | 91,3 | 102,2 | 100,4 | 114,7 | 96,1 |
| 2015 | 92,4 | 88,4 | 89,1 | - | - | - | 106,5 | 87,9 |
| 2015 I | 93,0 | 89,2 | 89,4 | 83,9 | 91,3 | 92,2 | 106,4 | 88,3 |
| II | 91,2 | 87,5 | 88,2 | 82,3 | 90,0 | 90,1 | 104,4 | 86,4 |
| III | 92,7 | 88,7 | 89,6 | 84,0 | 91,6 | 91,4 | 107,6 | 88,7 |
| IV | 92,4 | 88,4 | 89,3 | - | - | - | 107,7 | 88,4 |
| 2015 sep. | 93,8 | 89,7 | 90,7 | - | - | - | 109,6 | 90,3 |
| okt. | 93,6 | 89,6 | 90,5 | - | - | - | 109,0 | 89,7 |
| nov. | 91,1 | 87,1 | 88,1 | - | - | - | 106,0 | 87,0 |
| dec. | 92,5 | 88,3 | 89,2 | - | - | - | 108,0 | 88,5 |
| 2016 jan. | 93,6 | 89,1 | 90,2 | - | - | - | 109,9 | 89,7 |
| feb. | 94,7 | 90,0 | 91,2 | - | - | - | 111,3 | 91,0 |
| % sprememba glede na predhodni mesec | | | | | | | | |
| 2016 feb. | 1,2 | 1,0 | 1,2 | - | - | - | 1,3 | 1,4 |
| % sprememba glede na predhodno leto | | | | | | | | |
| 2016 feb. | 1,5 | 0,6 | 1,6 | - | - | - | 4,0 | 2,5 |

Vir: ECB.

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

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

| | Kitajski juan ren- minbi 1 | Hrvatska kuna 2 | Češka krona 3 | Danska krona 4 | Madžarski forint 5 | Japonski jen 6 | Poljski zlot 7 | Britanski funt 8 | Romunski leu 9 | Švedska krona 10 | Švicarski frank 11 | Ameriški dolar 12 |
|--------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|--------------------------|----------------------|-------------------|------------------------|----------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 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 |
| 2015 | 6,973 | 7,614 | 27,279 | 7,459 | 309,996 | 134,314 | 4,184 | 0,726 | 4,4454 | 9,353 | 1,068 | 1,110 |
| 2015 I | 7,023 | 7,681 | 27,624 | 7,450 | 308,889 | 134,121 | 4,193 | 0,743 | 4,4516 | 9,380 | 1,072 | 1,126 |
| II | 6,857 | 7,574 | 27,379 | 7,462 | 306,100 | 134,289 | 4,088 | 0,721 | 4,4442 | 9,300 | 1,041 | 1,105 |
| III | 7,008 | 7,578 | 27,075 | 7,462 | 312,095 | 135,863 | 4,188 | 0,717 | 4,4290 | 9,429 | 1,072 | 1,112 |
| IV | 7,000 | 7,623 | 27,057 | 7,460 | 312,652 | 132,952 | 4,264 | 0,722 | 4,4573 | 9,302 | 1,085 | 1,095 |
| 2015 sep. | 7,146 | 7,589 | 27,089 | 7,461 | 313,145 | 134,851 | 4,218 | 0,731 | 4,4236 | 9,392 | 1,091 | 1,122 |
| okt. | 7,135 | 7,621 | 27,105 | 7,460 | 311,272 | 134,839 | 4,251 | 0,733 | 4,4227 | 9,349 | 1,088 | 1,124 |
| nov. | 6,840 | 7,607 | 27,039 | 7,460 | 312,269 | 131,597 | 4,249 | 0,707 | 4,4453 | 9,313 | 1,083 | 1,074 |
| dec. | 7,019 | 7,640 | 27,027 | 7,461 | 314,398 | 132,358 | 4,290 | 0,726 | 4,5033 | 9,245 | 1,083 | 1,088 |
| 2016 jan. | 7,139 | 7,658 | 27,027 | 7,462 | 314,679 | 128,324 | 4,407 | 0,755 | 4,5311 | 9,283 | 1,094 | 1,086 |
| feb. | 7,266 | 7,636 | 27,040 | 7,463 | 310,365 | 127,346 | 4,397 | 0,776 | 4,4814 | 9,410 | 1,102 | 1,109 |
| % sprememba glede na predhodni mesec | | | | | | | | | | | | |
| 2016 feb. | 1,8 | -0,3 | 0,1 | 0,0 | -1,4 | -0,8 | -0,2 | 2,8 | -1,1 | 1,4 | 0,7 | 2,1 |
| % sprememba glede na predhodno leto | | | | | | | | | | | | |
| 2016 feb. | 2,4 | -1,0 | -2,1 | 0,2 | 1,1 | -5,4 | 5,3 | 4,7 | 1,1 | -0,8 | 3,8 | -2,3 |

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

| | Skupaj ¹ | | | Neposredne naložbe | | Portfeljske naložbe | | Izvedeni finančni instrumenti (neto) 8 | Ostale naložbe | | Rezerve 11 | Zaznamek: Bruto zunanjji dolg 12 | | | |
|--|---------------------|-----------------|-----------|--------------------|-----------------|---------------------|-----------------|---|----------------|------------------|---------------|--|--|--|--|
| | Terjatve 1 | Obveznosti 2 | Neto 3 | Terjatve 4 | Obveznosti 5 | Terjatve 6 | Obveznosti 7 | | Terjatve 9 | Obveznosti 10 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 IV | 19.874,6 | 20.995,4 | -1.120,7 | 8.247,8 | 6.403,1 | 6.467,3 | 9.829,8 | -43,1 | 4.590,4 | 4.762,5 | 612,3 | 12.048,4 | | | |
| 2015 I | 21.841,7 | 22.847,8 | -1.006,0 | 8.952,8 | 6.632,8 | 7.225,2 | 11.059,5 | -69,3 | 5.042,7 | 5.155,5 | 690,4 | 13.008,1 | | | |
| II | 21.447,0 | 22.295,7 | -848,7 | 8 871,7 | 6 704,2 | 7 105,7 | 10 628,1 | -24,8 | 4.835,9 | 4.963,4 | 658,5 | 12.653,2 | | | |
| III | 21.347,0 | 22.222,1 | -875,1 | 9 177,3 | 7 153,7 | 6 781,0 | 10 124,9 | -36,7 | 4.781,1 | 4.943,4 | 644,2 | 12.668,6 | | | |
| <i>Saldo kot odstotek BDP</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 III | 206,9 | 215,3 | -8,5 | 88,9 | 69,3 | 65,7 | 98,1 | -0,4 | 46,3 | 47,9 | 6,2 | 122,8 | | | |
| <i>Transakcije</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 547,1 | 511,7 | 35,5 | 193,7 | 89,2 | 137,1 | 249,9 | 22,6 | 187,9 | 172,5 | 5,8 | - | | | |
| II | 60,9 | 23,0 | 37,9 | 97,0 | 139,7 | 128,2 | 1,5 | 1,3 | -163,3 | -118,3 | -2,4 | - | | | |
| III | 59,0 | 13,9 | 45,1 | 106,4 | 137,8 | 14,2 | -106,9 | -1,7 | -62,6 | -16,9 | 2,7 | - | | | |
| IV | -117,8 | -215,2 | 97,4 | 42,6 | 40,2 | 102,9 | -31,5 | 16,4 | -284,3 | -224,0 | 4,6 | - | | | |
| 2015 jul. | 120,0 | 130,9 | -10,8 | 82,7 | 95,4 | 14,9 | -63,6 | 9,9 | 19,5 | 99,1 | -7,0 | - | | | |
| avg. | -18,4 | -25,3 | 6,9 | -10,0 | 4,3 | -12,1 | -34,3 | -7,8 | 10,1 | 4,7 | 1,4 | - | | | |
| sep. | -42,6 | -91,6 | 49,0 | 33,8 | 38,1 | 11,4 | -9,0 | -3,8 | -92,2 | -120,7 | 8,3 | - | | | |
| okt. | 121,9 | 84,4 | 37,5 | 39,9 | 43,9 | 56,0 | 30,0 | -0,7 | 32,7 | 10,5 | -6,0 | - | | | |
| nov. | -32,2 | -51,1 | 18,9 | -4,9 | -4,5 | 27,0 | -3,2 | 9,8 | -66,5 | -43,4 | 2,5 | - | | | |
| dec. | -207,5 | -248,5 | 40,9 | 7,6 | 0,9 | 19,9 | -58,3 | 7,3 | -250,5 | -191,0 | 8,1 | - | | | |
| <i>Skupne 12-mesečne transakcije</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 dec. | 549,3 | 333,4 | 215,9 | 439,8 | 407,0 | 382,5 | 113,1 | 38,6 | -322,3 | -186,7 | 10,7 | - | | | |
| <i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 dec. | 5,3 | 3,2 | 2,1 | 4,2 | 3,9 | 3,7 | 1,1 | 0,4 | -3,1 | -1,8 | 0,1 | - | | | |

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

| Skupaj | Bruto domači proizvod (BDP) | | | | | | | | Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾ | | |
|--|-----------------------------|----------------------|-------------------|--------------------------------------|---------|---------|----------------------|----------------------|---|---|---------------------|
| | Skupaj | Domače povpraševanje | | | | | | | Spremembe zalog ²⁾ | Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾ | |
| | | Zasebna potrošnja | Državna potrošnja | Bruto investicije v osnovna sredstva | | | Gradbene investicije | Investicije v opremo | | Skupaj | Izvoz ¹⁾ |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Tekoče cene (v milijardah EUR) | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 9.931,8 | 9.595,2 | 5.558,5 | 2.094,5 | 1.949,0 | 1.005,5 | 573,7 | 365,7 | -6,8 | 336,6 | 4.373,4 |
| 2014 | 10.106,4 | 9.732,9 | 5.631,1 | 2.128,5 | 1.984,6 | 1.008,1 | 596,2 | 375,3 | -11,3 | 373,6 | 4.521,3 |
| 2015 | 10.400,2 | 9.940,4 | 5.738,0 | 2.169,1 | 2.054,2 | | | | -20,8 | 459,7 | 4.751,0 |
| 2015 I | 2.573,8 | 2.462,9 | 1.421,0 | 538,3 | 509,0 | 256,0 | 154,5 | 96,7 | -5,4 | 110,9 | 1.167,6 |
| II | 2.591,7 | 2.473,5 | 1.433,0 | 540,4 | 510,1 | 253,8 | 155,1 | 99,5 | -10,0 | 118,2 | 1.196,8 |
| III | 2.606,9 | 2.490,4 | 1.439,4 | 543,0 | 513,6 | 253,6 | 154,7 | 101,2 | -5,6 | 116,5 | 1.195,2 |
| IV | 2.624,0 | 2.510,0 | 1.444,1 | 546,4 | 521,6 | | | | -2,1 | 114,0 | 1.192,5 |
| <i>Odstotek BDP</i> | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 100,0 | 95,6 | 55,2 | 20,9 | 19,8 | | | | -0,2 | 4,4 | - |
| <i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i> | | | | | | | | | | | |
| <i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 1,4 | 1,3 | 1,9 | 1,4 | - | - | 1,4 |
| II | 0,4 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | -0,9 | 0,1 | 2,6 | - | - | 1,7 |
| III | 0,3 | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | -0,2 | -0,5 | 1,2 | - | - | 0,2 |
| IV | 0,3 | 0,6 | 0,2 | 0,6 | 1,3 | | | | - | - | 0,2 |
| <i>Medletne spremembe v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,3 | -0,7 | -0,6 | 0,2 | -2,6 | -3,5 | -2,4 | -0,4 | - | - | 2,1 |
| 2014 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 1,3 | -0,5 | 4,1 | 2,1 | - | - | 4,1 |
| 2015 | 1,6 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 2,7 | | | | - | - | 5,0 |
| 2015 I | 1,3 | 1,4 | 1,6 | 1,1 | 2,0 | 0,1 | 4,8 | 2,6 | - | - | 5,3 |
| II | 1,6 | 1,4 | 1,7 | 1,2 | 2,6 | 0,6 | 4,4 | 5,0 | - | - | 6,0 |
| III | 1,6 | 1,9 | 1,8 | 1,2 | 2,5 | 0,5 | 2,2 | 6,8 | - | - | 4,6 |
| IV | 1,6 | 2,2 | 1,5 | 1,6 | 3,4 | | | | - | - | 3,6 |
| <i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i> | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 0,6 | 0,8 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | -0,2 | - |
| II | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,2 | 0,4 | - |
| III | 0,3 | 0,7 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | -0,4 | - |
| IV | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | | | | 0,1 | -0,3 | - |
| <i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i> | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,3 | -0,7 | -0,4 | 0,0 | -0,5 | -0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | - |
| 2014 | 0,9 | 0,9 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| 2015 | 1,6 | 1,7 | 0,9 | 0,3 | 0,5 | | | | 0,0 | -0,1 | - |
| 2015 I | 1,3 | 1,4 | 0,9 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | - |
| II | 1,6 | 1,3 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | -0,4 | 0,3 | - |
| III | 1,6 | 1,8 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | - |
| IV | 1,6 | 2,2 | 0,8 | 0,3 | 0,7 | | | | 0,3 | -0,6 | - |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

| | Skupaj | Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov | Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe | Gradbeništvo | Bruto dodana vrednost (osnovne cene) | | | | | | | Davki brez subvencij za proizvode |
|--|---------|---|---|--------------|--------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|-------|---|
| | | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Tekoče cene (v milijardah EUR) | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 8.927,3 | 152,3 | 1.737,0 | 458,1 | 1.680,2 | 412,6 | 442,3 | 1.030,6 | 945,2 | 1.751,4 | 317,6 | 1.004,5 |
| 2014 | 9.073,5 | 146,7 | 1.756,9 | 461,6 | 1.711,1 | 417,6 | 453,9 | 1.051,0 | 968,0 | 1.781,8 | 324,8 | 1.033,0 |
| 2015 | 9.329,3 | 146,4 | 1.815,9 | 469,8 | 1.771,3 | 431,1 | 456,4 | 1.075,8 | 1.008,2 | 1.821,1 | 333,4 | 1.070,9 |
| 2015 I | 2.312,6 | 36,1 | 451,1 | 117,1 | 438,5 | 106,3 | 114,9 | 265,7 | 247,8 | 452,5 | 82,5 | 261,2 |
| II | 2.324,2 | 36,2 | 453,6 | 116,4 | 441,1 | 107,4 | 114,5 | 267,6 | 250,9 | 453,5 | 83,0 | 267,4 |
| III | 2.337,7 | 36,7 | 454,3 | 117,0 | 444,4 | 108,3 | 113,7 | 270,5 | 253,3 | 456,0 | 83,6 | 269,2 |
| IV | 2.351,7 | 37,4 | 454,4 | 118,7 | 447,3 | 109,2 | 113,1 | 271,9 | 256,3 | 459,2 | 84,2 | 272,3 |
| Odstotek dodane vrednosti | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 100,0 | 1,6 | 19,5 | 5,0 | 19,0 | 4,6 | 4,9 | 11,5 | 10,8 | 19,5 | 3,6 | - |
| Verižni obseg (cene preteklega leta) | | | | | | | | | | | | |
| Četrtletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 0,1 | 1,0 | 0,3 | 0,2 | 0,1 |
| II | 0,3 | 0,3 | 0,4 | -0,5 | 0,4 | 0,9 | 0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,1 | 0,3 | 1,0 |
| III | 0,3 | 0,6 | 0,2 | -0,1 | 0,5 | 0,5 | -0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,3 |
| IV | 0,2 | 0,5 | -0,5 | 1,0 | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,2 | 0,4 | 1,2 |
| Medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,2 | 3,2 | -0,6 | -3,3 | -0,8 | 2,5 | -2,5 | 1,1 | 0,3 | 0,4 | -0,5 | -1,1 |
| 2014 | 0,9 | 3,1 | 0,6 | -0,9 | 1,4 | 2,0 | -0,6 | 1,3 | 1,4 | 0,5 | 1,2 | 0,8 |
| 2015 | 1,5 | 0,8 | 1,8 | 0,3 | 2,0 | 2,7 | 0,8 | 1,1 | 2,7 | 0,8 | 1,1 | 2,6 |
| 2015 I | 1,2 | 0,6 | 1,2 | -1,0 | 1,7 | 2,5 | 1,1 | 1,0 | 2,2 | 0,6 | 0,8 | 2,2 |
| II | 1,5 | 0,6 | 1,8 | 0,1 | 2,1 | 3,1 | 1,3 | 0,7 | 2,7 | 0,8 | 1,0 | 2,6 |
| III | 1,5 | 0,2 | 1,9 | 0,2 | 2,0 | 2,4 | 0,2 | 1,1 | 2,8 | 0,7 | 0,9 | 2,9 |
| IV | 1,5 | 2,2 | 1,1 | 0,9 | 1,9 | 2,7 | 0,4 | 1,2 | 3,1 | 0,7 | 1,3 | 2,7 |
| Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah | | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 0,6 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| II | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| III | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| IV | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2014 | 0,9 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2015 | 1,5 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2015 I | 1,2 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | - |
| II | 1,5 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| III | 1,5 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |
| IV | 1,5 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

| Skupaj | Po statusu zaposlitve | | | Po gospodarski dejavnosti | | | | | | | | | |
|--|-----------------------|---------------|-----------------------------------|--|---------------|---|--|--|-------------------------------|--|--|------------------------------------|------|
| | Zaposlen | Samo-zaposlen | Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov | Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe | Grad-beništvo | Trgovina, promet, skladiščenje in gostin-stvo | Informacijske in komunikacijske dejavnosti | Finančne in zavaroval-niške dejavnosti | Poslo-vanje z nepre-mičninami | Stro-kovne poslovne in podpor-nestoritve | Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo | Umetnost, zabava in druge storitve | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Število zaposlenih | | | | | | | | | | | | | |
| <i>v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 100,0 | 84,9 | 15,1 | 3,4 | 15,4 | 6,4 | 24,8 | 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 | 24,8 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 12,9 | 24,0 | 7,0 |
| 2014 | 100,0 | 85,1 | 14,9 | 3,4 | 15,2 | 6,0 | 24,8 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 13,0 | 24,1 | 7,1 |
| <i>Medletne spremembe v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | -0,4 | -0,5 | 0,0 | -1,1 | -0,7 | -4,4 | -0,6 | 1,1 | -0,4 | 0,2 | 0,8 | 0,0 | 0,4 |
| 2013 | -0,7 | -0,6 | -1,0 | -1,6 | -1,3 | -4,2 | -0,8 | 0,3 | -1,0 | -1,9 | 0,3 | 0,2 | -0,2 |
| 2014 | 0,6 | 0,7 | -0,3 | 0,6 | -0,1 | -1,8 | 0,7 | 0,8 | -0,9 | 1,0 | 1,9 | 0,8 | 0,7 |
| 2014 IV | 0,8 | 1,0 | -0,2 | 0,2 | 0,3 | -1,4 | 0,9 | 0,6 | -0,5 | 1,6 | 2,4 | 0,8 | 1,8 |
| 2015 I | 0,9 | 1,1 | -0,1 | -0,3 | 0,3 | -0,1 | 1,2 | 0,5 | -0,3 | 1,5 | 2,7 | 0,6 | 0,7 |
| II | 1,0 | 1,1 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,4 | 2,5 | 2,8 | 0,6 | 1,0 |
| III | 1,1 | 1,3 | -0,2 | 0,1 | 0,4 | -0,3 | 1,2 | 1,5 | 0,0 | 2,4 | 3,0 | 0,8 | 1,0 |
| <i>Opravljenе delovne ure</i> | | | | | | | | | | | | | |
| <i>v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 2,9 | 2,8 | 1,0 | 12,5 | 21,8 | 6,3 |
| 2014 | 100,0 | 80,3 | 19,7 | 4,4 | 15,7 | 6,7 | 25,8 | 2,9 | 2,7 | 1,0 | 12,7 | 21,9 | 6,3 |
| <i>Medletne spremembe v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | -1,6 | -1,6 | -1,5 | -2,3 | -2,2 | -6,8 | -1,7 | 0,7 | -1,0 | -0,8 | -0,3 | -0,5 | -0,8 |
| 2013 | -1,4 | -1,4 | -1,8 | -1,4 | -1,5 | -5,5 | -1,6 | -0,1 | -1,6 | -3,1 | -0,8 | -0,4 | -1,4 |
| 2014 | 0,6 | 0,8 | -0,4 | 0,1 | 0,4 | -1,7 | 0,6 | 1,2 | -1,0 | 0,7 | 2,0 | 1,0 | 0,0 |
| 2014 IV | 1,0 | 1,2 | 0,1 | 0,7 | 1,0 | -1,1 | 0,8 | 1,4 | -0,8 | 1,6 | 2,9 | 0,9 | 1,2 |
| 2015 I | 0,8 | 1,0 | -0,1 | 0,8 | 0,5 | -0,3 | 0,7 | 0,6 | -0,6 | 2,4 | 2,5 | 0,6 | 1,2 |
| II | 1,1 | 1,3 | 0,3 | 1,0 | 0,9 | 1,2 | 0,7 | 1,5 | 0,4 | 3,3 | 3,3 | 0,6 | 1,2 |
| III | 1,3 | 1,6 | 0,2 | 0,7 | 1,0 | 0,4 | 1,0 | 2,6 | -0,2 | 3,7 | 3,7 | 0,9 | 1,2 |
| <i>Opravljenе delovne ure na zaposlenega</i> | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Medletne spremembe v odstotkih</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | -1,2 | -1,1 | -1,6 | -1,2 | -1,5 | -2,5 | -1,1 | -0,4 | -0,6 | -1,0 | -1,1 | -0,5 | -1,2 |
| 2013 | -0,8 | -0,7 | -0,8 | 0,2 | -0,2 | -1,4 | -0,8 | -0,4 | -0,6 | -1,3 | -1,0 | -0,5 | -1,2 |
| 2014 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | -0,5 | 0,5 | 0,1 | -0,1 | 0,3 | 0,0 | -0,3 | 0,1 | 0,2 | -0,6 |
| 2014 IV | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,4 | -0,1 | 0,8 | -0,3 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | -0,6 |
| 2015 I | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 0,2 | -0,3 | -0,5 | 0,2 | -0,3 | 0,9 | -0,2 | 0,0 | 0,4 |
| II | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,7 | 0,6 | 0,3 | -0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,8 | 0,4 | -0,1 | 0,2 |
| III | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | -0,1 | 1,0 | -0,2 | 1,3 | 0,7 | 0,1 | 0,2 |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

| | Zaposleni v milijonih ¹⁾ | Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾ | Brezposelnost | | | | | | | | | | | | Stopnja prostih delovnih mest ²⁾ | |
|-------------------------------|--|--|----------------|----------------------|---------|--------|---|----------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------|--|--|
| | | | Skupaj | | | | Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾ | Po starosti | | | | Po spolu | | | | |
| | | | V milijonih | % delovne sile | Odrasli | Mladi | | V milijonih | % delovne sile | V milijonih | % delovne sile | V milijonih | % delovne sile | V milijonih | % delovne sile | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| % od skupaj v letu 2013 | | | 100,0 | | | 81,3 | | 18,7 | | 53,6 | | 46,4 | | | | |
| 2013 | 159,334 | 4,6 | 19,212 | 12,0 | 5,9 | 15,621 | 10,7 | 3,592 | 24,3 | 10,299 | 11,9 | 8,913 | 12,1 | 1,5 | | |
| 2014 | 160,308 | 4,6 | 18,624 | 11,6 | 6,1 | 15,213 | 10,4 | 3,412 | 23,7 | 9,929 | 11,5 | 8,695 | 11,8 | 1,7 | | |
| 2015 | | | 17,430 | 10,9 | | 14,275 | 9,7 | 3,155 | 22,4 | 9,254 | 10,7 | 8,176 | 11,0 | | | |
| 2015 I | 160,090 | 4,7 | 17,994 | 11,2 | 5,9 | 14,757 | 10,1 | 3,237 | 22,7 | 9,560 | 11,1 | 8,434 | 11,4 | 1,7 | | |
| II | 160,461 | 4,6 | 17,685 | 11,0 | 5,7 | 14,507 | 9,9 | 3,178 | 22,5 | 9,397 | 10,9 | 8,288 | 11,2 | 1,7 | | |
| III | 160,554 | 4,4 | 17,202 | 10,7 | 5,3 | 14,081 | 9,6 | 3,120 | 22,3 | 9,121 | 10,5 | 8,081 | 10,9 | 1,6 | | |
| IV | | | 16,838 | 10,5 | | 13,754 | 9,4 | 3,085 | 22,2 | 8,936 | 10,3 | 7,902 | 10,7 | | | |
| 2015 avg. | - | - | 17,211 | 10,7 | - | 14,077 | 9,6 | 3,134 | 22,4 | 9,120 | 10,5 | 8,092 | 10,9 | - | | |
| sep. | - | - | 17,058 | 10,6 | - | 13,940 | 9,5 | 3,118 | 22,3 | 9,041 | 10,4 | 8,017 | 10,8 | - | | |
| okt. | - | - | 16,959 | 10,6 | - | 13,838 | 9,4 | 3,121 | 22,3 | 9,002 | 10,4 | 7,956 | 10,7 | - | | |
| nov. | - | - | 16,803 | 10,5 | - | 13,733 | 9,4 | 3,070 | 22,1 | 8,902 | 10,3 | 7,901 | 10,7 | - | | |
| dec. | - | - | 16,752 | 10,4 | - | 13,690 | 9,3 | 3,063 | 22,1 | 8,904 | 10,3 | 7,849 | 10,6 | - | | |
| 2016 jan. | - | - | 16,647 | 10,3 | - | 13,609 | 9,3 | 3,037 | 22,0 | 8,800 | 10,2 | 7,847 | 10,6 | - | | |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

| | Industrija brez gradbeništva | | | | | | Grad- beništvo | Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triji | Trgovina na drobno | | | | Registracije novih osebnih avtomobilov | | | | |
|-----------|--|---------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|------------|------|-------------------|--|--------------------|---|-------|----------|--|-----|-------|----|----|
| | Skupaj | | Glavne industrijske skupine | | | | | | Skupaj | Hrana, piča in tobačni izdelki | | Neživila | Goriva | | | | |
| | Predelovalne dejavnosti | Proiz- vodi za vmesno porabo | Proiz- vodi za investi- cije | Proizvodi za široko porabo | Energetika | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| | % od skupaj v letu 2010 | 100,0 | 86,0 | 33,6 | 29,2 | 22,5 | 14,7 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 39,3 | 51,5 | 9,1 | 100,0 | | |
| | Medletne spremembe v odstotkih | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,7 | -0,7 | -1,0 | -0,6 | -0,4 | -0,8 | -2,3 | -0,1 | -0,8 | -0,9 | -0,6 | -1,0 | -4,4 | | | | |
| 2014 | 0,8 | 1,7 | 1,2 | 1,8 | 2,6 | -5,5 | 1,7 | 3,3 | 1,2 | 0,3 | 2,2 | 0,0 | 3,8 | | | | |
| 2015 | 1,4 | 1,5 | 0,8 | 1,8 | 1,8 | 0,2 | -0,9 | 2,5 | 2,5 | 1,4 | 3,4 | 2,4 | 8,9 | | | | |
| 2015 I | 1,6 | 1,1 | -0,1 | 1,1 | 2,4 | 4,6 | -1,7 | 1,1 | 2,4 | 1,1 | 3,4 | 2,2 | 9,0 | | | | |
| II | 1,3 | 1,7 | 0,9 | 2,7 | 0,9 | -1,1 | -0,8 | 5,4 | 2,5 | 1,3 | 3,5 | 2,7 | 6,9 | | | | |
| III | 1,8 | 2,1 | 0,9 | 2,5 | 2,7 | 0,0 | -1,2 | 2,2 | 3,2 | 2,2 | 3,9 | 3,1 | 9,4 | | | | |
| IV | 0,8 | 1,3 | 1,4 | 0,9 | 1,3 | -3,2 | 0,1 | 1,3 | 2,0 | 1,1 | 2,7 | 1,8 | 10,4 | | | | |
| 2015 avg. | 2,3 | 2,9 | 1,2 | 4,1 | 3,2 | -2,3 | -2,1 | 3,5 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 4,1 | 8,3 | | | | |
| sep. | 1,4 | 1,9 | 1,4 | 2,0 | 1,9 | -1,4 | -0,5 | 0,0 | 3,3 | 1,6 | 4,8 | 2,1 | 9,8 | | | | |
| okt. | 2,1 | 2,3 | 1,5 | 3,6 | 1,3 | 1,1 | 0,1 | 0,7 | 2,3 | 1,1 | 3,2 | 1,7 | 5,8 | | | | |
| nov. | 1,4 | 1,8 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | -2,7 | 0,3 | 3,3 | 1,7 | 0,8 | 2,4 | 2,2 | 10,9 | | | | |
| dec. | -1,3 | -0,4 | 0,4 | -2,6 | 1,3 | -7,3 | -0,4 | 0,0 | 2,1 | 1,4 | 2,7 | 1,6 | 15,1 | | | | |
| 2016 jan. | . | . | . | . | . | . | . | . | 2,0 | 1,4 | 3,0 | 0,3 | 10,8 | | | | |
| | Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 avg. | -0,5 | -0,1 | 0,4 | -0,9 | 0,3 | -3,6 | 0,5 | -1,6 | 0,1 | 0,6 | -0,2 | 1,6 | -0,5 | | | | |
| sep. | -0,2 | -0,4 | 0,0 | -0,3 | -1,4 | 1,7 | -0,8 | -2,0 | -0,1 | -0,5 | 0,1 | -1,0 | 0,9 | | | | |
| okt. | 0,9 | 0,6 | 0,1 | 1,4 | 0,7 | 1,8 | 0,5 | 1,6 | -0,2 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -1,1 | | | | |
| nov. | -0,5 | -0,2 | 0,7 | -1,5 | 0,0 | -4,3 | 0,9 | 0,9 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,4 | 2,4 | | | | |
| dec. | -1,0 | -0,8 | -0,3 | -1,9 | -0,1 | -2,4 | -0,6 | -0,2 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,8 | 5,0 | | | | |
| 2016 jan. | . | . | . | . | . | . | . | . | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,1 | 1,5 | | | | |

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

| Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100) | Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače) | | | | | | | | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi) | | | |
|---|---|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|--|-----------------------|---|----------------------------------|---|---|---|------------------------------|
| | Kazalnik zaupanja v industriji | Izkoriščenost zmogljivosti (v %) | Kazalnik zaupanja potrošnikov | Kazalnik zaupanja v gradbeništvu | Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno | Storitvene dejavnosti | Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih | Izkoriščenost zmogljivosti (v %) | Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti | Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih | Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti | Skupni indeks za proizvodnjo |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 1999-2013 | 100,0 | -6,1 | 80,8 | -12,8 | -13,6 | -8,6 | 6,7 | - | 51,0 | 52,4 | 52,9 | 52,7 |
| 2013 | 93,5 | -9,0 | 78,6 | -18,8 | -27,9 | -12,2 | -5,4 | 87,1 | 49,6 | 50,6 | 49,3 | 49,7 |
| 2014 | 101,5 | -3,8 | 80,4 | -10,2 | -26,4 | -3,1 | 4,9 | 87,6 | 51,8 | 53,3 | 52,5 | 52,7 |
| 2015 | 104,2 | -3,1 | 81,3 | -6,2 | -22,5 | 1,6 | 9,1 | 88,4 | 52,2 | 53,4 | 54,0 | 53,8 |
| 2015 I | 102,6 | -3,9 | 81,1 | -6,2 | -24,8 | -1,5 | 5,7 | 88,2 | 51,4 | 52,6 | 53,6 | 53,3 |
| II | 103,7 | -3,2 | 81,1 | -5,2 | -24,4 | 0,0 | 7,7 | 88,3 | 52,3 | 53,4 | 54,1 | 53,9 |
| III | 104,5 | -2,9 | 81,3 | -7,0 | -22,5 | 3,0 | 10,4 | 88,4 | 52,3 | 53,6 | 54,0 | 53,9 |
| IV | 106,3 | -2,4 | 81,7 | -6,4 | -18,4 | 5,1 | 12,6 | 88,6 | 52,8 | 54,0 | 54,2 | 54,1 |
| 2015 sep. | 105,5 | -2,3 | - | -7,0 | -22,2 | 4,3 | 12,4 | - | 52,0 | 53,4 | 53,7 | 53,6 |
| okt. | 106,1 | -1,9 | 81,5 | -7,5 | -20,1 | 6,5 | 12,3 | 88,7 | 52,3 | 53,6 | 54,1 | 53,9 |
| nov. | 106,0 | -3,3 | - | -5,9 | -17,5 | 5,8 | 12,7 | - | 52,8 | 54,0 | 54,2 | 54,2 |
| dec. | 106,7 | -2,0 | - | -5,7 | -17,6 | 2,9 | 12,8 | - | 53,2 | 54,5 | 54,2 | 54,3 |
| 2016 jan. | 105,1 | -3,1 | 81,9 | -6,3 | -19,0 | 2,7 | 11,5 | 88,5 | 52,3 | 53,4 | 53,6 | 53,6 |
| feb. | 103,8 | -4,4 | - | -8,8 | -17,5 | 1,6 | 10,6 | - | 51,2 | 52,3 | 53,3 | 53,0 |

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

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

| Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾ | Stopnja zadolženosti | Gospodinjstva | | | | | | Nefinančne družbe | | | | | |
|--|----------------------|--|--------------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------------|-----|
| | | Realni razpoložljivi dohodek | Finančne naložbe | Nefinančne naložbe (bruto) | Neto premoženje ²⁾ | Premoženje v nepremičninah | Delež dobička ³⁾ | Stopnja varčevanja (neto) | Stopnja zadolženosti ⁴⁾ | Finančne naložbe | Nefinančne naložbe (bruto) | Financiranje | |
| | | kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka | medletne spremembe v odstotkih | | | | | kot odstotek neto dodane vrednosti | kot odstotek BDP | medletne spremembe v odstotkih | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2012 | 12,4 | 98,8 | -1,8 | 1,7 | -5,3 | -0,1 | -3,0 | 31,0 | 1,7 | 133,4 | 1,6 | -6,6 | 1,1 |
| 2013 | 12,7 | 97,3 | -0,4 | 1,2 | -4,0 | 0,5 | -1,8 | 31,9 | 3,1 | 131,2 | 2,3 | -1,0 | 1,0 |
| 2014 | 12,7 | 96,6 | 0,7 | 1,8 | 0,8 | 2,7 | 1,1 | 31,7 | 3,3 | 131,9 | 1,6 | 3,2 | 1,0 |
| 2014 IV | 12,7 | 96,6 | 1,0 | 1,8 | 0,9 | 2,7 | 1,1 | 31,7 | 3,3 | 131,9 | 1,6 | 1,3 | 1,0 |
| 2015 I | 12,7 | 96,0 | 2,0 | 1,8 | -0,5 | 3,8 | 1,4 | 31,9 | 3,6 | 133,9 | 2,4 | 2,2 | 1,4 |
| II | 12,8 | 95,7 | 2,2 | 1,8 | -0,5 | 2,6 | 1,5 | 32,6 | 4,1 | 133,2 | 2,9 | 3,1 | 1,6 |
| III | 12,7 | 95,6 | 1,7 | 1,8 | 1,0 | 2,4 | 2,0 | 33,0 | 4,8 | 132,6 | 3,4 | 2,8 | 1,8 |

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

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

| | Tekoči račun | | | | | | | | | | | Kapitalski račun ¹⁾ | |
|--|--------------|---------|-------|----------|---------|----------|---------|------------------|---------|--------------------|---------|--------------------------------|---------|
| | Skupaj | | | Blago | | Storitve | | Primarni dohodek | | Sekundarni dohodek | | | |
| | Prejemki | Izdatki | Saldo | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki |
| 2015 I | 876,7 | 796,8 | 79,9 | 512,8 | 437,5 | 184,3 | 169,4 | 154,1 | 130,4 | 25,5 | 59,5 | 8,7 | 7,5 |
| II | 896,6 | 817,1 | 79,5 | 525,4 | 444,8 | 188,0 | 171,8 | 156,8 | 141,6 | 26,4 | 58,9 | 9,6 | 37,3 |
| III | 886,8 | 810,3 | 76,5 | 516,2 | 434,1 | 189,6 | 174,0 | 156,0 | 144,0 | 25,0 | 58,2 | 9,6 | 3,9 |
| IV | 882,1 | 804,1 | 78,0 | 514,2 | 432,1 | 192,1 | 176,2 | 150,0 | 136,4 | 25,9 | 59,3 | 14,0 | 7,1 |
| 2015 jul. | 297,4 | 271,7 | 25,8 | 174,4 | 145,7 | 62,8 | 58,1 | 52,1 | 48,5 | 8,1 | 19,4 | 3,3 | 1,4 |
| avg. | 293,6 | 270,5 | 23,1 | 170,2 | 144,9 | 63,4 | 58,0 | 51,2 | 48,2 | 8,8 | 19,4 | 3,4 | 1,0 |
| sep. | 295,8 | 268,1 | 27,7 | 171,6 | 143,5 | 63,4 | 57,9 | 52,7 | 47,3 | 8,1 | 19,4 | 3,0 | 1,5 |
| okt. | 297,6 | 271,9 | 25,7 | 172,5 | 144,5 | 64,0 | 58,8 | 52,2 | 48,7 | 8,8 | 20,0 | 4,5 | 2,0 |
| nov. | 298,0 | 271,0 | 26,9 | 172,7 | 145,2 | 64,6 | 58,6 | 51,8 | 47,3 | 8,9 | 19,9 | 3,9 | 1,8 |
| dec. | 286,6 | 261,1 | 25,5 | 169,0 | 142,4 | 63,4 | 58,8 | 46,0 | 40,4 | 8,2 | 19,5 | 5,6 | 3,3 |
| <i>Skupne 12-mesečne transakcije</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 dec. | 3 542,3 | 3 228,3 | 314,0 | 2 068,5 | 1 748,4 | 754,0 | 691,5 | 616,9 | 552,5 | 102,8 | 235,9 | 41,9 | 55,7 |
| <i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 dec. | 34,1 | 31,1 | 3,0 | 19,9 | 16,8 | 7,3 | 6,7 | 5,9 | 5,3 | 1,0 | 2,3 | 0,4 | 0,5 |

1) Ni desezonirano.

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

| | Skupaj (nedesezonirano) | | | Izvoz (f.o.b) | | | | | | Uvoz (c.i.f) | | | | |
|--|----------------------------|------|--------|------------------------------|-------|-------|--|--------|-------|--------------|------------------------------|-------|-------|-----------|
| | Izvoz | Uvoz | Skupaj | Blago za vmesno porabo | | | Zaznamek: Industrijski proizvodi | Skupaj | | | Blago za vmesno porabo | | | Zaznamek: |
| | | | | 4 | 5 | 6 | | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| <i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 5,6 | 1,9 | 509,1 | 241,6 | 105,3 | 149,4 | 422,0 | 447,9 | 260,2 | 70,2 | 109,7 | 315,2 | 55,4 | |
| II | 8,2 | 4,2 | 513,4 | 242,5 | 105,4 | 153,5 | 428,6 | 453,3 | 265,4 | 70,4 | 110,8 | 317,3 | 60,0 | |
| III | 4,4 | 0,8 | 507,0 | 234,8 | 104,7 | 153,8 | 422,3 | 445,5 | 254,6 | 69,8 | 113,1 | 316,5 | 51,0 | |
| IV | 3,1 | 2,2 | 508,5 | . | . | . | 424,2 | 445,2 | . | . | . | 322,3 | . | |
| 2015 jul. | 7,0 | 0,9 | 172,8 | 79,6 | 35,4 | 52,5 | 143,6 | 150,3 | 86,5 | 23,5 | 37,7 | 106,4 | 18,2 | |
| avg. | 5,5 | 2,7 | 166,5 | 77,7 | 34,4 | 50,7 | 137,9 | 147,2 | 83,9 | 23,0 | 37,7 | 103,9 | 17,0 | |
| sep. | 0,8 | -0,8 | 167,8 | 77,5 | 34,8 | 50,6 | 140,8 | 148,0 | 84,2 | 23,3 | 37,7 | 106,2 | 15,8 | |
| okt. | 0,4 | -0,6 | 168,1 | 79,8 | 34,9 | 50,8 | 142,6 | 148,3 | 84,4 | 24,5 | 37,5 | 107,1 | 16,1 | |
| nov. | 5,8 | 4,1 | 170,4 | 78,8 | 34,9 | 51,6 | 140,5 | 147,9 | 82,2 | 23,7 | 38,1 | 107,3 | 14,4 | |
| dec. | 3,4 | 3,4 | 170,0 | . | . | . | 141,1 | 149,0 | . | . | . | 108,0 | . | |
| <i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 I | 2,6 | 5,2 | 118,9 | 115,2 | 120,7 | 123,2 | 118,9 | 106,6 | 106,6 | 107,0 | 105,9 | 108,6 | 105,9 | |
| II | 2,9 | 2,7 | 117,1 | 113,6 | 118,9 | 121,6 | 118,0 | 104,2 | 104,2 | 103,6 | 104,8 | 107,1 | 99,5 | |
| III | 1,1 | 3,2 | 116,6 | 111,8 | 117,9 | 122,6 | 116,7 | 105,8 | 105,6 | 104,8 | 106,6 | 107,3 | 99,4 | |
| IV | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |
| 2015 jun. | 7,9 | 6,7 | 117,7 | 113,8 | 120,5 | 122,4 | 118,6 | 105,6 | 105,4 | 103,9 | 107,3 | 109,1 | 97,3 | |
| jul. | 3,1 | 1,9 | 118,8 | 112,8 | 119,6 | 125,5 | 119,0 | 106,1 | 105,0 | 107,0 | 108,0 | 108,9 | 97,0 | |
| avg. | 2,0 | 5,5 | 114,9 | 111,2 | 115,5 | 121,4 | 113,9 | 105,1 | 105,3 | 103,5 | 105,7 | 105,1 | 100,5 | |
| sep. | -1,7 | 2,4 | 116,2 | 111,3 | 118,7 | 121,1 | 117,2 | 106,2 | 106,6 | 103,8 | 106,1 | 108,0 | 100,9 | |
| okt. | -1,7 | 3,7 | 117,1 | 115,3 | 118,7 | 122,1 | 118,8 | 107,3 | 108,1 | 110,3 | 105,9 | 109,7 | 103,7 | |
| nov. | 3,3 | 7,5 | 118,3 | 114,4 | 117,9 | 122,2 | 116,4 | 107,3 | 106,5 | 105,4 | 107,7 | 109,7 | 95,5 | |

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevijo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

| Indeks: 2005 =100 | Skupaj | | | | Skupaj (desezonirano; sprememba v odstotkih glede na prejšnje obdobje) | | | | | | | Zaznamek: Nadzorovane cene | |
|--|--|--------------------|----------------------|--------------------|---|--------------------|--------------------------|--|------------------------|--------------|--|-------------------------------|-------|
| | Skupaj Skupaj brez neprede- lane hrane in ener- gentov | | Blago | Storitve | Skupaj | Predelana hrana | Nepredelana hrana | Industrijs- ko blago razen ener- gentov | Energenti (ni des.) | Storitve | Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| % od skupaj v letu 2015 | 100,0 | 100,0 | 69,7 | 56,6 | 43,5 | 100,0 | 12,2 | 7,5 | 26,3 | 10,6 | 43,5 | 87,1 | 12,9 |
| 2013 | 99,5 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | - | - | - | - | - | - | 1,2 | 2,1 |
| 2014 | 100,0 | 0,4 | 0,8 | -0,2 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 1,9 |
| 2015 | 100,0 | 0,0 | 0,8 | -0,8 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | -0,1 | 0,9 |
| 2015 I | 99,2 | -0,3 | 0,7 | -1,4 | 1,1 | -0,2 | 0,2 | 0,7 | 0,1 | -4,2 | 0,3 | -0,5 | 1,2 |
| II | 100,5 | 0,2 | 0,8 | -0,5 | 1,1 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,2 | 2,4 | 0,3 | 0,1 | 0,9 |
| III | 100,0 | 0,1 | 0,9 | -0,8 | 1,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | -2,5 | 0,4 | 0,0 | 0,8 |
| IV | 100,2 | 0,2 | 1,0 | -0,6 | 1,2 | -0,1 | 0,2 | 0,9 | 0,1 | -3,0 | 0,2 | 0,1 | 0,6 |
| 2015 sep. | 100,2 | -0,1 | 0,9 | -1,1 | 1,2 | -0,1 | 0,0 | 0,6 | 0,0 | -1,7 | 0,0 | -0,2 | 0,7 |
| okt. | 100,3 | 0,1 | 1,1 | -0,8 | 1,3 | 0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,1 | -0,5 | 0,1 | 0,0 | 0,7 |
| nov. | 100,2 | 0,1 | 0,9 | -0,6 | 1,2 | 0,0 | 0,1 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,6 |
| dec. | 100,2 | 0,2 | 0,9 | -0,5 | 1,1 | -0,2 | 0,1 | -0,7 | 0,0 | -1,8 | 0,0 | 0,2 | 0,6 |
| 2016 jan. | 98,7 | 0,3 | 1,0 | -0,3 | 1,2 | -0,2 | 0,1 | -0,4 | 0,1 | -2,7 | 0,0 | 0,4 | 0,3 |
| feb. ²⁾ | 98,8 | -0,2 | 0,7 | - | 1,0 | -0,1 | 0,3 | -0,4 | -0,1 | -1,3 | 0,1 | - | - |
| Blago | | | | | | | | | | | | | |
| Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobakčnimi izdelki) | | | | Industrijsko blago | | | Stanovanjske storitve | | Storitve | | Rekreacija in osebne storitve | | Razno |
| Skupaj | | Predelana hrana | Nepredelana hrana | Skupaj | Industrijsko blago razen energentov | Energenti | Stanovanjske storitve | | Prevoz | Komunikacija | Rekreacija in osebne storitve | | |
| 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | Najemnine | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| % od skupaj v letu 2015 | 19,7 | 12,2 | 7,5 | 36,9 | 26,3 | 10,6 | 10,6 | 6,3 | 7,4 | 3,1 | 14,9 | 7,5 | |
| 2013 | 2,7 | 2,2 | 3,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 1,7 | 1,4 | 2,4 | -4,2 | 2,3 | 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 | |
| 2015 | 1,0 | 0,6 | 1,6 | -1,8 | 0,3 | -6,8 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | -0,8 | 1,5 | 1,2 | |
| 2015 I | 0,3 | 0,5 | 0,1 | -2,3 | -0,1 | -7,7 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | -1,9 | 1,3 | 1,2 | |
| II | 1,1 | 0,7 | 1,8 | -1,3 | 0,2 | -5,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | -0,9 | 1,4 | 1,2 | |
| III | 1,2 | 0,6 | 2,1 | -1,8 | 0,4 | -7,2 | 1,1 | 0,9 | 1,4 | -0,4 | 1,7 | 1,0 | |
| IV | 1,4 | 0,7 | 2,6 | -1,7 | 0,5 | -7,2 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | -0,1 | 1,5 | 1,2 | |
| 2015 sep. | 1,4 | 0,6 | 2,7 | -2,4 | 0,3 | -8,9 | 1,2 | 1,0 | 1,4 | -0,1 | 1,6 | 1,1 | |
| okt. | 1,6 | 0,6 | 3,2 | -2,1 | 0,6 | -8,5 | 1,2 | 1,1 | 1,4 | -0,1 | 1,8 | 1,2 | |
| nov. | 1,5 | 0,7 | 2,7 | -1,7 | 0,6 | -7,3 | 1,2 | 1,0 | 1,2 | -0,2 | 1,3 | 1,2 | |
| dec. | 1,2 | 0,7 | 2,0 | -1,3 | 0,5 | -5,8 | 1,2 | 1,0 | 0,7 | -0,1 | 1,5 | 1,2 | |
| 2016 jan. | 1,0 | 0,8 | 1,4 | -1,0 | 0,7 | -5,4 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,0 | 1,6 | 1,2 | |
| feb. ²⁾ | 0,7 | 0,9 | 0,3 | - | 0,3 | -8,0 | - | - | - | - | - | - | |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) Ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, in na podlagi prvih informacij o cenah energentov.

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

| Skupaj (Indeks: 2010 = 100) | Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništa | | | | | | | | | | | Gradbe- ništvo | Cene stanovanj ¹⁾ | Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ¹⁾ | | | | |
|--------------------------------------|---|--------|---|-----------------------------|----------------------------|------|------|------|-----|----------------|-----|-------------------|---------------------------------|---|--|--|--|--|
| | Skupaj | | Industrija brez gradbeništa in energentov | | | | | | | | | | | | | | | |
| | Prede- lovalne dejav- nosti | Skupaj | Proizvodi za vmesno porabo | Proizvodi za investicije | Proizvodi za široko porabo | | | | | Ener- genti | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | | | | |
| % 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 | | | | | | | | |
| 2013 | 108,5 | -0,2 | -0,1 | 0,4 | -0,6 | 0,6 | 1,7 | 2,6 | 0,3 | -1,6 | 0,3 | -1,9 | -1,1 | | | | | |
| 2014 | 106,9 | -1,5 | -0,9 | -0,3 | -1,1 | 0,4 | 0,1 | -0,2 | 0,3 | -4,4 | 0,3 | 0,2 | 1,1 | | | | | |
| 2015 | 104,0 | -2,7 | -2,3 | -0,5 | -1,3 | 0,7 | -0,6 | -1,0 | 0,2 | -8,1 | 0,2 | . | . | | | | | |
| 2015 I | 104,5 | -2,9 | -2,6 | -0,6 | -1,5 | 0,7 | -0,7 | -1,3 | 0,2 | -8,5 | 0,2 | 1,1 | 2,5 | | | | | |
| II | 104,9 | -2,1 | -1,6 | -0,3 | -0,7 | 0,7 | -0,8 | -1,4 | 0,1 | -6,5 | 0,4 | 1,1 | 3,6 | | | | | |
| III | 104,0 | -2,6 | -2,6 | -0,5 | -1,1 | 0,6 | -0,6 | -1,1 | 0,1 | -8,3 | 0,2 | 1,5 | 5,1 | | | | | |
| IV | 102,7 | -3,1 | -2,5 | -0,7 | -2,0 | 0,6 | -0,2 | -0,4 | 0,2 | -9,4 | 0,0 | . | . | . | | | | |
| 2015 avg. | 103,8 | -2,6 | -2,7 | -0,5 | -1,1 | 0,6 | -0,7 | -1,2 | 0,2 | -8,2 | - | - | - | | | | | |
| sep. | 103,5 | -3,2 | -3,0 | -0,6 | -1,6 | 0,6 | -0,4 | -0,7 | 0,2 | -10,0 | - | - | - | | | | | |
| okt. | 103,1 | -3,2 | -2,8 | -0,7 | -1,9 | 0,6 | -0,1 | -0,3 | 0,2 | -9,8 | - | - | - | | | | | |
| nov. | 102,9 | -3,2 | -2,5 | -0,7 | -2,1 | 0,6 | -0,2 | -0,4 | 0,2 | -9,3 | - | - | - | | | | | |
| dec. | 102,1 | -3,0 | -2,1 | -0,7 | -1,9 | 0,6 | -0,3 | -0,4 | 0,2 | -8,9 | - | - | - | | | | | |
| 2016 jan. | 101,0 | -2,9 | -1,9 | -0,6 | -1,6 | 0,4 | -0,1 | -0,2 | 0,2 | -8,6 | - | - | - | | | | | |

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

1) 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)

| Skupaj (deset- zonirani indeks: 2010 = 100) | Skupaj | Deflatorji BDP | | | | | | Izvoz ¹⁾ | Uvoz ¹⁾ | Cena nafta (EUR za sod) | Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR) | | | | | |
|--|--------|----------------------|----------------------|----------------------|---|--------------------|--------------------------------|---------------------|--------------------|----------------------------------|--|--------|----------|------|-------|--|
| | | Domače povpraševanje | | | Izvoz ¹⁾ | Uvoz ¹⁾ | Tehtano z uvozom ²⁾ | | | | Tehtano s porabo ²⁾ | | | | | |
| | | Skupaj | Zasebna potrošnja | Državna potrošnja | Bruto investicije v osnovna sredstva | | Skupaj | Živila | Neživila | | Skupaj | Živila | Neživila | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 100,0 | 35,0 | 65,0 | 100,0 | 45,0 | 55,0 | |
| % od skupaj | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 103,7 | 1,3 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 0,4 | -0,4 | -1,3 | 81,7 | -9,0 | -13,3 | -6,9 | -8,2 | -9,9 | -6,9 | |
| 2014 | 104,5 | 0,9 | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | -0,7 | -1,7 | 74,5 | -8,8 | -1,8 | -12,1 | -4,7 | 0,4 | -8,7 | |
| 2015 | 105,8 | 1,2 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 0,7 | 0,1 | -2,1 | 48,3 | -4,1 | 5,2 | -9,0 | -0,8 | 4,8 | -5,6 | |
| 2015 I | 105,4 | 1,1 | 0,1 | -0,1 | 0,6 | 0,7 | -0,2 | -2,6 | 49,0 | -0,4 | 8,7 | -4,9 | 5,6 | 11,6 | 0,7 | |
| II | 105,7 | 1,3 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,9 | 0,9 | -1,1 | 57,4 | -0,6 | 2,0 | -2,0 | 3,9 | 5,4 | 2,6 | |
| III | 106,0 | 1,3 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,7 | 0,1 | -2,3 | 46,1 | -6,5 | 6,4 | -13,1 | -3,3 | 5,7 | -10,6 | |
| IV | 106,4 | 1,3 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | -0,3 | -2,4 | 40,7 | -9,1 | 3,9 | -16,2 | -9,3 | -3,0 | -14,8 | |
| 2015 sep. | - | - | - | - | - | - | - | - | 43,3 | -7,9 | 3,8 | -13,8 | -6,0 | 2,3 | -12,6 | |
| okt. | - | - | - | - | - | - | - | - | 43,9 | -8,3 | 3,7 | -14,6 | -6,9 | 0,8 | -13,3 | |
| nov. | - | - | - | - | - | - | - | - | 42,8 | -8,0 | 6,2 | -15,6 | -8,5 | -1,4 | -14,7 | |
| dec. | - | - | - | - | - | - | - | - | 35,7 | -11,1 | 1,8 | -18,5 | -12,5 | -8,0 | -16,5 | |
| 2016 jan. | - | - | - | - | - | - | - | - | 29,7 | -14,9 | -3,8 | -21,2 | -14,7 | -9,7 | -19,3 | |
| feb. | - | - | - | - | - | - | - | - | 31,0 | -14,3 | -5,4 | -19,5 | -14,1 | -9,4 | -18,3 | |

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

| | Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih) | | | | | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks) | | | | |
|-----------|--|-----------------------|----------|--------------|---|---|----------|----------------------------|----------|--|
| | Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece) | | | | Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih | Cena vložka | | Zaračunana cena | | |
| | Predelovalne dejavnosti | Trgovina na drobno | Storitve | Gradbeništvo | | Predelovalne dejavnosti | Storitve | Predelovalne dejavnosti | Storitve | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | |
| 1999-2013 | 4,7 | - | - | -2,1 | 34,0 | 57,7 | 56,7 | - | 49,9 | |
| 2014 | -0,9 | -1,5 | 1,0 | -17,2 | 14,2 | 49,6 | 53,5 | 49,7 | 48,2 | |
| 2015 | -2,8 | 1,4 | 2,5 | -13,3 | -1,1 | 48,9 | 53,5 | 49,6 | 49,0 | |
| 2016 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |
| 2015 I | -5,6 | -0,7 | 1,2 | -16,9 | -2,5 | 45,8 | 52,5 | 48,8 | 47,6 | |
| II | -1,3 | 3,2 | 2,9 | -15,0 | -0,9 | 54,7 | 54,4 | 50,4 | 49,0 | |
| III | -2,0 | 1,1 | 2,2 | -12,5 | -0,2 | 49,5 | 53,6 | 49,9 | 49,9 | |
| IV | -2,1 | 1,9 | 3,7 | -8,6 | -0,8 | 45,6 | 53,6 | 49,2 | 49,6 | |
| 2015 sep. | -3,5 | -0,6 | 2,7 | -11,9 | -1,6 | 44,6 | 53,5 | 48,7 | 50,4 | |
| okt. | -2,4 | 2,0 | 4,6 | -10,1 | -2,3 | 44,3 | 54,0 | 48,6 | 49,9 | |
| nov. | -0,8 | 2,4 | 4,1 | -8,7 | -0,5 | 45,6 | 53,3 | 49,3 | 49,6 | |
| dec. | -3,2 | 1,3 | 2,3 | -7,1 | 0,3 | 47,0 | 53,5 | 49,8 | 49,4 | |
| 2016 jan. | -4,1 | 0,3 | 3,2 | -8,0 | -0,9 | 42,1 | 52,7 | 48,3 | 49,1 | |
| feb. | -5,5 | 1,7 | 3,2 | -10,5 | -1,4 | 40,8 | 52,4 | 47,6 | 48,9 | |

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

| | Skupaj (Indeks: 2012 = 100) | Skupaj | Po komponentah | | | Po gospodarskih dejavnostih | | Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾ |
|-------------------------------|-----------------------------------|--------|----------------|------|-------|------------------------------------|---|--|
| | | | 1 | 2 | Plače | Socialni prispevki delodajalcev | Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti) | |
| | | | | | 3 | 4 | 5 | |
| % od skupaj v letu 2012 | 100,0 | 100,0 | 74,6 | 25,4 | 69,3 | 30,7 | 6 | 7 |
| v letu 2012 | 100,0 | 100,0 | 74,6 | 25,4 | 69,3 | 30,7 | 6 | 7 |
| 2013 | 101,4 | 1,5 | 1,5 | 1,1 | 1,2 | 1,9 | 1,9 | 1,8 |
| 2014 | 102,7 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,7 |
| 2015 | . | . | . | . | . | . | . | 1,5 |
| 2015 I | 97,6 | 1,9 | 2,1 | 1,1 | 2,0 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| II | 108,2 | 1,6 | 2,0 | 0,3 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,5 |
| III | 101,6 | 1,1 | 1,4 | 0,1 | 1,2 | 0,8 | 0,8 | 1,5 |
| IV | . | . | . | . | . | . | . | 1,5 |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

4 Cene in stroški

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

| | Skupaj (Indeks: 2010=100) | Skupaj | Po gospodarskih dejavnostih | | | | | | | | | Umetnost, zabava in druge storitve |
|-----------------------------------|---------------------------------|--------|---|--|--------------|--|--|---|--|---|--|---|
| | | | Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov | Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe | Gradbeništvo | Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo | Informacijske in komunikacijske dejavnosti | Finančne in zavarovalniške dejavnosti | Poslovanje z nepremičnimi stavkami | Strokovne, poslovne in podporne stоритве | Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Stroški dela na enoto proizvoda | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 102,5 | 1,9 | 2,6 | 2,1 | 4,0 | 1,7 | 0,4 | 1,2 | 0,9 | 3,3 | 0,8 | 2,8 |
| 2013 | 103,7 | 1,2 | -1,1 | 2,1 | 0,4 | 0,9 | -1,4 | 3,6 | -2,8 | 1,0 | 1,4 | 2,0 |
| 2014 | 104,8 | 1,1 | -3,8 | 1,5 | 0,7 | 0,7 | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 2,3 | 1,2 | 0,6 |
| 2014 IV | 105,2 | 1,3 | -1,1 | 2,2 | 1,1 | 0,7 | 1,2 | 1,4 | 2,0 | 2,4 | 1,4 | 1,0 |
| 2015 I | 105,2 | 0,8 | 0,1 | 0,9 | 1,8 | 0,6 | -0,2 | 0,1 | 3,5 | 2,3 | 1,0 | 0,4 |
| II | 105,4 | 0,6 | 1,0 | 0,4 | 1,4 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 3,3 | 1,3 | 1,0 | 0,6 |
| III | 105,6 | 0,5 | 1,4 | -0,1 | 0,6 | 0,4 | 0,9 | 1,7 | 3,2 | 1,3 | 1,0 | 0,2 |
| Sredstva za zaposlene | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 103,6 | 1,5 | 0,2 | 1,9 | 2,4 | 1,7 | 1,4 | 0,9 | 0,9 | 1,9 | 0,8 | 1,6 |
| 2013 | 105,2 | 1,6 | 3,8 | 2,8 | 1,2 | 0,9 | 0,8 | 2,0 | 0,2 | 1,0 | 1,7 | 1,7 |
| 2014 | 106,7 | 1,4 | -1,4 | 2,2 | 1,7 | 1,4 | 2,1 | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 0,9 | 1,1 |
| 2014 IV | 107,3 | 1,4 | -1,2 | 2,1 | 1,3 | 1,3 | 2,7 | 2,1 | 1,5 | 1,7 | 1,1 | 0,3 |
| 2015 I | 107,7 | 1,2 | 0,9 | 1,9 | 0,9 | 1,0 | 1,8 | 1,5 | 3,0 | 1,8 | 1,0 | 0,5 |
| II | 107,9 | 1,3 | 1,3 | 1,9 | 0,6 | 1,4 | 2,4 | 1,4 | 1,5 | 1,2 | 1,1 | 0,6 |
| III | 108,1 | 1,1 | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 1,1 | 0,9 | 0,1 |
| Produktivnost dela na zaposlenega | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 101,0 | -0,4 | -2,3 | -0,3 | -1,5 | 0,0 | 1,1 | -0,3 | 0,0 | -1,4 | 0,0 | -1,2 |
| 2013 | 101,4 | 0,4 | 4,9 | 0,7 | 0,8 | -0,1 | 2,2 | -1,5 | 3,0 | 0,1 | 0,2 | -0,3 |
| 2014 | 101,7 | 0,3 | 2,5 | 0,6 | 1,0 | 0,7 | 1,1 | 0,4 | 0,3 | -0,5 | -0,3 | 0,5 |
| 2014 IV | 102,0 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,2 | 0,6 | 1,5 | 0,7 | -0,5 | -0,7 | -0,3 | -0,7 |
| 2015 I | 102,4 | 0,4 | 0,9 | 1,0 | -0,9 | 0,5 | 2,1 | 1,4 | -0,5 | -0,5 | 0,0 | 0,1 |
| II | 102,4 | 0,6 | 0,3 | 1,5 | -0,7 | 1,1 | 2,1 | 0,9 | -1,7 | -0,1 | 0,1 | 0,0 |
| III | 102,4 | 0,6 | 0,1 | 1,4 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 0,1 | -1,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 |
| Sredstva za delovno uro | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 104,8 | 2,6 | 2,2 | 3,3 | 5,0 | 2,9 | 1,7 | 1,2 | 1,4 | 2,9 | 1,3 | 2,8 |
| 2013 | 107,2 | 2,3 | 3,7 | 2,9 | 2,6 | 1,8 | 0,9 | 2,6 | 1,6 | 2,2 | 2,1 | 2,9 |
| 2014 | 108,6 | 1,3 | -0,7 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,7 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 0,7 | 1,8 |
| 2014 IV | 109,1 | 1,2 | -1,0 | 1,5 | 0,9 | 1,4 | 1,8 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 1,0 |
| 2015 I | 109,4 | 1,3 | 0,9 | 1,7 | 0,5 | 1,5 | 1,0 | 2,0 | 2,6 | 2,0 | 1,0 | -0,3 |
| II | 109,5 | 1,1 | 0,4 | 1,4 | -0,1 | 1,5 | 1,4 | 1,6 | 0,4 | 0,8 | 1,2 | 0,4 |
| III | 109,6 | 0,8 | 1,0 | 0,8 | 0,0 | 1,1 | 0,7 | 2,2 | 1,5 | 0,6 | 0,9 | -0,3 |
| Produktivnost dela na uro | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 102,3 | 0,8 | -1,1 | 1,2 | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 0,3 | 1,0 | -0,2 | 0,5 | 0,0 |
| 2013 | 103,5 | 1,2 | 4,7 | 0,9 | 2,3 | 0,7 | 2,6 | -1,0 | 4,4 | 1,1 | 0,7 | 0,9 |
| 2014 | 103,8 | 0,3 | 3,0 | 0,2 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,4 | 0,6 | -0,6 | -0,5 | 1,2 |
| 2014 IV | 103,8 | 0,0 | -0,6 | -0,7 | -0,1 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | -0,5 | -1,1 | -0,4 | -0,1 |
| 2015 I | 104,2 | 0,5 | -0,2 | 0,8 | -0,6 | 1,0 | 1,9 | 1,7 | -1,4 | -0,3 | 0,0 | -0,3 |
| II | 104,2 | 0,5 | -0,4 | 0,9 | -1,1 | 1,4 | 1,6 | 0,9 | -2,5 | -0,5 | 0,2 | -0,2 |
| III | 104,1 | 0,3 | -0,4 | 0,9 | -0,1 | 1,0 | -0,2 | 0,3 | -2,5 | -0,9 | -0,2 | -0,3 |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

| | M3 | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|-------------------|---------------|-----------------------|---|---------|---------|------------|-------|--------------------------------------|-------|---|----------|---|----|----|
| | M2 | | | | | | M3-M2 | | | | | | | | |
| | M1 | | M2-M1 | | | | Repo posli | | Točke/delnice skladov denarnega trga | | Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let | | | | |
| | Gotovina v obtoku | Vloge čez noč | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Stanja | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 909,7 | 4.476,3 | 5.386,1 | 1.683,3 | 2.142,8 | 3.826,1 | 9.212,1 | 121,4 | 418,1 | 86,5 | 626,0 | 9.838,1 | | | |
| 2014 | 968,5 | 4.952,3 | 5.920,8 | 1.598,5 | 2.148,8 | 3.747,2 | 9.668,1 | 123,9 | 427,7 | 104,7 | 656,3 | 10.324,3 | | | |
| 2015 | 1.034,5 | 5.569,8 | 6.604,3 | 1.447,5 | 2.160,6 | 3.608,1 | 10.212,4 | 77,1 | 479,2 | 71,0 | 627,4 | 10.839,8 | | | |
| 2015 I | 993,5 | 5.154,9 | 6.148,4 | 1.529,1 | 2.149,9 | 3.679,1 | 9.827,5 | 125,8 | 437,5 | 96,6 | 659,9 | 10.487,4 | | | |
| II | 1.014,0 | 5.298,7 | 6.312,6 | 1.480,1 | 2.160,5 | 3.640,7 | 9.953,3 | 90,3 | 441,1 | 98,6 | 629,9 | 10.583,2 | | | |
| III | 1.028,2 | 5.425,1 | 6.453,3 | 1.449,3 | 2.164,4 | 3.613,7 | 10.067,0 | 98,4 | 457,6 | 73,3 | 629,2 | 10.696,2 | | | |
| IV | 1.034,5 | 5.569,8 | 6.604,3 | 1.447,5 | 2.160,6 | 3.608,1 | 10.212,4 | 77,1 | 479,2 | 71,0 | 627,4 | 10.839,8 | | | |
| 2015 avg. | 1.025,0 | 5.383,6 | 6.408,6 | 1.460,5 | 2.163,9 | 3.624,3 | 10.032,9 | 102,4 | 446,2 | 80,4 | 629,0 | 10.661,9 | | | |
| sep. | 1.028,2 | 5.425,1 | 6.453,3 | 1.449,3 | 2.164,4 | 3.613,7 | 10.067,0 | 98,4 | 457,6 | 73,3 | 629,2 | 10.696,2 | | | |
| okt. | 1.029,9 | 5.487,7 | 6.517,6 | 1.438,5 | 2.164,3 | 3.602,8 | 10.120,4 | 106,8 | 473,5 | 76,9 | 657,1 | 10.777,5 | | | |
| nov. | 1.037,4 | 5.544,3 | 6.581,8 | 1.448,3 | 2.162,6 | 3.610,8 | 10.192,6 | 91,5 | 485,2 | 82,0 | 658,7 | 10.851,3 | | | |
| dec. | 1.034,5 | 5.569,8 | 6.604,3 | 1.447,5 | 2.160,6 | 3.608,1 | 10.212,4 | 77,1 | 479,2 | 71,0 | 627,4 | 10.839,8 | | | |
| 2016 jan. ^(p) | 1.044,5 | 5.622,7 | 6.667,2 | 1.448,6 | 2.156,8 | 3.605,4 | 10.272,6 | 87,6 | 471,1 | 78,2 | 636,8 | 10.909,4 | | | |
| Transakcije | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 45,6 | 250,4 | 295,9 | -114,4 | 45,5 | -68,9 | 227,0 | -11,6 | -48,7 | -63,3 | -123,6 | 103,4 | | | |
| 2014 | 58,2 | 379,3 | 437,5 | -90,9 | 3,2 | -87,7 | 349,8 | 1,0 | 10,8 | 12,7 | 24,6 | 374,4 | | | |
| 2015 | 64,8 | 576,6 | 641,4 | -143,3 | 12,0 | -131,3 | 510,1 | -47,8 | 49,6 | -26,4 | -24,7 | 485,4 | | | |
| 2015 I | 23,8 | 166,6 | 190,4 | -56,9 | 2,0 | -54,8 | 135,6 | 0,6 | 5,6 | -9,3 | -3,0 | 132,6 | | | |
| II | 20,5 | 151,9 | 172,3 | -47,6 | 10,9 | -36,7 | 135,6 | -35,2 | 3,6 | 3,9 | -27,6 | 108,0 | | | |
| III | 14,3 | 129,0 | 143,3 | -35,3 | 3,1 | -32,3 | 111,0 | 8,2 | 18,7 | -18,4 | 8,4 | 119,4 | | | |
| IV | 6,3 | 129,1 | 135,4 | -3,5 | -4,0 | -7,5 | 127,9 | -21,5 | 21,7 | -2,6 | -2,4 | 125,5 | | | |
| 2015 avg. | 4,7 | 24,5 | 29,2 | -9,4 | 2,3 | -7,1 | 22,1 | -2,3 | 2,2 | -2,6 | -2,6 | 19,5 | | | |
| sep. | 3,2 | 42,6 | 45,9 | -12,2 | -0,4 | -12,6 | 33,3 | -4,1 | 1,3 | -3,9 | -6,6 | 26,7 | | | |
| okt. | 1,7 | 49,4 | 51,1 | -12,1 | -0,2 | -12,3 | 38,7 | 8,2 | 16,0 | 4,4 | 28,6 | 67,4 | | | |
| nov. | 7,6 | 48,3 | 55,8 | 7,4 | -1,9 | 5,5 | 61,3 | -15,7 | 11,8 | 5,2 | 1,3 | 62,6 | | | |
| dec. | -3,0 | 31,4 | 28,5 | 1,2 | -1,9 | -0,6 | 27,8 | -14,0 | -6,1 | -12,2 | -32,3 | -4,5 | | | |
| 2016 jan. ^(p) | 10,1 | 54,9 | 65,0 | 1,4 | -3,7 | -2,3 | 62,7 | 10,5 | -2,8 | 4,6 | 12,4 | 75,1 | | | |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 5,3 | 5,9 | 5,8 | -6,4 | 2,2 | -1,8 | 2,5 | -9,2 | -10,4 | -38,0 | -16,1 | 1,0 | | | |
| 2014 | 6,4 | 8,4 | 8,1 | -5,4 | 0,1 | -2,3 | 3,8 | 0,8 | 2,6 | 18,7 | 4,0 | 3,8 | | | |
| 2015 | 6,7 | 11,6 | 10,8 | -9,0 | 0,6 | -3,5 | 5,3 | -38,2 | 11,5 | -26,2 | -3,8 | 4,7 | | | |
| 2015 I | 7,3 | 10,6 | 10,1 | -7,6 | 0,1 | -3,3 | 4,6 | 5,1 | 5,3 | 11,7 | 5,6 | 4,7 | | | |
| II | 8,8 | 12,4 | 11,8 | -10,7 | 0,5 | -4,4 | 5,2 | -30,9 | 6,9 | 23,7 | 0,6 | 4,9 | | | |
| III | 8,3 | 12,4 | 11,7 | -11,4 | 0,5 | -4,7 | 5,2 | -23,0 | 9,0 | -1,5 | 0,7 | 4,9 | | | |
| IV | 6,7 | 11,6 | 10,8 | -9,0 | 0,6 | -3,5 | 5,3 | -38,2 | 11,5 | -26,2 | -3,8 | 4,7 | | | |
| 2016 avg. | 8,6 | 12,1 | 11,5 | -11,2 | 0,6 | -4,6 | 5,1 | -21,1 | 9,5 | 8,2 | 2,4 | 4,9 | | | |
| Sept | 8,3 | 12,4 | 11,7 | -11,4 | 0,5 | -4,7 | 5,2 | -23,0 | 9,0 | -1,5 | 0,7 | 4,9 | | | |
| okt. | 8,1 | 12,3 | 11,6 | -10,9 | 0,6 | -4,3 | 5,4 | -18,8 | 10,1 | 6,6 | 3,2 | 5,2 | | | |
| nov. | 8,0 | 11,7 | 11,1 | -9,9 | 0,3 | -4,0 | 5,2 | -29,6 | 12,3 | 7,3 | 2,7 | 5,0 | | | |
| dec. | 6,7 | 11,6 | 10,8 | -9,0 | 0,6 | -3,5 | 5,3 | -38,2 | 11,5 | -26,2 | -3,8 | 4,7 | | | |
| 2016 jan. ^(p) | 6,1 | 11,3 | 10,5 | -7,5 | 0,7 | -2,7 | 5,4 | -28,0 | 9,4 | -16,2 | -1,3 | 5,0 | | | |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

| | Nefinančne družbe ²⁾ | | | | | Gospodinjstva ³⁾ | | | | | Drugi finančni posredniki | 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 | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 1.710,5 | 1.186,7 | 397,8 | 109,8 | 16,2 | 5.413,6 | 2.539,7 | 874,7 | 1.994,5 | 4,7 | 804,8 | 194,9 | 300,1 |
| 2014 | 1.815,2 | 1.318,7 | 365,8 | 111,6 | 19,2 | 5.556,6 | 2.751,2 | 809,6 | 1.992,8 | 3,0 | 895,8 | 222,7 | 333,1 |
| 2015 | 1.927,6 | 1.480,9 | 322,0 | 116,5 | 8,2 | 5.751,1 | 3.061,0 | 694,3 | 1.993,1 | 2,6 | 989,2 | 224,6 | 362,5 |
| 2015 I | 1.848,5 | 1.381,7 | 340,2 | 111,8 | 14,9 | 5.597,8 | 2.839,3 | 762,8 | 1.991,9 | 3,8 | 947,6 | 225,7 | 340,2 |
| II | 1.858,2 | 1.410,7 | 322,6 | 112,8 | 12,2 | 5.646,7 | 2.910,7 | 735,1 | 1.998,1 | 2,8 | 955,7 | 228,1 | 340,9 |
| III | 1.901,0 | 1.451,1 | 324,0 | 115,8 | 10,1 | 5.695,4 | 2.987,9 | 707,4 | 1.997,0 | 3,0 | 966,6 | 218,0 | 356,2 |
| IV | 1.927,6 | 1.480,9 | 322,0 | 116,5 | 8,2 | 5.751,1 | 3.061,0 | 694,3 | 1.993,1 | 2,6 | 989,2 | 224,6 | 362,5 |
| 2015 avg. | 1.889,4 | 1.441,7 | 325,0 | 114,5 | 8,2 | 5.674,0 | 2.960,0 | 714,8 | 1.996,2 | 3,1 | 968,1 | 224,7 | 354,2 |
| sep. | 1.901,0 | 1.451,1 | 324,0 | 115,8 | 10,1 | 5.695,4 | 2.987,9 | 707,4 | 1.997,0 | 3,0 | 966,6 | 218,0 | 356,2 |
| okt. | 1.937,3 | 1.493,6 | 316,7 | 116,9 | 10,1 | 5.706,8 | 3.003,6 | 705,6 | 1.994,2 | 3,5 | 964,5 | 222,4 | 366,1 |
| nov. | 1.934,2 | 1.486,9 | 321,4 | 116,8 | 9,1 | 5.728,0 | 3.033,3 | 698,5 | 1.992,2 | 3,9 | 990,4 | 222,4 | 371,7 |
| dec. | 1.927,6 | 1.480,9 | 322,0 | 116,5 | 8,2 | 5.751,1 | 3.061,0 | 694,3 | 1.993,1 | 2,6 | 989,2 | 224,6 | 362,5 |
| 2016 jan. ^(p) | 1.966,4 | 1.520,9 | 320,1 | 115,6 | 9,8 | 5.763,9 | 3.077,2 | 693,9 | 1.989,2 | 3,6 | 983,3 | 224,2 | 378,1 |
| Transakcije | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 98,2 | 90,1 | -6,9 | 9,1 | 5,9 | 107,9 | 182,4 | -100,1 | 31,9 | -6,2 | -15,1 | -13,3 | -7,8 |
| 2014 | 69,5 | 91,2 | -25,5 | 1,5 | 2,4 | 140,5 | 209,8 | -65,7 | -1,8 | -1,7 | 53,4 | 7,5 | 21,7 |
| 2015 | 100,0 | 140,2 | -33,9 | 4,9 | -11,2 | 194,8 | 302,8 | -108,2 | 0,7 | -0,4 | 76,5 | -1,7 | 27,9 |
| 2015 I | 29,5 | 48,9 | -14,9 | 0,1 | -4,6 | 39,0 | 79,1 | -41,1 | 0,2 | 0,8 | 35,0 | 1,5 | 7,5 |
| II | 13,3 | 31,7 | -16,8 | 1,0 | -2,6 | 50,7 | 73,3 | -28,0 | 6,4 | -1,0 | 12,3 | 2,8 | 0,9 |
| III | 42,5 | 41,0 | 0,4 | 3,1 | -2,1 | 48,9 | 78,3 | -27,7 | -1,9 | 0,2 | 10,3 | -10,2 | 13,4 |
| IV | 14,7 | 18,6 | -2,6 | 0,7 | -2,0 | 56,2 | 72,1 | -11,4 | -4,0 | -0,5 | 18,9 | 4,2 | 6,1 |
| 2015 avg. | 2,8 | 5,8 | 0,7 | 0,7 | -4,4 | 11,0 | 18,3 | -7,4 | 0,1 | -0,1 | 2,3 | -7,2 | 6,2 |
| sep. | 12,4 | 9,5 | -0,4 | 1,4 | 2,0 | 21,3 | 28,9 | -7,3 | -0,2 | -0,1 | -3,0 | -6,6 | 1,9 |
| okt. | 25,2 | 31,9 | -7,8 | 1,1 | 0,0 | 10,6 | 15,0 | -2,0 | -2,9 | 0,5 | -4,5 | 4,5 | 9,5 |
| nov. | -7,6 | -10,0 | 3,8 | -0,1 | -1,2 | 21,4 | 28,6 | -5,5 | -2,1 | 0,4 | 21,1 | -2,4 | 5,5 |
| dec. | -2,9 | -3,3 | 1,5 | -0,3 | -0,8 | 24,1 | 28,4 | -3,9 | 1,0 | -1,3 | 2,3 | 2,1 | -8,8 |
| 2016 jan. ^(p) | 40,3 | 41,1 | -1,5 | -0,9 | 1,6 | 13,1 | 16,3 | -0,1 | -4,0 | 1,0 | -5,3 | -0,5 | 15,4 |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 6,1 | 8,2 | -1,7 | 8,9 | 56,4 | 2,0 | 7,7 | -10,3 | 1,6 | -56,7 | -1,9 | -6,4 | -2,5 |
| 2014 | 4,0 | 7,6 | -6,4 | 1,3 | 14,4 | 2,6 | 8,3 | -7,5 | -0,1 | -36,9 | 6,3 | 4,0 | 7,3 |
| 2015 | 5,5 | 10,6 | -9,5 | 4,4 | -57,9 | 3,5 | 11,0 | -13,4 | 0,0 | -14,2 | 8,4 | -0,8 | 8,3 |
| 2015 I | 4,7 | 9,9 | -9,8 | 0,8 | -5,4 | 2,8 | 9,7 | -11,2 | 0,0 | -31,2 | 14,6 | -0,5 | 5,2 |
| II | 4,3 | 10,6 | -13,9 | 1,3 | -23,5 | 3,0 | 10,8 | -13,9 | 0,1 | -37,8 | 13,7 | -1,1 | 5,3 |
| III | 5,1 | 10,8 | -12,3 | 2,3 | -32,3 | 3,0 | 11,1 | -15,5 | 0,0 | -37,7 | 14,2 | -4,9 | 5,8 |
| IV | 5,5 | 10,6 | -9,5 | 4,4 | -57,9 | 3,5 | 11,0 | -13,4 | 0,0 | -14,2 | 8,4 | -0,8 | 8,3 |
| 2015 avg. | 4,8 | 11,2 | -13,3 | 1,6 | -48,2 | 2,9 | 10,9 | -15,3 | 0,1 | -36,9 | 14,5 | -5,6 | 6,1 |
| sep. | 5,1 | 10,8 | -12,3 | 2,3 | -32,3 | 3,0 | 11,1 | -15,5 | 0,0 | -37,7 | 14,2 | -4,9 | 5,8 |
| okt. | 6,6 | 12,2 | -11,5 | 2,4 | -26,4 | 3,1 | 11,0 | -14,8 | 0,0 | -25,6 | 10,8 | -3,7 | 9,8 |
| nov. | 5,0 | 10,0 | -11,0 | 1,9 | -31,7 | 3,3 | 10,9 | -14,5 | 0,1 | -18,1 | 9,7 | -4,7 | 10,9 |
| dec. | 5,5 | 10,6 | -9,5 | 4,4 | -57,9 | 3,5 | 11,0 | -13,4 | 0,0 | -14,2 | 8,4 | -0,8 | 8,3 |
| 2016 jan. ^(p) | 6,5 | 10,8 | -9,0 | 4,4 | -17,4 | 3,7 | 10,5 | -11,4 | 0,2 | -12,4 | 9,2 | -3,2 | 9,9 |

Vir: ECB

- 1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 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) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

| Skupaj | Posojila državi | | | Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju | | | | | | | | Dolžniški vrednostni papirji | Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga) | | |
|----------------|-----------------|------------------------------|---------|---|---|-----------------------------------|------------------------------|--|--|-------|---------|------------------------------|---|--|--|
| | Posojila | Dolžniški vrednostni papirji | Skupaj | Posojila | | | | | Zavarovalnicam in pokojninskim skladom | | | | | | |
| | | | | Skupaj | Posojila, prilagojena za prodajo in listjenje ²⁾ | Nefinančnim družbam ³⁾ | Gospodinjstvom ⁴⁾ | Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾ | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | | 12 | | |
| Stanja | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 3.404,9 | 1.096,7 | 2.308,2 | 12.709,1 | 10.544,4 | 10.929,5 | 4.353,6 | 5.222,8 | 869,2 | 98,7 | 1.364,7 | | 800,0 | | |
| 2014 | 3.605,5 | 1.131,8 | 2.473,7 | 12.562,3 | 10.510,7 | 10.920,7 | 4.271,7 | 5.200,4 | 909,8 | 128,9 | 1.276,9 | | 774,7 | | |
| 2015 | 3.893,3 | 1.109,5 | 2.783,9 | 12.679,6 | 10.591,7 | 10.989,3 | 4.273,4 | 5.307,5 | 887,3 | 123,6 | 1.301,1 | | 786,8 | | |
| 2015 I | 3.671,7 | 1.148,5 | 2.523,2 | 12.674,1 | 10.611,8 | 11.008,5 | 4.301,5 | 5.234,0 | 941,6 | 134,7 | 1.274,1 | | 788,2 | | |
| II | 3.680,4 | 1.137,4 | 2.543,0 | 12.636,4 | 10.592,2 | 10.986,5 | 4.291,3 | 5.258,5 | 906,8 | 135,5 | 1.254,8 | | 789,4 | | |
| III | 3.815,9 | 1.127,1 | 2.688,8 | 12.652,5 | 10.564,8 | 10.963,1 | 4.274,9 | 5.277,6 | 891,1 | 121,2 | 1.310,4 | | 777,3 | | |
| IV | 3.893,3 | 1.109,5 | 2.783,9 | 12.679,6 | 10.591,7 | 10.989,3 | 4.273,4 | 5.307,5 | 887,3 | 123,6 | 1.301,1 | | 786,8 | | |
| 2015 avg. | 3.766,9 | 1.132,3 | 2.634,6 | 12.697,1 | 10.599,3 | 11.000,9 | 4.291,1 | 5.268,8 | 910,8 | 128,6 | 1.306,1 | | 791,7 | | |
| sep. | 3.815,9 | 1.127,1 | 2.688,8 | 12.652,5 | 10.564,8 | 10.963,1 | 4.274,9 | 5.277,6 | 891,1 | 121,2 | 1.310,4 | | 777,3 | | |
| okt. | 3.835,6 | 1.119,8 | 2.715,8 | 12.695,5 | 10.607,1 | 11.003,3 | 4.290,2 | 5.301,9 | 890,6 | 124,3 | 1.296,6 | | 791,8 | | |
| nov. | 3.877,8 | 1.118,4 | 2.759,4 | 12.736,0 | 10.650,2 | 11.046,6 | 4.307,5 | 5.310,0 | 908,3 | 124,4 | 1.287,6 | | 798,2 | | |
| dec. | 3.893,3 | 1.109,5 | 2.783,9 | 12.679,6 | 10.591,7 | 10.989,3 | 4.273,4 | 5.307,5 | 887,3 | 123,6 | 1.301,1 | | 786,8 | | |
| 2016 jan. (p.) | 3.963,7 | 1.117,3 | 2.846,4 | 12.687,9 | 10.617,1 | 11.013,2 | 4.289,1 | 5.311,7 | 890,6 | 125,6 | 1.306,0 | | 764,9 | | |
| Transakcije | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -25,0 | -73,5 | 48,5 | -305,7 | -248,1 | -268,7 | -132,9 | -4,0 | -120,9 | 9,7 | -72,7 | | 15,1 | | |
| 2014 | 72,0 | 16,0 | 56,1 | -104,0 | -50,3 | -32,1 | -60,9 | -15,4 | 14,3 | 11,7 | -90,0 | | 36,2 | | |
| 2015 | 283,8 | -20,7 | 304,6 | 97,6 | 68,8 | 49,0 | 0,6 | 98,0 | -24,3 | -5,5 | 24,2 | | 4,5 | | |
| 2015 I | 40,3 | 16,5 | 23,8 | 34,1 | 45,2 | 31,7 | 8,3 | 19,2 | 12,4 | 5,3 | -3,5 | | -7,5 | | |
| II | 58,0 | -10,7 | 68,6 | 0,2 | 7,6 | 1,6 | -0,3 | 30,7 | -23,8 | 1,0 | -14,1 | | 6,7 | | |
| III | 112,2 | -10,2 | 122,3 | 54,8 | -7,9 | -2,8 | -6,0 | 24,7 | -12,3 | -14,4 | 64,3 | | -1,6 | | |
| IV | 73,4 | -16,4 | 89,8 | 8,4 | 23,9 | 18,5 | -1,4 | 23,4 | -0,7 | 2,6 | -22,4 | | 7,0 | | |
| 2015 avg. | 47,1 | -0,1 | 47,1 | 15,2 | 3,8 | 4,5 | -0,8 | 9,1 | -1,5 | -3,0 | 12,1 | | -0,7 | | |
| sep. | 35,0 | -6,1 | 41,1 | -29,7 | -26,0 | -27,4 | -10,4 | 11,4 | -19,6 | -7,4 | 5,6 | | -9,3 | | |
| okt. | 10,1 | -7,7 | 17,8 | 16,6 | 27,7 | 25,7 | 7,0 | 15,0 | 2,6 | 3,1 | -19,1 | | 8,0 | | |
| nov. | 36,6 | -1,5 | 38,1 | 18,7 | 35,4 | 31,3 | 12,4 | 8,3 | 14,6 | 0,0 | -20,4 | | 3,7 | | |
| dec. | 26,7 | -7,1 | 33,9 | -26,8 | -39,1 | -38,5 | -20,9 | 0,1 | -17,9 | -0,5 | 17,1 | | -4,7 | | |
| 2016 jan. (p.) | 60,3 | 5,2 | 55,0 | 24,0 | 34,1 | 31,4 | 21,0 | 6,4 | 4,6 | 2,1 | 6,9 | | -17,0 | | |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,7 | -6,3 | 2,2 | -2,3 | -2,3 | -2,4 | -2,9 | -0,1 | -12,3 | 10,9 | -5,1 | | 1,9 | | |
| 2014 | 2,1 | 1,5 | 2,4 | -0,8 | -0,5 | -0,3 | -1,4 | -0,3 | 1,5 | 11,9 | -6,6 | | 4,5 | | |
| 2015 | 7,9 | -1,8 | 12,3 | 0,8 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,9 | -2,6 | -4,2 | 1,9 | | 0,6 | | |
| 2015 I | 2,8 | 1,9 | 3,1 | -0,2 | 0,1 | 0,2 | -0,6 | 0,0 | 2,4 | 14,1 | -4,9 | | 3,2 | | |
| II | 5,1 | 1,6 | 6,7 | 0,2 | 0,6 | 0,3 | -0,2 | 1,2 | -1,0 | 17,8 | -5,2 | | 3,0 | | |
| III | 7,2 | 0,5 | 10,2 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 1,6 | -2,0 | -1,4 | 1,0 | | 1,9 | | |
| IV | 7,9 | -1,8 | 12,3 | 0,8 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,9 | -2,6 | -4,2 | 1,9 | | 0,6 | | |
| 2015 avg. | 6,3 | 1,0 | 8,8 | 1,0 | 1,0 | 0,7 | 0,2 | 1,4 | 0,5 | 12,4 | -0,3 | | 3,2 | | |
| sep. | 7,2 | 0,5 | 10,2 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 1,6 | -2,0 | -1,4 | 1,0 | | 1,9 | | |
| okt. | 6,9 | 0,2 | 9,9 | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,3 | 1,8 | -1,5 | 2,0 | 0,0 | | 2,5 | | |
| nov. | 7,8 | -0,7 | 11,7 | 1,1 | 1,2 | 0,9 | 0,7 | 1,9 | -0,1 | -1,4 | -0,7 | | 3,4 | | |
| dec. | 7,9 | -1,8 | 12,3 | 0,8 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,9 | -2,6 | -4,2 | 1,9 | | 0,6 | | |
| 2016 jan. (p.) | 8,6 | -2,4 | 13,7 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 1,9 | -2,5 | -9,5 | 2,3 | | -0,4 | | |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

| | Nefinančne družbe ²⁾ | | | | | Gospodinjstva ³⁾ | | | | |
|--------------------------|---|---------|-----------|-------------------|-----------|---|---------|----------------------|-----------------------|----------------|
| | Skupaj | | Do 1 leta | Nad 1 in do 5 let | Nad 5 let | Skupaj | | Potrošniška posojila | Stanovanjska posojila | Druga posojila |
| | Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje ⁴⁾ | 1 | | | | Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje ⁴⁾ | 2 | | | |
| Stanja | | | | | | | | | | |
| 2013 | 4.353,6 | 4.407,7 | 1.065,7 | 740,9 | 2.547,0 | 5.222,8 | 5.546,6 | 573,6 | 3.853,7 | 795,5 |
| 2014 | 4.271,7 | 4.329,7 | 1.080,7 | 720,5 | 2.470,4 | 5.200,4 | 5.545,3 | 563,4 | 3.861,0 | 776,0 |
| 2015 | 4.273,4 | 4.333,7 | 1.038,2 | 758,5 | 2.476,7 | 5.307,5 | 5.638,7 | 595,6 | 3.948,3 | 763,6 |
| 2015 I | 4.301,5 | 4.357,4 | 1.089,2 | 734,6 | 2.477,8 | 5.234,0 | 5.570,3 | 567,8 | 3.890,9 | 775,3 |
| II | 4.291,3 | 4.347,6 | 1.080,8 | 743,1 | 2.467,3 | 5.258,5 | 5.589,2 | 578,7 | 3.908,9 | 771,0 |
| III | 4.274,9 | 4.333,8 | 1.058,3 | 745,9 | 2.470,6 | 5.277,6 | 5.611,4 | 582,4 | 3.926,5 | 768,7 |
| IV | 4.273,4 | 4.333,7 | 1.038,2 | 758,5 | 2.476,7 | 5.307,5 | 5.638,7 | 595,6 | 3.948,3 | 763,6 |
| 2015 avg. | 4.291,1 | 4.350,1 | 1.083,9 | 743,0 | 2.464,2 | 5.268,8 | 5.605,3 | 581,6 | 3.917,2 | 770,0 |
| sep. | 4.274,9 | 4.333,8 | 1.058,3 | 745,9 | 2.470,6 | 5.277,6 | 5.611,4 | 582,4 | 3.926,5 | 768,7 |
| okt. | 4.290,2 | 4.350,6 | 1.062,6 | 755,6 | 2.472,1 | 5.301,9 | 5.630,1 | 594,9 | 3.940,6 | 766,5 |
| nov. | 4.307,5 | 4.365,8 | 1.076,6 | 755,5 | 2.475,3 | 5.310,0 | 5.638,7 | 596,8 | 3.944,8 | 768,3 |
| dec. | 4.273,4 | 4.333,7 | 1.038,2 | 758,5 | 2.476,7 | 5.307,5 | 5.638,7 | 595,6 | 3.948,3 | 763,6 |
| 2016 jan. ^(p) | 4.289,1 | 4.352,3 | 1.048,5 | 765,3 | 2.475,2 | 5.311,7 | 5.642,9 | 596,3 | 3.952,0 | 763,4 |
| Transakcije | | | | | | | | | | |
| 2013 | -132,9 | -145,1 | -44,3 | -44,6 | -44,0 | -4,0 | -15,0 | -18,2 | 27,4 | -13,2 |
| 2014 | -60,9 | -64,0 | -14,2 | 2,3 | -48,9 | -15,4 | 5,9 | -2,9 | -3,4 | -9,1 |
| 2015 | 0,6 | 6,3 | -45,8 | 32,3 | 14,1 | 98,0 | 77,1 | 21,6 | 80,1 | -3,6 |
| 2015 I | 8,3 | 5,7 | -1,0 | 7,5 | 1,8 | 19,2 | 11,1 | 2,0 | 17,4 | -0,2 |
| II | -0,3 | 0,9 | -3,0 | 7,3 | -4,5 | 30,7 | 20,8 | 9,4 | 22,5 | -1,2 |
| III | -6,0 | -0,7 | -19,1 | 4,0 | 9,2 | 24,7 | 26,5 | 5,2 | 19,8 | -0,3 |
| IV | -1,4 | 0,4 | -22,6 | 13,5 | 7,6 | 23,4 | 18,6 | 5,0 | 20,3 | -1,9 |
| 2015 avg. | -0,8 | 0,3 | 4,1 | -0,1 | -4,9 | 9,1 | 8,0 | 2,4 | 6,4 | 0,3 |
| sep. | -10,4 | -9,8 | -24,0 | 3,6 | 10,0 | 11,4 | 9,7 | 1,3 | 10,2 | -0,1 |
| okt. | 7,0 | 10,2 | -5,6 | 10,1 | 2,5 | 15,0 | 7,5 | 3,0 | 12,5 | -0,6 |
| nov. | 12,4 | 9,4 | 15,5 | -2,4 | -0,7 | 8,3 | 8,7 | 2,6 | 3,6 | 2,1 |
| dec. | -20,9 | -19,1 | -32,5 | 5,9 | 5,7 | 0,1 | 2,4 | -0,6 | 4,2 | -3,4 |
| 2016 jan. ^(p) | 21,0 | 22,9 | 13,2 | 5,4 | 2,4 | 6,4 | 6,0 | 1,1 | 4,8 | 0,4 |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | |
| 2013 | -2,9 | -3,2 | -4,0 | -5,6 | -1,7 | -0,1 | -0,3 | -3,0 | 0,7 | -1,6 |
| 2014 | -1,4 | -1,4 | -1,3 | 0,3 | -1,9 | -0,3 | 0,1 | -0,5 | -0,1 | -1,1 |
| 2015 | 0,0 | 0,1 | -4,2 | 4,4 | 0,6 | 1,9 | 1,4 | 3,8 | 2,1 | -0,5 |
| 2015 I | -0,6 | -0,7 | -0,8 | 2,0 | -1,3 | 0,0 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | -0,8 |
| II | -0,2 | -0,4 | -1,1 | 2,2 | -0,5 | 1,2 | 0,6 | 1,8 | 1,6 | -0,9 |
| III | 0,1 | 0,1 | -2,7 | 3,6 | 0,2 | 1,6 | 1,1 | 2,6 | 1,8 | -0,5 |
| IV | 0,0 | 0,1 | -4,2 | 4,4 | 0,6 | 1,9 | 1,4 | 3,8 | 2,1 | -0,5 |
| 2015 avg. | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 2,6 | -0,4 | 1,4 | 1,0 | 2,7 | 1,6 | -0,5 |
| sep. | 0,1 | 0,1 | -2,7 | 3,6 | 0,2 | 1,6 | 1,1 | 2,6 | 1,8 | -0,5 |
| okt. | 0,3 | 0,4 | -3,1 | 5,0 | 0,4 | 1,8 | 1,2 | 2,9 | 2,0 | -0,4 |
| nov. | 0,7 | 0,7 | -0,9 | 3,5 | 0,5 | 1,9 | 1,4 | 3,6 | 2,1 | -0,2 |
| dec. | 0,0 | 0,1 | -4,2 | 4,4 | 0,6 | 1,9 | 1,4 | 3,8 | 2,1 | -0,5 |
| 2016 jan. ^(p) | 0,4 | 0,6 | -3,1 | 4,6 | 0,7 | 1,9 | 1,4 | 4,0 | 2,0 | -0,3 |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 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) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

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

5 Denarna statistika

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

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

| Enote centralne ravni države ²⁾ | Obveznosti DFI | | | | | Sredstva DFI | | | | |
|--|--|----------------------------|--|---|-----------------------|------------------|---------|-------|-------|-------|
| | Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju | | | | | Neto tuja aktiva | Razno | | | |
| | Skupaj | Vezane vloge nad 2 leti | Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece | Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti | Kapital in rezerve | | Skupaj | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Stanja | | | | | | | | | | |
| 2013 | 261,7 | 7.311,0 | 2.371,2 | 91,5 | 2.507,2 | 2.341,1 | 1.146,5 | 150,2 | 183,8 | 121,9 |
| 2014 | 264,6 | 7.188,6 | 2.248,9 | 92,2 | 2.381,7 | 2.465,8 | 1.383,3 | 226,5 | 184,5 | 139,7 |
| 2015 | 278,3 | 7.069,6 | 2.184,2 | 79,8 | 2.254,1 | 2.551,5 | 1.331,3 | 283,4 | 205,9 | 135,6 |
| 2015 I | 283,2 | 7.320,9 | 2.258,5 | 90,6 | 2.395,7 | 2.576,1 | 1.505,6 | 240,1 | 236,3 | 160,6 |
| II | 265,2 | 7.169,4 | 2.223,1 | 86,7 | 2.330,6 | 2.529,0 | 1.459,0 | 242,1 | 224,6 | 147,1 |
| III | 287,6 | 7.101,6 | 2.223,8 | 83,7 | 2.264,4 | 2.529,7 | 1.361,8 | 255,2 | 213,6 | 140,0 |
| IV | 278,3 | 7.069,6 | 2.184,2 | 79,8 | 2.254,1 | 2.551,5 | 1.331,3 | 283,4 | 205,9 | 135,6 |
| 2015 avg. | 274,5 | 7.127,1 | 2.225,0 | 84,3 | 2.289,8 | 2.528,0 | 1.355,3 | 244,1 | 207,0 | 128,4 |
| sep. | 287,6 | 7.101,6 | 2.223,8 | 83,7 | 2.264,4 | 2.529,7 | 1.361,8 | 255,2 | 213,6 | 140,0 |
| okt. | 347,8 | 7.107,3 | 2.207,4 | 82,2 | 2.257,1 | 2.560,5 | 1.396,2 | 305,3 | 196,4 | 144,9 |
| nov. | 296,0 | 7.123,8 | 2.189,4 | 80,3 | 2.284,3 | 2.569,9 | 1.385,8 | 271,5 | 217,7 | 146,0 |
| dec. | 278,3 | 7.069,6 | 2.184,2 | 79,8 | 2.254,1 | 2.551,5 | 1.331,3 | 283,4 | 205,9 | 135,6 |
| 2016 jan. ^(p) | 306,0 | 7.054,7 | 2.174,5 | 78,6 | 2.224,5 | 2.577,1 | 1.309,8 | 308,8 | 213,8 | 141,7 |
| Transakcije | | | | | | | | | | |
| 2013 | -44,9 | -89,7 | -19,0 | -14,3 | -137,3 | 80,9 | 362,0 | -62,5 | 32,2 | 43,7 |
| 2014 | -5,7 | -162,5 | -122,3 | 2,0 | -151,4 | 109,1 | 238,4 | -0,2 | 0,7 | 17,8 |
| 2015 | 7,5 | -219,2 | -104,0 | -13,5 | -203,8 | 102,0 | -97,4 | -10,2 | 21,4 | -4,0 |
| 2015 I | 15,5 | -36,8 | -27,8 | -2,6 | -52,3 | 45,9 | 3,4 | 33,3 | 51,7 | 21,0 |
| II | -18,0 | -87,4 | -34,7 | -3,9 | -50,5 | 1,8 | -0,3 | -55,3 | -11,8 | -13,6 |
| III | 22,0 | -37,6 | 6,1 | -3,1 | -58,5 | 17,9 | -64,1 | 0,9 | -11,0 | -7,1 |
| IV | -11,9 | -57,4 | -47,5 | -3,9 | -42,4 | 36,4 | -36,5 | 10,8 | -7,7 | -4,3 |
| 2015 avg. | 20,8 | -14,4 | -2,7 | -1,4 | -13,3 | 3,0 | -19,5 | -17,0 | -0,3 | -13,9 |
| sep. | 12,8 | -19,9 | -1,1 | -0,6 | -25,1 | 6,9 | 7,4 | 6,9 | 6,6 | 11,6 |
| okt. | 58,0 | -33,9 | -23,4 | -1,5 | -17,5 | 8,6 | 10,5 | 54,3 | -17,2 | 5,0 |
| nov. | -51,8 | -11,2 | -21,1 | -1,9 | -6,2 | 18,0 | -15,3 | -40,3 | 21,3 | 1,1 |
| dec. | -18,1 | -12,3 | -3,0 | -0,5 | -18,6 | 9,8 | -31,7 | -3,2 | -11,7 | -10,4 |
| 2016 jan. ^(p) | 27,7 | -31,3 | -9,1 | -1,2 | -24,6 | 3,5 | -28,2 | 15,4 | 7,9 | 6,9 |
| Stopnje rasti | | | | | | | | | | |
| 2013 | -14,7 | -1,2 | -0,8 | -13,5 | -5,1 | 3,4 | - | - | 10,3 | 23,3 |
| 2014 | -2,2 | -2,2 | -5,2 | 2,2 | -6,0 | 4,6 | - | - | 0,4 | 14,6 |
| 2015 | 3,1 | -3,0 | -4,6 | -14,4 | -8,4 | 4,1 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2015 I | 5,5 | -2,7 | -5,9 | -0,1 | -6,8 | 4,6 | - | - | 33,4 | 37,6 |
| II | -6,0 | -3,0 | -5,3 | -3,4 | -8,1 | 4,3 | - | - | 31,0 | 23,5 |
| III | 11,8 | -3,4 | -3,7 | -9,1 | -9,3 | 3,0 | - | - | 30,5 | 15,0 |
| IV | 3,1 | -3,0 | -4,6 | -14,4 | -8,4 | 4,1 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2015 avg. | -1,4 | -3,2 | -4,3 | -7,9 | -8,7 | 3,6 | - | - | 20,3 | 9,8 |
| sep. | 11,8 | -3,4 | -3,7 | -9,1 | -9,3 | 3,0 | - | - | 30,5 | 15,0 |
| okt. | 29,6 | -3,5 | -4,2 | -10,1 | -9,0 | 3,0 | - | - | 7,2 | 19,6 |
| nov. | 10,3 | -3,4 | -4,9 | -11,4 | -8,8 | 3,6 | - | - | 18,0 | 11,7 |
| dec. | 3,1 | -3,0 | -4,6 | -14,4 | -8,4 | 4,1 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2016 jan. ^(p) | 3,4 | -3,3 | -4,4 | -15,4 | -8,9 | 3,5 | - | - | 5,1 | 7,0 |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

| | Primanjkljaj (-)/presežek (+) | | | | | Zaznamek: primar. ni primanjkljaj (-)/ presežek (+) |
|---------|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|-------------------------------|---|
| | Skupaj 1 | Centralna država 2 | Federalna država 3 | Lokalna država 4 | Skladi socialne varnosti 5 | |
| 2011 | -4,2 | -3,3 | -0,7 | -0,2 | 0,0 | -1,2 |
| 2012 | -3,7 | -3,4 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | -0,6 |
| 2013 | -3,0 | -2,6 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,2 |
| 2014 | -2,6 | -2,2 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,1 |
| 2014 IV | -2,6 | . | . | . | . | 0,1 |
| 2015 I | -2,5 | . | . | . | . | 0,1 |
| II | -2,4 | . | . | . | . | 0,1 |
| III | -2,1 | . | . | . | . | 0,3 |

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

| | Prihodki | | | | | Kapitalski prihodki | Skupaj 6 | Odhodki | | | | | Investicijski odhodki | | | |
|---------|-----------------|--------------------------|------------------------|------------------------------------|------|------------------------|-------------|-------------------------------|-----------------------|---------------|--|------|--------------------------|--|--|--|
| | Tekoči prihodki | | | | | | | Tekoči odhodki | | | | | | | | |
| | Skupaj 1 | Neposredni davki 2 | Posredni davki 3 | Neto socialni prispevki 4 | 5 | | | Sredstva za zaposlene 8 | Vmesna poraba 9 | Obresti 10 | Socialni prejemki ⁵⁾ 11 | 12 | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | | |
| 2011 | 44,9 | 44,5 | 11,6 | 12,6 | 15,1 | 0,4 | 49,1 | 44,8 | 10,4 | 5,3 | 3,0 | 22,2 | 4,3 | | | |
| 2012 | 46,1 | 45,6 | 12,2 | 12,9 | 15,3 | 0,4 | 49,7 | 45,2 | 10,4 | 5,4 | 3,0 | 22,6 | 4,5 | | | |
| 2013 | 46,6 | 46,1 | 12,5 | 12,9 | 15,5 | 0,5 | 49,6 | 45,5 | 10,4 | 5,4 | 2,8 | 23,0 | 4,1 | | | |
| 2014 | 46,8 | 46,3 | 12,5 | 13,1 | 15,5 | 0,5 | 49,4 | 45,4 | 10,3 | 5,3 | 2,7 | 23,1 | 3,9 | | | |
| 2014 IV | 46,8 | 46,3 | 12,5 | 13,1 | 15,5 | 0,5 | 49,4 | 45,4 | 10,3 | 5,3 | 2,7 | 23,1 | 3,9 | | | |
| 2015 I | 46,7 | 46,2 | 12,5 | 13,1 | 15,5 | 0,5 | 49,2 | 45,3 | 10,3 | 5,3 | 2,6 | 23,1 | 3,9 | | | |
| II | 46,6 | 46,2 | 12,6 | 13,1 | 15,5 | 0,5 | 49,0 | 45,2 | 10,3 | 5,3 | 2,5 | 23,1 | 3,8 | | | |
| III | 46,6 | 46,1 | 12,6 | 13,1 | 15,4 | 0,5 | 48,7 | 45,0 | 10,2 | 5,3 | 2,5 | 23,1 | 3,7 | | | |

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

| | Finančni instrument | | | | Imetnik | | | Izvirna dospelost | | | Preostala dospelost | | | Valute | |
|---------|----------------------|-----|----------|------------------------------------|------------------|-----------------|------|-------------------|---------------|--------------|-------------------------|--------------|---|-----------------|--|
| | Gotovina in vloge | | Posojila | Dolžniški vrednostni papirji | Domači upniki | Drugi upniki | DFI | Do 1 leto | Nad 1 leto | Do 1 leto | Nad 1 in do 5 let | Nad 5 let | Euro ali valute sodelujočih držav/ članic | Druge valute | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| 2011 | 86,0 | 2,9 | 15,5 | 67,5 | 42,9 | 24,4 | 43,1 | 12,2 | 73,8 | 20,4 | 30,0 | 35,6 | 84,2 | 1,8 | |
| 2012 | 89,3 | 3,0 | 17,4 | 68,9 | 45,5 | 26,2 | 43,8 | 11,4 | 78,0 | 19,7 | 31,7 | 37,9 | 87,2 | 2,2 | |
| 2013 | 91,1 | 2,7 | 17,2 | 71,2 | 46,0 | 26,2 | 45,1 | 10,4 | 80,7 | 19,4 | 32,2 | 39,4 | 89,1 | 2,0 | |
| 2014 | 92,1 | 2,7 | 17,0 | 72,4 | 45,3 | 26,0 | 46,8 | 10,1 | 82,0 | 19,0 | 32,1 | 41,0 | 90,1 | 2,0 | |
| 2014 IV | 92,1 | 2,7 | 17,0 | 72,4 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |
| 2015 I | 92,9 | 2,7 | 16,8 | 73,4 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |
| II | 92,3 | 2,8 | 16,2 | 73,3 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |
| III | 91,6 | 2,7 | 16,1 | 72,8 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

| | Sprememb dolga ²⁾ | Primanjkljaj (-)/presežek (+) | Prilagoditev primanjkljaja-dolga | | | | | | | | | Obrestni diferencial | Zaznamek: Potrebe po zadolževanju | | |
|---------|------------------------------|-------------------------------|---|-------------------|----------|---|---|------|-------|------|-----|----------------------|-----------------------------------|--|--|
| | | | Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti | | | Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu | | | Razno | | | | | | |
| | | | Skupaj | Gotovina in vloge | Posojila | Dolžniški vrednostni papirji | Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | | 12 | | |
| 2011 | 2,1 | 1,2 | 0,2 | -0,4 | 0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,8 | | 3,9 | | |
| 2012 | 3,4 | 0,6 | 0,0 | 1,0 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | 0,5 | -1,3 | 0,3 | 2,7 | | 5,0 | | |
| 2013 | 1,7 | 0,2 | -0,3 | -0,6 | -0,5 | -0,4 | -0,1 | 0,3 | -0,1 | 0,4 | 1,9 | | 2,7 | | |
| 2014 | 1,0 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,3 | -0,2 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 1,1 | | 2,6 | | |
| 2014 IV | 1,0 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,3 | -0,1 | -0,3 | 0,1 | -0,1 | 0,2 | 1,1 | | 2,7 | | |
| 2015 I | 0,8 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | -0,1 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,9 | | 2,6 | | |
| II | -0,6 | -0,1 | -0,9 | -0,9 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | | 1,5 | | |
| III | -0,6 | -0,3 | -0,5 | -0,3 | 0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | | 1,7 | | |

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni 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 | | Obresti | | | Stanje | Transakcije | | | | | | |
| | | Do 3 mesecev | 3 | Do 3 mesecev | 5 | | | Skupaj | Variabilna obrestna mera | Brezkuponski | Fiksna obrestna mera | Do 1 leta | Izdaje | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2013 | 16,5 | 14,4 | 5,0 | 2,1 | 0,5 | 6,3 | 3,5 | 1,7 | 1,3 | 3,7 | 2,8 | 1,2 | 1,8 | |
| 2014 | 15,9 | 13,9 | 5,1 | 2,0 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,5 | 0,5 | 3,5 | 2,7 | 0,8 | 1,6 | |
| 2015 | 15,3 | 13,3 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 | |
| 2014 IV | 15,9 | 13,9 | 5,1 | 2,0 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,5 | 0,5 | 3,5 | 2,7 | 0,8 | 1,6 | |
| 2015 I | 15,5 | 13,4 | 4,6 | 2,0 | 0,5 | 6,5 | 3,1 | 1,3 | 0,3 | 3,5 | 2,9 | 0,6 | 1,7 | |
| II | 15,4 | 13,4 | 4,9 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 3,0 | 1,3 | 0,2 | 3,4 | 2,9 | 0,5 | 1,5 | |
| III | 15,5 | 13,5 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 | |
| 2015 avg. | 15,3 | 13,4 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,4 | 2,9 | 0,4 | 1,5 | |
| sep. | 15,5 | 13,5 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 | |
| okt. | 15,9 | 13,9 | 4,3 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 | |
| nov. | 16,0 | 14,0 | 4,7 | 2,0 | 0,5 | 6,5 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 | |
| dec. | 15,3 | 13,3 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 | |
| 2016 jan. | 15,4 | 13,4 | 5,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,8 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 | |

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

| | Belgija 1 | Nemčija 2 | Estonija 3 | Irska 4 | Grčija 5 | Španija 6 | Francija 7 | Italija 8 | Ciper 9 | |
|---|---------------|--------------|------------------|-------------|------------------|----------------|-------------------|-----------------|--------------|------|
| Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+) | | | | | | | | | | |
| 2011 | -4,1 | -1,0 | 1,2 | -12,5 | -10,2 | -9,5 | -5,1 | -3,5 | -5,7 | |
| 2012 | -4,1 | -0,1 | -0,3 | -8,0 | -8,8 | -10,4 | -4,8 | -3,0 | -5,8 | |
| 2013 | -2,9 | -0,1 | -0,1 | -5,7 | -12,4 | -6,9 | -4,1 | -2,9 | -4,9 | |
| 2014 | -3,1 | 0,3 | 0,7 | -3,9 | -3,6 | -5,9 | -3,9 | -3,0 | -8,9 | |
| 2014 IV | -3,1 | 0,3 | 0,7 | -3,9 | -3,6 | -5,9 | -3,9 | -3,0 | -8,9 | |
| 2015 I | -3,3 | 0,4 | 0,5 | -3,6 | -4,7 | -5,9 | -3,9 | -3,0 | -0,2 | |
| II | -3,1 | 0,4 | 0,6 | -3,0 | -5,3 | -5,5 | -3,9 | -2,9 | -0,4 | |
| III | -3,0 | 0,8 | 0,7 | -2,5 | -5,4 | -5,3 | -3,7 | -2,8 | -0,9 | |
| Javni dolg | | | | | | | | | | |
| 2011 | 102,2 | 78,4 | 5,9 | 109,3 | 172,0 | 69,5 | 85,2 | 116,4 | 65,8 | |
| 2012 | 104,1 | 79,7 | 9,5 | 120,2 | 159,4 | 85,4 | 89,6 | 123,2 | 79,3 | |
| 2013 | 105,1 | 77,4 | 9,9 | 120,0 | 177,0 | 93,7 | 92,3 | 128,8 | 102,5 | |
| 2014 | 106,7 | 74,9 | 10,4 | 107,5 | 178,6 | 99,3 | 95,6 | 132,3 | 108,2 | |
| 2014 IV | 106,7 | 74,9 | 10,4 | 107,5 | 178,6 | 99,3 | 95,6 | 132,3 | 108,2 | |
| 2015 I | 110,9 | 74,3 | 10,0 | 104,7 | 169,9 | 99,7 | 97,5 | 135,3 | 107,5 | |
| II | 109,3 | 72,5 | 9,9 | 102,1 | 168,9 | 99,3 | 97,7 | 136,0 | 110,4 | |
| III | 108,7 | 71,9 | 9,8 | 99,4 | 171,0 | 99,3 | 97,0 | 134,6 | 109,6 | |
| | Latvija 10 | Litva 11 | Luksemburg 12 | Malta 13 | Nizozemska 14 | Avstrija 15 | Portugalska 16 | Slovenija 17 | Finska 19 | |
| Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+) | | | | | | | | | | |
| 2011 | -3,4 | -8,9 | 0,5 | -2,6 | -4,3 | -2,6 | -7,4 | -6,6 | -4,1 | -1,0 |
| 2012 | -0,8 | -3,1 | 0,2 | -3,6 | -3,9 | -2,2 | -5,7 | -4,1 | -4,2 | -2,1 |
| 2013 | -0,9 | -2,6 | 0,7 | -2,6 | -2,4 | -1,3 | -4,8 | -15,0 | -2,6 | -2,5 |
| 2014 | -1,5 | -0,7 | 1,4 | -2,1 | -2,4 | -2,7 | -7,2 | -5,0 | -2,8 | -3,3 |
| 2014 IV | -1,6 | -0,7 | 1,4 | -2,1 | -2,4 | -2,7 | -7,2 | -5,0 | -2,8 | -3,3 |
| 2015 I | -1,9 | -0,8 | 0,7 | -2,5 | -2,0 | -2,2 | -7,2 | -4,7 | -2,8 | -3,3 |
| II | -2,0 | 0,3 | 0,5 | -2,2 | -1,9 | -2,2 | -6,4 | -4,6 | -2,8 | -2,8 |
| III | -2,0 | 0,0 | 0,2 | -1,7 | -1,7 | -2,4 | -3,2 | -4,1 | -2,6 | -2,9 |
| Javni dolg | | | | | | | | | | |
| 2011 | 42,8 | 37,2 | 19,2 | 69,8 | 61,7 | 82,2 | 111,4 | 46,4 | 43,3 | 48,5 |
| 2012 | 41,4 | 39,8 | 22,1 | 67,6 | 66,4 | 81,6 | 126,2 | 53,7 | 51,9 | 52,9 |
| 2013 | 39,1 | 38,8 | 23,4 | 69,6 | 67,9 | 80,8 | 129,0 | 70,8 | 54,6 | 55,6 |
| 2014 | 40,6 | 40,7 | 23,0 | 68,3 | 68,2 | 84,2 | 130,2 | 80,8 | 53,5 | 59,3 |
| 2014 IV | 40,8 | 40,7 | 22,9 | 66,9 | 68,2 | 84,2 | 130,2 | 80,8 | 53,5 | 59,3 |
| 2015 I | 35,6 | 38,0 | 22,2 | 68,5 | 69,2 | 84,9 | 130,3 | 81,8 | 53,9 | 60,6 |
| II | 35,3 | 37,6 | 21,6 | 67,4 | 67,1 | 86,3 | 128,6 | 80,8 | 54,3 | 62,4 |
| III | 36,4 | 38,1 | 21,3 | 66,3 | 66,3 | 85,3 | 130,5 | 84,1 | 53,5 | 61,2 |

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2016

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 pripravljajo in objavljajo nacionalne centralne banke.

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 9. marec 2016.

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