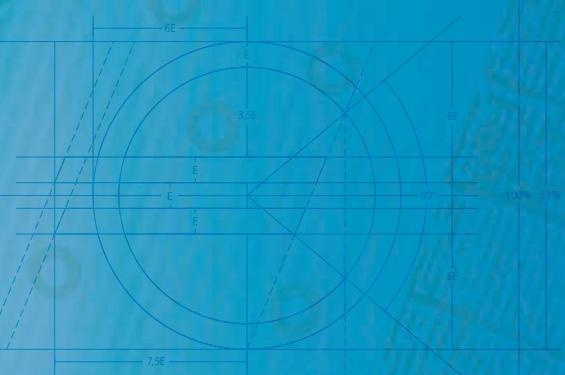


Ekonomski bilten

Številka 6 / 2015



Kazalo

Ekonomska in denarna gibanja

Povzetek	3
1 Zunanje okolje	6
2 Finančna gibanja	11
3 Gospodarska aktivnost	15
4 Cene in stroški	20
5 Denar in krediti	24
6 Javnofinančna gibanja	29

Okvirji

1 Nedavna gibanja in obeti za cene surovin razen nafte	31
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 22. aprila do 21. julija 2015	33
3 Uporabnost podatkov o transakcijah v sistemu TARGET2 za analizo nezavarovanega denarnega trga čez noč	37
4 Objava stanj na računih v sistemu TARGET	42
5 Posodobljene trgovinske uteži za efektivne devizne tečaje eura kažejo, da postajajo nastajajoča tržna gospodarstva vedno pomembnejša	45
6 Anketno merilo neizkoriščenega gospodarskega potenciala v euroobmočju	49
7 Najnovejša gibanja cen hrane v euroobmočju	52
8 Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2015	55

Članki

1 The state of the house price cycle in the euro area	58
2 The fiscal impact of financial sector support during the crisis	74

Statistični podatki euroobmočja

S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Analiza najnovejših podatkov, nove makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB in vmesno ovrednotenje novejših tržnih nihanj kažejo, da se gospodarsko okrevanje v euroobmočju nadaljuje, čeprav je nekoliko šibkejše, ter da se stopnja inflacije zvišuje počasneje, kot je bilo pričakovano. Spremenjeni gospodarski obeti so v precejšnji meri posledica zunanjih gibanj. Svetovno gospodarstvo sicer počasi raste, vendar ostaja rast neenakomerna. Po eni strani gospodarsko aktivnost v visoko razvitih gospodarstvih spodbujajo nizke cene nafte, še naprej spodbujevalni pogoji financiranja, počasnejša dinamika javnofinancne konsolidacije in vse boljše razmere na trgu dela. Po drugi strani so se ob večji negotovosti obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih poslabšali, saj strukturne ovire in makroekonomska neravnovesja ovirajo rast v nekaterih državah, druge pa se prilagajajo nižjim cenam primarnih surovin in manj ugodnim pogojem zunanjega financiranja. Obenem inflacijske pritiske blažijo vse nižje cene primarnih surovin.

Zopet so se pojavila navzdol usmerjena tveganja za gospodarsko rast in inflacijo, med drugim tudi zaradi nedavnega povečanja volatilnosti na finančnih trgih. Med poletjem smo bili priča dvema pomembnima epizodama povisanih napetosti. Prva je bila povezana z dogajanji v Grčiji proti koncu junija in na začetku julija, kar pa je na splošno le omejeno vplivalo na finančne trge. Druga epizoda je nastopila v drugi polovici avgusta in je bila povezana z dogajanji na Kitajskem. Ta je imela precejšen vpliv na delniške in devizne trge ter na dojemanje tveganja. Nominalna donosnost dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja je med začetkom junija in začetkom septembra na splošno rahlo upadla. Tečaji delnic v euroobmočju so se opazno znižali, zlasti ob izgubah na kitajskem delniškem trgu v drugi polovici avgusta ter ob povečanju svetovne negotovosti. V okolju povečanega odpora do tveganja in šibkih nastajajočih trgov je efektivni tečaj eura nedavno zabeležil precejšnjo apreciacijo.

V drugem četrletju 2015 se je BDP v euroobmočju realno povečal nekoliko manj kot v prvem četrletju. Dinamika rasti je bila v drugem četrletju nekoliko počasnejša, kot je bilo pričakovano. Umirjanje je bilo zabeleženo v vseh državah ter je bilo posledica šibkejšega domačega povpraševanja od pričakovanega. Zadnji anketni kazalniki kažejo, da bo dinamika realne rasti BDP v drugi polovici leta 2015 podobna kot v drugem četrletju.

Dlje v prihodnosti naj bi se gospodarsko okrevanje v euroobmočju nadaljevalo, čeprav nekoliko počasneje, kot je bilo pričakovano. To je predvsem odraz umirjanja aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kar zavira svetovno gospodarsko rast in s tem povpraševanje po izvozu euroobmočja. Domače povpraševanje bodo predvidoma še naprej podpirali ukrepi denarne politike ECB in njihovi pozitivni učinki na pogoje financiranja ter tudi napredok, ki je bil dosežen pri javnofinancni konsolidaciji in strukturnih reformah. Poleg tega naj bi nižje cene nafte okrepile realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in dobičkonosnost podjetij ter s

tem dodatno spodbudile zasebno potrošnjo in investicije. Obenem bosta okrevanje gospodarske aktivnosti najverjetneje zavirala nujno prilagajanje bilanc v različnih sektorjih in počasno izvajanje strukturnih reform.

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmoče¹ bo letna realna rast BDP v letu 2015 znašala 1,4%, v letu 2016 1,7% in v letu 2017 1,8%. V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila napoved realne rasti BDP popravljena navzdol, zlasti zaradi nižjega zunanjega povpraševanja, ki je posledica šibkejše rasti na nastajajočih trgih. Po oceni Sveta ECB ostajajo tveganja za gospodarsko aktivnost v prihodnje usmerjena navzdol, kar je predvsem posledica večje negotovosti glede zunanjega okolja. Zlasti trenutna gibanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih bi lahko dodatno neugodno vplivala na svetovno rast prek vpliva na trgovinsko menjavo in zaupanje.

Po naraščajočem trendu na začetku leta se je inflacija, merjena z indeksom HICP, v zadnjih mesecih v euroobmočju ustalila na nizki pozitivni ravni. Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v avgustu že tretji mesec zapored ostala na 0,2-odstotni ravni. Medtem ko nizke cene energentov zavirajo inflacijo, pa višja rast cen hrane in industrijskega blaga razen energentov deluje v nasprotno smer. Novejši kazalniki potrjujejo postopno krepitev osnovne inflacije. Po ocenah se je HICP brez energentov in hrane zvišal z najniže točke na začetku leta (0,6%) na 1,0% v avgustu.

Na podlagi razpoložljivih informacij bo medletna stopnja inflacije v bližnji prihodnosti ostala zelo nizka, kar je predvsem posledica novejših gibanj cen energentov. Proti koncu leta 2015 pa naj bi se skupna inflacija zvišala, med drugim tudi zaradi baznih učinkov, povezanih s padcem cen nafte proti koncu leta 2014. Stopnja inflacije naj bi se v letih 2016 in 2017 še zvišala zaradi pričakovanega gospodarskega okrevanja in prenosa preteklega znižanja tečaja eura ter pod predpostavko nekoliko višjih cen nafte v prihodnjih letih, tako kot kažejo terminski trgi. Do zvišanja medletne stopnje inflacije naj bi po trenutnih pričakovanjih prišlo pozneje, kot se je pričakovalo doslej.

Makroekonomskie projekcije za euroobmoče, ki so jih septembra 2015 pripravili strokovnjaki ECB, predvidevajo inflacijo v višini 0,1% za leto 2015, 1,1% za leto 2016 in 1,7% za leto 2017. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija inflacije popravljena navzdol, kar je predvsem posledica nižjih cen nafte. Glede na najnovejša gibanja cen nafte in tečajev obstaja tveganje, da bodo dejanske stopnje inflacije nižje od septembrskih projekcij strokovnjakov ECB.

Ukrepi denarne politike ECB se še naprej prenašajo na pogoje kreditiranja ter nadalje spodbujajo dinamiko širokega denarja in kreditov. K izboljšanju denarnih in kreditnih kazalnikov so prispevale ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Stroški financiranja za banke so se v drugem četrletju 2015 ustalili na zgodovinsko nizkih ravneh, obenem pa ugodni posojilni pogoji še naprej spodbujajo postopno okrevanje

¹ Glej članek z naslovom »Septembske makroekonomskie projekcije strokovnjakov ECB za euroobmoče«, ki je bil 3. septembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

rasti posojil. Poleg tega se je razhajanje bančnih posojilnih obrestnih mer med državami euroobmočja dodatno zmanjšalo. Skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam se je po ocenah v drugem četrletju 2015 stabiliziral, vendar ostaja dinamika posojil nefinančnim družbam šibka. K rasti širokega denarja prispevata okrepljena rast kreditiranja širše države in nadaljnje postopno okrevanje kreditiranja zasebnega sektorja.

Svet ECB meni, da je preuranjeno sklepati o tem, ali bi lahko najnovejša gospodarska gibanja in gibanja na finančnih trgih imela trajne posledice za vzdržno gibanje inflacije proti srednjeročnemu cilju ali pa bi jih morali obravnavati predvsem kot prehodna, ter bo še naprej natančno spremeljal vse relevantne nove informacije. Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize ter v skladu s prihodnjo usmeritvijo denarne politike na seji 3. septembra sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter potrdil, da se program nakupa vrednostnih papirjev nemoteno izvaja. V prihodnje bo Svet ECB natančno spremeljal tveganja, ki lahko vplivajo na cenovna gibanja v srednjeročnem obdobju, ter pozornost usmeril predvsem na prenos ukrepov denarne politike kot tudi na svetovna gospodarska in finančna dogajanja ter gibanja tečaja in cen primarnih surovin.

Svet ECB poudarja svojo pripravljenost in sposobnost, da bo po potrebi ukrepal z uporabo vseh instrumentov, ki so mu na voljo v okviru mandata, ter zlasti opozarja, da program nakupa vrednostnih papirjev omogoča zadostno prožnost, kar zadeva prilaganje obsega, sestave in trajanja nakupov. Eurosistem bo v celoti izvajal mesečne nakupe vrednostnih papirjev v višini 60 milijard EUR, ki se bodo predvidoma izvajali do konca septembra 2016 ali po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju, da v srednjeročnem obdobju dosežemo stopnjo inflacije pod 2%, vendar blizu te meje. Svet ECB znova poudarja, da je treba dosledno uresničevati sklepe o denarni politiki ter natančno spremeljati vse relevantne nove informacije z vidika vpliva na srednjeročne obete glede cenovne stabilnosti.

Zunanje okolje

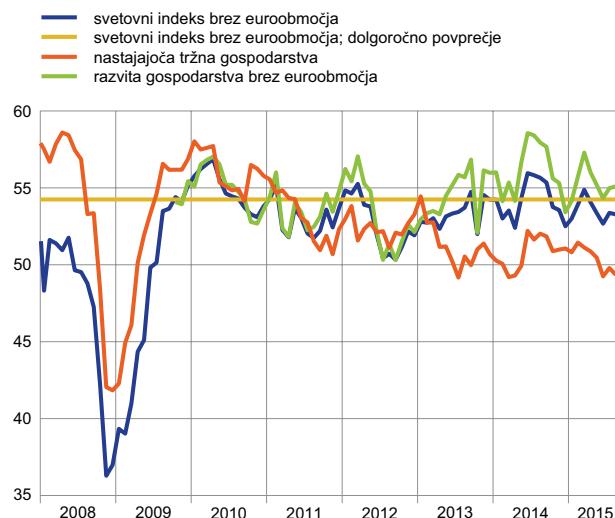
Svetovno gospodarstvo postopno raste, vendar pa rast ostaja neenakomerna. Po eni strani gospodarsko aktivnost v visoko razvitetih gospodarstvih poganjajo nizke cene nafte, še naprej spodbujevalni pogoji financiranja, počasnejša dinamika javnofinancne konsolidacije ter vse boljše razmere na trgu dela. Po drugi strani so se obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih ob večji negotovosti poslabšali, saj v nekaterih državah rast zavirajo strukturne ovire in makroekonomska neravnovesja, druge pa se prilagajajo nižjim cenam primarnih surovin in bolj zaostrenim pogojem zunanjega financiranja. Inflacijski pritiski bodo po nedavnem padcu cen nafte in še vedno obsežnih neizkorisčenih zmogljivosti predvidoma ostali omejeni.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Graf 1

Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za proizvodnjo

(indeks razpršitve)



Vira: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2015. Nastajajoča tržna gospodarstva so Brazilija, Kitajska, Indija in Rusija. Razvita gospodarstva so Japonska, ZDA in Združeno kraljestvo.

Podatki iz nacionalnih računov in anketni kazalniki kažejo na skromno in neenakomerno rast svetovne gospodarske aktivnosti v drugem četrletju. V razvitih gospodarstvih je gospodarska aktivnost ohranila zagon, saj se je v ZDA in Združenem kraljestvu ponovno okreplila, medtem ko se je na Japonskem po močnem prvem četrletju precej upočasnila. Razmere v nastajajočih tržnih gospodarstvih so mešane. Po eni strani je Rusija v globoki recesiji in anketni kazalniki kažejo na nadaljevanje šibke rasti v Braziliji. Po drugi strani si je na Kitajskem rast v drugem četrletju opomogla, za države srednje in vzhodne Evrope zunaj euroobmočja pa se pričakuje, da je rast v tem obdobju ostala odporna. Po anketnih podatkih je svetovna proizvodnja v predelovalnih dejavnostih v zadnjih mesecih oslabljena, bolj robustna pa je skupna aktivnost. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za proizvodnjo, v katerem ni vključeno euroobmočje, je avgusta ostal večinoma nespremenjen glede na prejšnje mesece in v skladu s povprečjem drugega četrletja, kar kaže

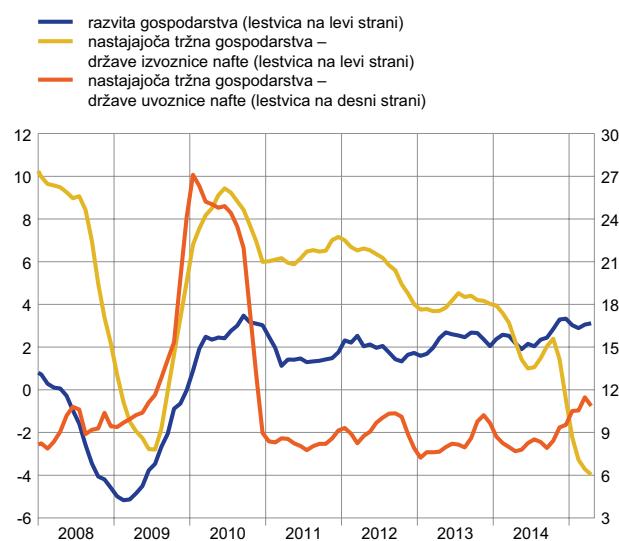
na določeno stopnjo odpornosti svetovne gospodarske aktivnosti (glej graf 1). Kar zadeva prihodnja gibanja, sestavljeni vodilni kazalniki OECD ter indeks svetovne gospodarske klime, ki ga pripravlja inštitut Ifo, kažejo, da se bo v svetovnem gospodarstvu nadaljevalo počasno okrejanje.

Cene surovin so se v zadnjem času znizale, kar na kratki rok dodatno spodbuja svetovno povpraševanje. Po odboju tekom drugega četrletja je cena surove nafte Brent v tretjem četrletju upadla za več kot 20%, čeprav sodeč po krivulji terminskih pogodb trgi še vedno pričakujejo, da bo v prihodnjih letih postopno naraščala. Nedavna pocenitev je v glavnem posledica gibanj na strani ponudbe. Naftni trg je še vedno prezasičen, saj OPEC proizvaja nad ciljno ravnjo, proizvodnja nafte iz skrilavcev pa je bolj odporna, kot se je pričakovalo. Poleg tega trg v cenah kot

Graf 2

Prodaja v trgovini na drobno

(medletna rast skupne prodaje v trgovini na drobno, trimesečno povprečje)



Viri: Nacionalni viri, MDS in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na junij 2015. Razvita gospodarstva so euroobmočje, Japonska, ZDA in Združeno kraljestvo. Države uvoznice nafte v skupini nastajajočih tržnih gospodarstev so Kitajska, Indonezija, Južna Koreja, Turčija in Mehika. Izvoznice nafte v tej skupini so Rusija, Brazilija, Kolumbija, Čile in Južnoafriška republika.

kaže postopno vključujejo možnost večje ponudbe iz Irana. Vseeno je na cenovna gibanja vplivalo tudi nekoliko šibkejše povpraševanje, še zlasti iz nastajajočih tržnih gospodarstev. To je skladno tudi z dejavniki, zaradi katerih se znižujejo cene drugih surovin – v minulem letu so npr. močno padle cene kovin, kar je morda prav tako posledica manj intenzivne rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih (glej tudi okvir 1). Na splošno se pričakuje, da bo padec cen nafte od sredine leta naprej spodbudil povpraševanje v državah uvoznicah nafte in tako izravnal negativne posledice za gospodarstva, ki nafto izvažajo. Ker so se cene nafte spustile z najvišjih ravni, zabeleženih v letu 2014, se je skupna inflacija v razvitih gospodarstvih znižala, zaradi česar se je povečal realni razpoložljivi dohodek v teh državah. Rast prodaje v trgovini na drobno se je medletno povečala v razvitih gospodarstvih ter v državah uvoznicah nafte v skupini nastajajočih tržnih gospodarstev, medtem ko se je v glavnih izvoznicah nafte strmo zmanjšala.

Denarne politike so še vedno naravnane spodbujevalno in prispevajo k ugodnih svetovnih

pogojem financiranja. Trgi v cenah še vedno vključujejo prvo zvišanje ključne obrestne mere v ZDA v prihodnjih šestih mesecih. Na Japanskem bo ključna obrestna mera v prihodnjih dveh letih predvidoma ostala nizka. Dezinflacijski trendi so v zadnjih mesecih spodbudili nadaljnje popuščanje denarne politike na Kitajskem, v Indiji in več drugih državah (predvsem uvoznicah nafte) v skupini nastajajočih tržnih gospodarstev, medtem ko se je v Rusiji nadaljevala normalizacija obrestnih mer po velikem zvišanju v času finančnih pretresov decembra lani. Med večimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi je edino Brazilija še naprej zviševala ključne obrestne mere, saj inflacijski pritiski ostajajo okrepljeni zaradi precejšnjega zvišanja nadzorovanih cen, lepljivosti cen in nadaljnje depreciacije brazilske valute. Kitajska centralna banka je 11. avgusta 2015 reformirala postopek, po katerem dnevno fiksira devizni tečaj, da bi povečala delovanje tržnih sil, zaradi česar je v tednu po tej odločitvi renminbi v odnosu do ameriškega dolarja upadel za 3%. V zadnjih dveh mesecih se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic v razvitih gospodarstvih na splošno stabilizirala, potem ko se je v maju in začetku junija strmo povečala. Vseeno pa je kljub korekciji še vedno blizu najnižjim ravnem, zabeleženim ob koncu leta 2014, razmik terminskih premij pa je majhen. Donosnost obveznic v nastajajočih tržnih gospodarstvih se je gibala več ali manj vzporedno z donosnostjo v razvitih gospodarstvih. Vseeno so se agregatni zasebni portfeljski prilivi v nastajajoča tržna gospodarstva nekoliko zmanjšali, medtem ko se bo zaradi depreciacije deviznega tečaja v nekaterih državah verjetno povečala cena dolarskega financiranja. Poleg tega se zaradi nedavnih izgub in volatilnosti na kitajskih borznih trgih povečuje negotovost, ki se, če bo vztrajala, lahko izrazi v zaostrovjanju pogojev financiranja, še zlasti za ranljive države v skupini nastajajočih tržnih gospodarstev.

V prihodnjem obdobju bo svetovno rast po pričakovanjih poganjalo tekoče okrevanje v razvitih gospodarstvih. Ker zaviralni vplivi razdolževanja v zasebnem sektorju in konsolidacije javnih financ postopno popuščajo, bo okrevanje v razvitih gospodarstvih predvidoma pridobivalo zagon. K izboljševanju obetov bodo prispevale tudi nizke cene nafte, še vedno ugodni pogoji financiranja, izboljševanje razmer na trgu dela ter krepitev zaupanja. V ZDA bo rast podpiralo močnejše trošenje gospodinjstev, saj se realni dohodki povečujejo zaradi nižjih cen nafte, ugodnih pogojev financiranja, nadaljnje krepitve trga dela in stanovanjskega trga, popuščanja zavirala vpliva obdavčitve ter zaradi zaključevanja procesa razdolževanja gospodinjstev. Vseeno bo apreciacija efektivnega deviznega tečaja ameriškega dolarja v prejšnjem obdobju kratkoročno zavirala rast izvoza, upad cen nafte pa bo omejeval naložbe v energijskem sektorju. Na Japonskem bo gospodarstvo v drugi polovici leta predvidoma ponovno začelo rasti, saj nižje cene nafte povečujejo realni dohodek gospodinjstev, izvoz pa narašča zaradi krepitve zunanjega povpraševanja in pretekle depreciacije jena. V Združenem kraljestvu se pričakuje nadaljevanje razmeroma močne rasti. Čeprav jo bo nekoliko zavirala javnofinančna konsolidacija, bodo nizke cene energetov in vse hitrejša rast plač verjetno podpirale realni razpoložljivi dohodek in zasebno potrošnjo. Poleg tega bi okrevanje povpraševanja in izboljševanje pogojev kreditiranja morala spodbuditi podjetniške naložbe.

Nasprotno so srednjeročni obeti za nastajajoča tržna gospodarstva mešani, negotovost pa se je povečala. Rast v vrsti velikih nastajajočih tržnih gospodarstev se je v zadnjih štirih letih opazno upočasnila in bo na srednji rok po pričakovanjih ostala oslabljena. V nekaterih državah se je potencialna rast zmanjšala zaradi strukturnih omejitev in makroekonomskih neravnovesij. Druge se prilagajajo na nižje cene surovin, povečano politično negotovost in bolj zaostrene pogoje zunanjega financiranja. Na Kitajskem se je rast v drugem četrletju odbila. Nedavna znižanja ključnih obrestnih mer, manjši paket javnofinančnih spodbud, ki ga je sprejela centralna vlada, ter prizadevanja za zmanjšanje omejitev v proračunih lokalnih oblasti bodo po pričakovanjih podprtli povpraševanje. Vseeno je nedavni borzni padec pokazal, kako negotovi so ti obeti. Poleg tega kitajsko vodstvo vse večjo pozornost namenja reševanju slabosti na področju financiranja in makroekonomskih neravnovesij, kar bo verjetno upočasnilo rast v srednjeročnem obdobju. V državah srednje in vzhodne Evrope zunaj euroobmočja je rast močna. Spodbuja jo okrepljeno domače povpraševanje, saj se razmere na trgu dela izboljšujejo, nedavno znižanje cen nafte pa bo predvidoma podpiralo trošenje gospodinjstev. Po drugi strani so se obeti za Brazilijo poslabšali, saj bo zaostrovjanje denarne in javnofinančne politike po pričakovanjih omejevalo rast naložb in gospodarske aktivnosti. Na srednji rok gospodarsko rast zavirajo tudi ozka grla v ponudbi ter velika makroekonomkska neravnovesja in visoka inflacija, pri katerih mora brazilska vlada hitro ukrepati. Tudi Rusija preživlja globoko recesijo. Čeprav so se pogoji financiranja od začetka leta nekoliko izboljšali, ostajajo stroški financiranja povišani. Negotovost je visoka, zaupanje podjetij šibko, zaradi manjših prihodkov od nafte pa se bo predvidoma močno zmanjšala javna potrošnja.

Zaradi velikega zmanjšanja uvoza v več velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih se je svetovna trgovinska menjava v prvi polovici leta 2015 nekoliko upočasnila. Svetovni uvoz (brez euroobmočja) se je po podatkih iz

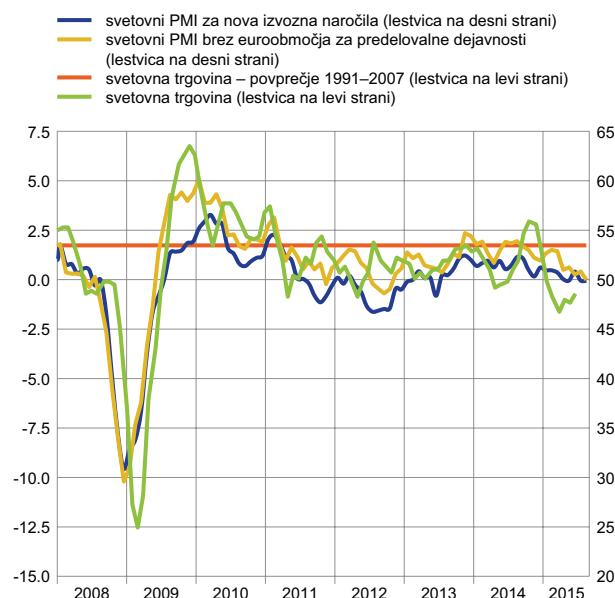
nacionalnih računov v prvem četrtletju zmanjšal za 0,2%, razpoložljivi podatki pa kažejo, da se je šibka dinamika nadaljevala tudi v drugem četrtletju. Kot kažejo podatki o svetovni blagovni menjavi, ki jih objavlja nizozemski urad za analize ekonomske politike CPB, se je v drugem četrtletju svetovni uvoz medčetrtletno zmanjšal za 0,9%. Čeprav je bil uvoz v razvitetih gospodarstvih in državah srednje in vzhodne Evrope tekom leta bolj odporen, so na dinamiko svetovnega agregata vplivala predvsem negativna gibanja v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

V prvem četrtletju se je uvoz močno zmanjšal v Rusiji, kjer sta ga prizadela zmanjševanje domačega povpraševanja in padec deviznega tečaja. Uvoz je bil v prvi polovici leta šibek tudi na Kitajskem, in sicer prav tako zaradi zmanjševanja domačega povpraševanja. V bližnji prihodnosti bo svetovna trgovinska menjava po pričakovanjih okrevala zelo počasi. Hkrati anketni podatki kažejo na dokaj zmerno rast svetovne trgovinske menjave, saj je svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila julija upadel (glej graf 3). Na daljši rok bo ob še naprej skromnih obetih za uvoz v nastajajoča tržna gospodarstva svetovna trgovinska menjava po pričakovanjih ostala zmerna, svetovni uvoz pa ne bo rasel hitreje od svetovnega BDP.

Graf 3

Svetovna blagovna menjava

(trimesečne spremembe v odstotkih; lestvica na levi strani: prispevki v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: indeks razprtitive)



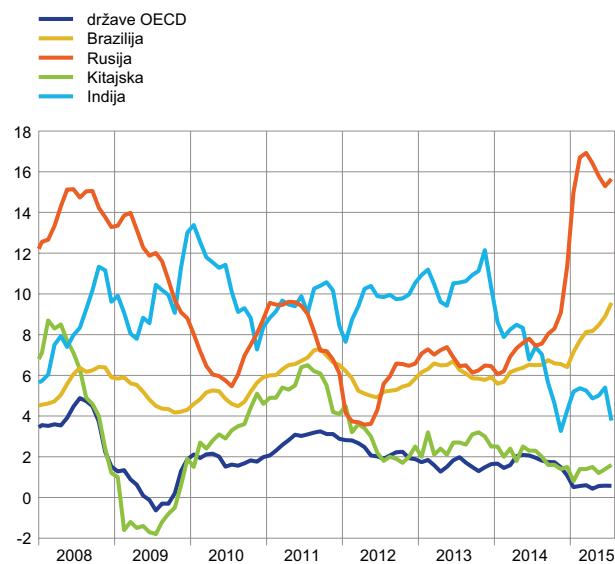
Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2015 za indeks PMI in na junij 2015 za svetovno trgovinsko menjavo.

Graf 4

Svetovna inflacija cen živiljenjskih potrebščin (CPI)

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Nacionalni viri in OECD.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2015.

Gledano v celoti obeti za svetovno gospodarsko rast še naprej kažejo, da bo gospodarstvo tudi v prihodnje okrevalo razmeroma počasi in neenakomerno.

Po makroekonomskej projekcijah strokovnjakov ECB iz septembra 2015, v katerih je presečni datum za predpostavke o pogojih financiranja in cenah surovin 12. avgust, naj bi se svetovna (brez euroobmočja) rast realnega BDP postopno okrepila s 3,2% v letu 2015 na 3,8% v letu 2016 in 4,0% v letu 2017. Rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju naj bi se z 1,4% v letu 2015 povečala v letu 2016 na 3,3%, v letu 2017 pa na 4,1%. V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila svetovna rast popravljena navzdol, kar odraža predvsem šibkejše obete v skupini nastajajočih tržnih gospodarstev. Popravek za zunanje povpraševanje euroobmočja je bil bolj izrazit, saj se zdaj pričakuje, da bo šibka aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih močneje prizadela uvoz, kot je bilo pričakovano junija.

Tveganja v obetih za svetovno trgovinsko menjavo in gospodarsko aktivnost so še vedno nekoliko usmerjena navzdol.

Predvsem

bi svetovno rast lahko dodatno prizadela trenutna gibanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki bi vplivala na trgovinsko menjavo, pogoje financiranja in zaupanje. Nekatera nastajajoča tržna gospodarstva so po obdobju zgoščevanja razmikov pri tveganju in volatilnosti ranljiva tudi na premik v svetovnem dojemanju tveganja. Obete poslabšujejo tudi geopolitična tveganja. Tako bi ponovna zaostritev napetosti med Rusijo in Ukrajino lahko imela negativne posledice za svetovno gospodarsko rast.

Svetovna cenovna gibanja

Po velikem znižanju cen nafte ostaja svetovna inflacija nizka. Medletna inflacija cen življenjskih potrebščin v državah OECD je julija ostala nespremenjena na ravni 0,6%. Tudi medletna inflacija brez hrane in energentov je v območju OECD ostala stabilna na ravni 1,6% (glej graf 4). Skupna inflacija je v večjih razvitih gospodarstvih ostala večinoma nespremenjena na nizki ravni. Med državami zunaj OECD se na Kitajskem in v Indiji nadaljujejo splošni dezinflacijski pritiski. Po drugi strani je v Braziliji in Rusiji inflacija ostala visoka, saj so se zaradi znižanja deviznega tečaja zvišale uvozne cene.

V prihodnjem obdobju se bo svetovna inflacija po pričakovanjih zviševala dokaj počasi. Kratkoročno bodo nedavne pocenitve nafte in drugih surovin verjetno še naprej zavirale inflacijske pritiske, zatem pa bi negativni prispevek energetske komponente moral postopno izginiti, saj bodo učinki preteklih znižanj cen nafte začeli popuščati. Obenem navzgor usmerjena krivulja terminskih cen nafte napoveduje določeno okrevanje teh cen, kar bi moralo povečati prispevek cen energentov k skupni inflaciji. Po drugi strani se pričakuje, da se bo zaradi pričakovanega izboljševanja svetovne gospodarske aktivnosti začel postopno zmanjševati obseg prostih zmogljivosti, čeprav bodo inflacijski pritiski iz gibanj plač in cen na splošno verjetno ostali šibki.

Nominalna donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je od začetka junija do začetka septembra rahlo znižala, potem ko se je v prejšnjih mesecih precej zvišala. Do znižanja je prišlo ob vse slabših obetih za rast svetovnega gospodarstva, ob padanju cen nafte in zniževanju obrestnih mer v obrestnih zamenjavah, vezanih na inflacijo. Ob večji volatilnosti so se znižale tudi cene lastniških vrednostnih papirjev, zlasti po depreciaciji valute in velikih izgubah na trgu lastniških vrednostnih papirjev na Kitajskem sredi avgusta. Negotovost, povezana z dogajanji v Grčiji, ki je višek dosegla ob koncu junija in na začetku julija, je na delniške trge vplivala nekoliko močneje kot na obvezniške in devizne trge, vendar je bil finančni vpliv na splošno omejen in začasen. Efektivni devizni tečaj eura se je od začetka junija do 2. septembra 2015 močno zvišal.

V obravnavanem obdobju je prišlo do dveh pomembnih epizod povečanih napetosti, pri čemer je bila prva povezana z dogajanji v Grčiji ob koncu junija in na začetku julija. V celoti gledano je ta epizoda razmeroma omejeno vplivala na finančne trge. To je denimo razvidno iz razmikov v donosnosti 10-letnih državnih obveznic držav euroobmočja z nižjimi bonitetami glede na nemške državne obveznice. Razmiki so se v tem obdobju le malenkostno povečali in se hitro vrnili na prejšnje ravni. Ob vrhuncu pretresov na trgih so se razmiki v večini držav euroobmočja povečali za največ 35 bazičnih točk glede na nemške državne obveznice. Implicitna volatilnost trgov obveznic se je v tem obdobju – podobno kot druga merila tveganja – le zmerno in začasno povečala. Dogajanja v Grčiji pa so nekoliko izraziteje vplivala na delniške trge, kar je pripeljalo do povečanja implicitne volatilnosti in znižanja tečajev. Med 26. junijem in 7. julijem je delniški indeks Dow Jones EURO STOXX 50 padel za več kot 8%, implicitna volatilnost pa se je močno povečala. Euro je v tem obdobju nekoliko oslabel v razmerju do ameriškega dolarja.

Druga epizoda povečane negotovosti na finančnih trgih se je začela sredi avgusta in je bila povezana z dogajanji na Kitajskem. Ta epizoda je za razliko od prve precej vplivala na delniške in devizne trge ter na dojemanje tveganja. Depreciaciji kitajskega renminbia, ki se je začela 11. avgusta, je sledilo obdobje strmega padanja tečajev kitajskih delnic in močnega povečanja globalne negotovosti. Ta dogajanja naj bi skupaj s hitrim zniževanjem cen nafte pomenila, da se obeti za svetovno gospodarstvo poslabšujejo, saj so vplivala na mednarodne finančne trge in implicitno volatilnost. Tečaji delnic v euroobmočju so od 11. do 24. avgusta padli za okrog 16%, donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja z boniteto AAA pa se je v istem obdobju zmanjšala za okrog 10 bazičnih točk. K temu so verjetno prispevali tudi apreciacija eura v kontekstu zapiranja pozicij prenosnega trgovanja (ki se v obdobjih povečane negotovosti navadno zapirajo), pri čemer je bil euro uporabljen kot valuta financiranja, ter vse manjša tržna pričakovanja glede skorajšnjega dviga obrestnih mer denarne politike v ZDA. K nihanjem na delniških in obvezniških trgih je verjetno dodatno prispevala tržna likvidnost, ki je bila tudi zaradi sezonskih dejavnikov manjša od običajne.

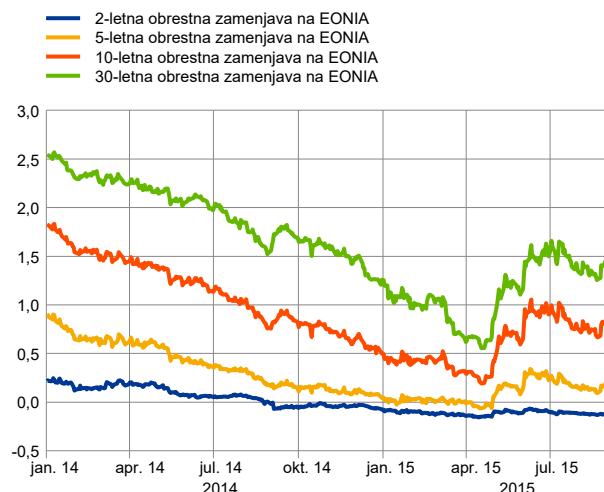
Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja z boniteto AAA se je od začetka junija do začetka septembra na splošno rahlo znižala in je bila zelo nizka. Na začetku se je povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic

euroobmočja z boniteto AAA povečala, in sicer z 0,93% 4. junija na 1,08% 10. junija, s čimer se je nadaljeval trend, ki je trajal od sredine aprila. Nato je do sredine julija ostala večinoma nespremenjena, kar je bilo verjetno posledica objav mešanih podatkov. Pozneje se zmanjšala in na začetku septembra znašala okrog 0,90%. Razmiki v donosnosti državnih obveznic v euroobmočju glede na donosnost nemških državnih obveznic so se v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšali ob določeni

Graf 5

Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na EONIA

(v odstotkih na leto)



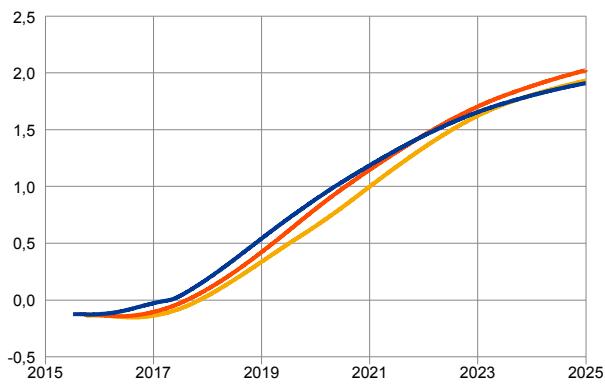
Vir: Thomson Reuters.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. september 2015.

Graf 6

Krivilja terminskih obrestnih mer EONIA

(v odstotkih na leto)

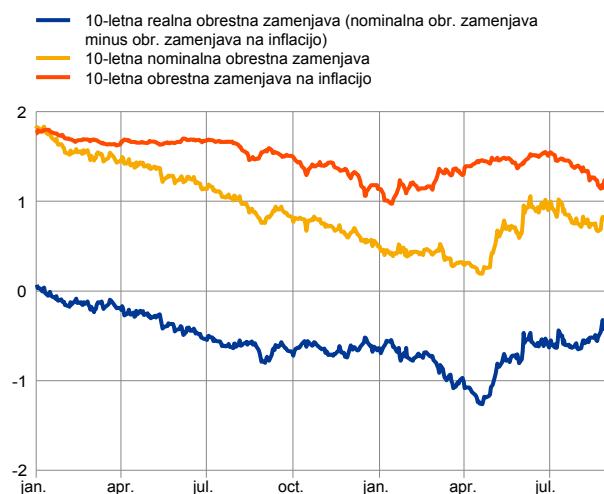


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Graf 7

Realne in nominalne obrestne mere v 10-letnih obrestnih zamenjavah ter obrestne mere v 10-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Vir: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: 10-letna realna obrestna zamenjava je izračunana iz 10-letne nominalne obrestne zamenjave na EONIA in 10-letne obrestne zamenjave na inflacijo. Zadnji podatki se nanašajo na 2. september 2015.

volatilnosti v času povečane negotovosti. Implicitna volatilnost trgov obveznic je ostala na splošno stabilna, čeprav se je nekajkrat začasno povečala.

Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na EONIA so sledile gibanju donosnosti obveznic z boniteto AAA.

Obrestne mere v zamenjavah na EONIA so se najbolj znižale pri srednjih ročnostih, medtem ko so se pri najdaljših ročnostih nekoliko zvišale (glej graf 5). Skladno z gibanjem donosnosti obveznic so se v obravnavanem obdobju terminske obrestne mere EONIA postopoma zniževale vse do osmega leta, pri čemer so se za največ znižale v četrtem letu (za okrog 20 bazičnih točk) (glej graf 6).

Znižanje nominalnih obrestnih mer se je odrazilo v nižjih obrestnih merah v obrestnih zamenjavah, vezanih na inflacijo.

Iz računovodske razčlenitve 10-letnih nominalnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na EONIA na 10-letne obrestne mere v zamenjavah na inflacijo in, kot preostanek, 10-letne realne obrestne mere je razvidno, da sta bili približno

Graf 8

Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Vira: iBoxx in ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. september 2015.

dve tretjini nihanja nominalne donosnosti v juniju posledica sprememb realne obrestne mere, tretjino pa je mogoče pripisati obrestni meri v obrestnih zamenjavah na inflacijo (glej graf 7). Nasprotno se je relativni prispevek v juliju in avgustu precej spremenil, pri čemer so k manjši nominalni donosnosti v celoti prispevale nižje obrestne mere v zamenjavah na inflacijo. (Več informacij o gibanjih inflacijskih pričakovanj je predstavljenih v poglavju 4.)

Donosnost podjetniških obveznic je bila odporna proti mnogim napetostim na finančnih trgih, čeprav se je v obravnavanem obdobju nekoliko povečala. Na splošno se je donosnost podjetniških obveznic glede na povprečno donosnost državnih obveznic euroobmočja z bonitetom AAA gibala skladno s spremembami v dojemanju tveganja. Skladno s tem se je kot odziv na negotovost, povezano z dogajanji v Grčiji ob koncu junija in na začetku julija, povečala, po rahli umiriti pa se je v drugi polovici avgusta znova

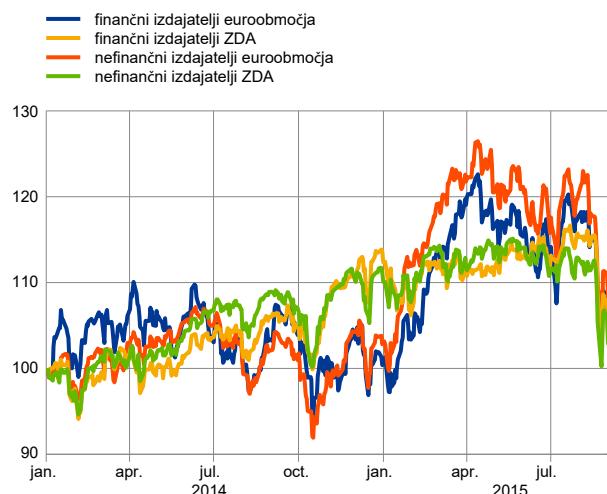
zvišala, kar je bilo povezano z večjo globalno negotovostjo (glej graf 8). Donosnost podjetniških obveznic se je od začetka junija do začetka septembra povečala za 5 do 20 bazičnih točk, odvisno od sektorja in bonitetnega razreda.

Razmiki v donosnosti finančnega premoženja razen vrednostnih papirjev javnega sektorja, kupljenega v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, tj. kritih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev, so se gibali bolj ali manj podobno. Vseeno je treba omeniti, da se razmiki v donosnosti kritih obveznic v obravnavanem obdobju na splošno niso spremenili, medtem ko so se diskontni pribitki pri listinjenih vrednostnih papirjih z nižjimi bonitetami nekoliko povečali.

Graf 9

Delniški indeksi finančnega in nefinančnega sektorja

(1. januar 2014 = 100)



Viri: Thomson Reuters.

Opombe: Na podlagi tržnih indeksov iz zbirke Datastream. Zadnji podatki se nanašajo na 2. september 2015.

Delniški trgi v euroobmočju so imeli v finančnem in nefinančnem sektorju precejšnje izgube.

Tečaji delnic finančnega in nefinančnega sektorja v euroobmočju so se od začetka junija do začetka septembra na splošno znižali za 8% oziroma 10% (glej graf 9). Medtem ko so bile izgube, povezane z dogajanji v Grčiji, do sredine julija pokrite, so se cene lastniških vrednostnih papirjev po povečanju negotovosti glede svetovnih gospodarskih obetov v drugi polovici avgusta izrazito znižale. V nasprotju z euroobmočjem so bili tečaji finančnih in nefinančnih delnic v ZDA od začetka junija do sredine julija večinoma stabilni, kar potrjuje, da so pretresi v tem obdobju izvirali iz euroobmočja. Ameriški tečaji delnic so nato od sredine julija zaradi poslabšanja obetov glede svetovne gospodarske rasti imeli približno dvakrat tolikšne izgube, kot so jih imeli

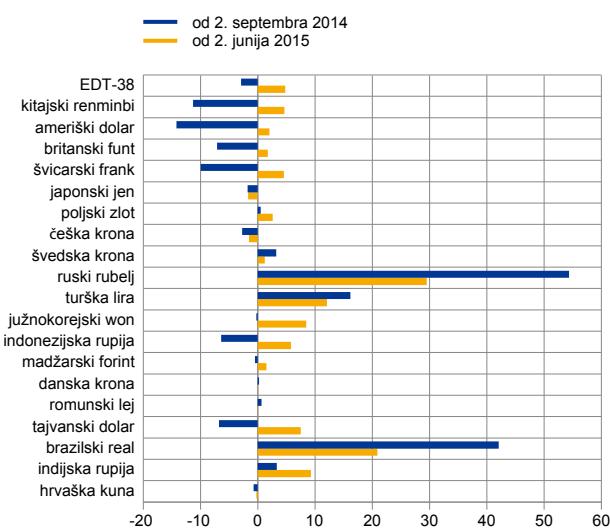
pred tem tečaji delnic v euroobmočju. Implicitna volatilnost delniških trgov se je v obravnavanem obdobju v euroobmočju povečala za 8 odstotnih točk in v ZDA za 10 odstotnih točk.

EONIA se je med začetkom junija in začetkom septembra ob postopnem povečevanju presežne likvidnosti stabilizirala. Potem ko se je EONIA po napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev postopno znižala, se je zatem ob postopnem povečevanju presežne likvidnosti stabilizirala ter je med začetkom junija in 2. septembrom povprečno znašala $-0,12\%$. Večja presežna likvidnost je bila predvsem posledica nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja, dodeljene v juniju. Likvidnostne razmere in operacije denarne politike so podrobneje obravnavane v okviru 2. Trimesečni EURIBOR se je potem, ko je ob koncu aprila prvič postal negativen, še naprej zniževal in je 2. septembra znašal $-0,033\%$. V okvirju 3 so z uporabo podatkov o transakcijah iz sistema TARGET2 dodatno pojasnjena gibanja na nezavarovanem denarnem trgu čez noč od leta 2008, okvir 4 pa na kratko pojasni, kaj so stanja v sistemu TARGET in kateri dejavniki vplivajo na njihova gibanja.

Graf 10

Spremembe deviznega tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Odstotne spremembe glede na 2. september 2015. EDT-38 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

Efektivni devizni tečaj eura se je od začetka junija do 2. septembra zvišal za 4,8%. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem pridobil 2,0% vrednosti (glej graf 10). Euro je apreciral tudi v razmerju do britanskega funta, švicarskega franka, švedske krone in kitajskega renminbia. Na ruski rubelj sta medtem vplivala zniževanje cen nafte in zelo nizka stopnje gospodarske aktivnosti v Rusiji, zato je euro v razmerju do ruske valute pridobil 30% vrednosti. Euro se je okreplil tudi v razmerju do valut številnih drugih nastajajočih tržnih gospodarstev in držav izvoznic surovin. Nasprotno je v razmerju do japonskega jena in češke krone depreciral. Z dansko krono se je še naprej trgovalo blizu centralnega tečaja v ERM II. V okvirju 5 je predstavljeno zadnje ažuriranje trgovinskih uteži, ki se uporabljajo za izračun efektivnih deviznih tečajev eura.

3

Gospodarska aktivnost

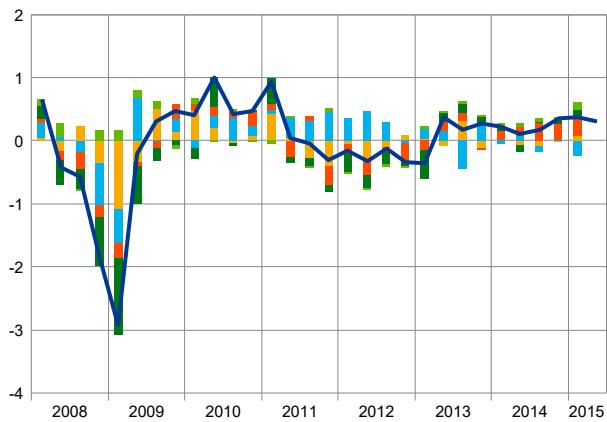
Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se postopoma krepi, čeprav počasneje od predhodnih pričakovanj. Realna rast BDP v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2015 nadaljevala, čeprav malo počasneje kot v prvem četrtletju. Zadnji anketni kazalniki kažejo, da bo realna rast BDP v drugi polovici tega leta podobna kot v drugem četrtletju. Dlje v prihodnosti se bo okrejanje gospodarske aktivnosti predvidoma še nadaljevalo. Nizke cene nafte bodo spodbudile rast realnega razpoložljivega dohodka ter s tem zasebno potrošnjo in dobičkonosnost podjetij. Poleg tega naj bi zelo spodbujevalno naravnana denarna politika še dodatno pripomogla k ublažitvi splošnih pogojev financiranja in povečala dostopnost kreditov, kar bo spodbudilo podjetniške investicije. Hkrati bo trend rasti predvidoma malo šibkejši od pričakovanega, kar je predvsem pokazatelj upočasnjene aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kar vpliva na globalno rast in s tem na povpraševanje po izvozu euroobmočja. Glede na vse to septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB napovedujejo nekoliko šibkejšo rast v euroobmočju v primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema.

Graf 11

Realni BDP euroobmočja in njegove komponente

(četrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevek v odstotkih)

- BDP
- spremembe zaloga
- zasebna potrošnja
- državna potrošnja
- neto izvoz
- bruto investicije v osnovna sredstva



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Rast BDP v euroobmočju za drugo četrtletje 2015 je Eurostatova prva ocena.

Realna rast BDP v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2015 nadaljevala, čeprav malo počasneje kot v prvem četrtletju.

Prve ocene Eurostata kažejo, da se je BDP v drugem četrtletju 2015 medčetrtletno realno zvišal za 0,3%, potem ko je stopnja rasti v prvem četrtletju znašala 0,4% (glej graf 11). Takšna gibanja so bila nekoliko šibkejša od napovedi v projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2015. V času presečnega datuma za ta Ekonomski bilten razčlenitev še ni bila na voljo, toda razpoložljive informacije nakazujejo, da sta zasebna potrošnja in neto trgovinska menjava pozitivno prispevali k rasti, pri čemer slednje odraža večji delež euroobmočja na izvoznih trgih zaradi spodbujevalnega učinka tečaja eura. Nasprotno so investicije in spremembe zalog verjetno negativno prispevale k rasti v drugem četrtletju.

Kazalniki zaupanja podjetij kažejo podobno kratkoročno rast kot v drugem četrtletju.

Razpoložljivi anketni podatki do avgusta nakazujejo nadaljnjo zmerno kratkoročno rast. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije ter sestavljeni

indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski rasti sta se med drugim četrtletjem 2015 in prvima dvema mesecema tretjega četrtletja rahlo izboljšala. Poleg tega sta oba kazalnika julija in avgusta presegla dolgoročne povprečne vrednosti. Oba kazalnika sta se avgusta sicer zvišala, vendar se je zaupanje podjetij zmanjšalo v sektorju investicijskega blaga in proizvodov za vmesno porabo, kar je deloma pokazatelj slabše ocene ravni izvoznih naročil ob slabših obetih za svetovno gospodarsko rast. Medtem ko počasnejša svetovna trgovinska menjava zavira dinamiko rasti v euroobmočju, pretekla depreciacija eura in nizke obrestne mere verjetno spodbujajo

rast podjetniških investicij, ugodna gibanja na trgu dela in nižje cene energije pa naj bi kratkoročno spodbudili zasebno potrošnjo.

Graf 12 Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)

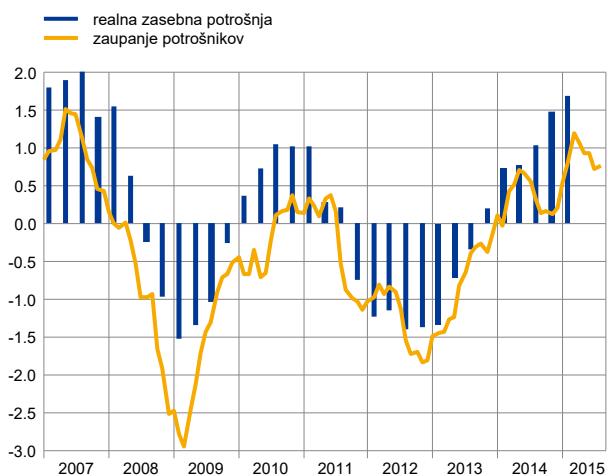


Viri: Eurostat in članek z naslovom „Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje“, ki je bil 3. septembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Za število delovnih dni prilagojeni podatki. Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se priznavajo že več let. Širina razpona je dvakratnil povprečne absolute vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, december 2009.

Graf 13 Zasebna potrošnja in zaupanje potrošnikov v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih, prilagojene srednje vrednosti)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Ocene počasnejšega gospodarskega okrevanja kažejo tudi septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.¹

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se bo v naslednjih dveh letih po napovedih postopno širilo, čeprav počasneje, kot je bilo predvideno, kar je predvsem posledica upočasnitve rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. K rasti naj bi pozitivno prispevala domače in v manjši meri zunanje povpraševanje. Ukrepi denarne politike ECB naj bi kratkoročno in srednjeročno po več kanalih nadalje spodbujali gospodarsko aktivnost. Bančne obrestne mere bodo predvidoma ostale rekordno nizke, na skupno povpraševanje, zlasti investicije v osnovna sredstva, pa bo verjetno ugodno vplivala zelo spodbujevalno naravnana denarna politika. Obenem bosta počasno izvajanje strukturnih reform in nujno prilagajanje bilanc v različnih sektorjih najverjetneje še naprej zavirala rast. Po septembskih makroekonomskej projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v euroobmočju znašala 1,4% leta 2015, 1,8% leta 2016 in 1,9% leta 2017 (glej graf 12).

Rast zasebne potrošnje, ki je bila glavno gonilo rasti v zadnjem letu, je v zadnjem času verjetno izgubila nekaj zagona. Prodaja v trgovini na drobno in število registracij novih osebnih vozil v euroobmočju sta se v drugem četrletju 2015 četrletno povečala za 0,3%, kar je manj kot 1,3% iz prvega četrletja. Medtem ko se je potrošnja v drugem četrletju verjetno upočasnila, je kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov v euroobmočju, ki je razmeroma dober pokazatelj trendnih gibanj v zasebnih potrošnjih, avgusta presegel dolgoročno povprečje in kaže nadaljnji zagon rasti (glej graf 13).

Tudi v prihodnje bo rast zasebne potrošnje po pričakovanih ključno gonilo okrevanja gospodarske aktivnosti. Zasebno potrošnjo bodo predvidoma spodbujale nižje cene energetov, ki ugodno vplivajo na realni razpoložljivi dohodek. Predvidoma se bodo dohodki iz plač zatem okreplili zaradi vztrajne rasti zaposlenosti in vse hitrejše rasti nominalnih sredstev za zaposlene. Zasebno potrošnjo

¹ Glej »Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.en.pdf?c102c9ef495cc842542b659311d08f0>).

bodo verjetno nadalje spodbudili ublažitev pogojev financiranja in nizki stroški financiranja ob podpori nestandardnih ukrepov ECB.

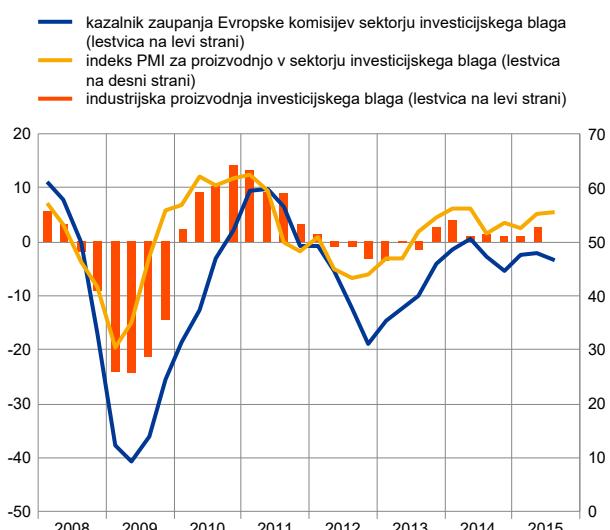
Rast skupnih investicij v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2015 verjetno zmanjšala. V prvem četrtletju so k povečanju investicij prispevali povečano povpraševanje, ugodni pogoji financiranja, mila zima in začasne fiskalne spodbude v nekaterih državah. V drugem četrtletju 2015 se je rast skupnih investicij v euroobmočju verjetno zmanjšala, saj je dinamika proizvodnje investicijskega blaga upadla, izkoriščenost zmogljivosti v predelovalnih dejavnostih pa je ostala

na splošno nespremenjena. Kar zadeva gradbene investicije, se je rast gradbene aktivnosti upočasnila, kazalniki zaupanja pa ostajajo na ravneh, ki označujejo krčenje, kar kaže šibko rast v drugem četrtletju.

Graf 14

Proizvodnja investicijskega blaga in zaupanje investitorjev v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; neto ravnotežja v odstotkih; indeks)

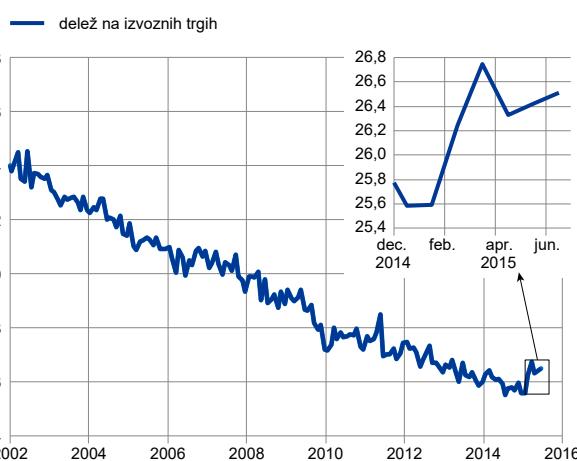


Viri: Eurostat, Evropska komisija in Markit.

Graf 15

Delež euroobmočja na izvoznih trgih

(skupni izvoz blaga kot odstotek celotnega svetovnega blagovnega izvoza)



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

Dvig podjetniških investicij je rahlo počasnejši od pričakovanj, vendar vseeno še naprej spodbuja gospodarsko okrevanje. Anketni podatki za sektor

investicijskega blaga do avgusta kažejo splošno umirjanje ali rahlo zmanjšanje zaupanja in manjšo pričakovano proizvodnjo (glej graf 14). S slabšimi razmerami v zunanjem okolju se poslabšujejo tudi kratkoročni investicijski obeti. Kljub temu naj bi podjetniške investicije postopoma okrevale v okolju zelo spodbujevalno naravnane denarne politike, blažitve pogojev kreditiranja, večjih profitnih marž, okrepljenega povpraševanja in potreb po nadomestitvi opreme.

Gradbene investicije naj bi se v drugi polovici

leta 2015 postopoma okrepile. Po daljšem obdobju prilagoditev naj bi zelo ugodni pogoji financiranja in rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev prispevali k povečanju gradbenih investicij. Napredek, dosežen pri prilagoditvah na stanovanjskem trgu v nekaterih državah, kot kaže preobrat v številu gradbenih dovoljenjih in v cenah stanovanj, bo sčasoma spodbudil tudi stanovanjske investicije.

Pričakovanja glede rasti izvoza so zaradi

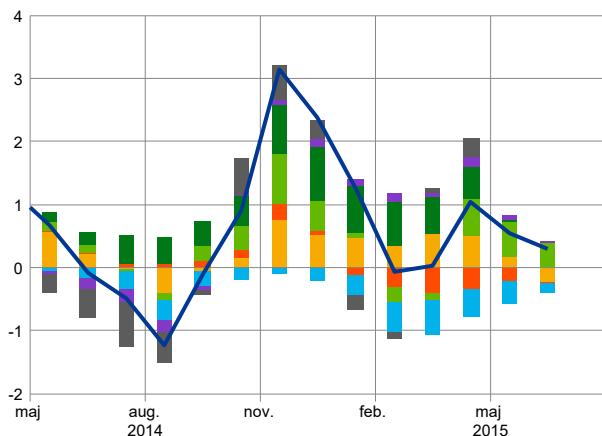
šibkejšega zunanjega okolja manjša. Izvoz blaga in storitev euroobmočja se je v prvem četrtletju 2015 zmerno povečal. Čeprav se je globalna rast močno upočasnila, podatki o blagovni trgovinski menjavi za drugo četrtletje 2015 kažejo večjo rast izvoza blaga, to pa pomeni večji delež euroobmočja na izvoznih trgih v prvi polovici leta 2015, kar je deloma posledica spodbujevalnega učinka tečaja eura (glej graf 15). Ta gibanja kažejo večji izvoz v ZDA in Azijo (brez Kitajske), medtem ko je izvoz na Kitajsko in v Rusijo ostal umirjen (glej graf 16).

Graf 16

Obseg izvoza blaga v večje trgovinske partnerice zunaj euroobmočja

(3-mesečne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- skupaj
- ZDA
- Kitajska
- Azija (brez Kitajske)
- Rusija
- Evropa zunaj euroobmočja brez Rusije
- Latinska Amerika
- drugo



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

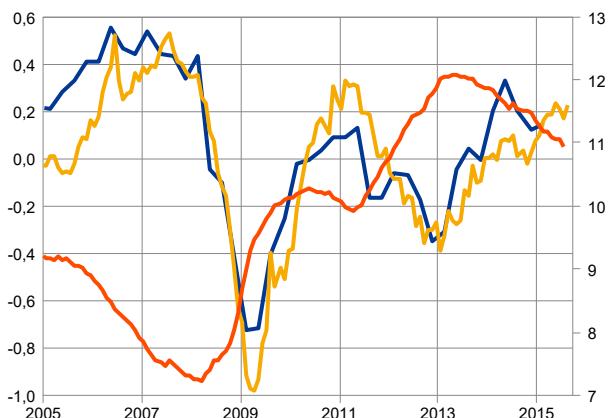
Opombe: „Evropa zunaj euroobmočja“ vključuje tudi nekatere države, ki niso članice EU (npr. Švico, Norveško in Turčijo).

Graf 17

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

(medčetrtletna rast; indeks; odstotek delovne sile)

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



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

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

V prihodnje bo rast izvoza po pričakovanjih veliko manjša kot pred krizo, kar je pokazatelj umirivte svetovnega povpraševanja in manjše elastičnosti svetovne trgovinske menjave na gospodarsko rast.

Uvoz euroobmočja se bo srednjeročno predvidoma še dodatno okrepil skladno z okrejanjem domačega povpraševanja. Tako bo prispevek neto izvoza k realni rasti BDP v naslednjih dveh letih na splošno nevtralen.

Razmere na trgih dela v euroobmočju se še naprej postopoma izboljujejo. Število zaposlenih (glej graf 17) se je v prvem četrtletju 2015 četrtletno zmerno povečalo za 0,1% (zadnje obdobje, za katerega so na voljo podatki). Na sektorski ravni je k rasti zaposlenosti prispevalo predvsem večje zaposlovanje v gradbenem sektorju. Hkrati se rast zaposlenosti v storitvenih dejavnostih že četrto četrtletje zapored upočasnuje. Čeprav se je skupna zaposlenost povečala, se je skupno število opravljenih delovnih ur v prvem četrtletju rahlo zmanjšalo, kar je posledica manjšega števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega. Anketni rezultati kažejo, da se je zaposlenost v drugem četrtletju 2015 še naprej izboljševala. Ti kazalniki kažejo nadaljnje izboljšanje razmer tudi v industriji in storitvenih dejavnostih ter rahlo poslabšanje v gradbeništvu.

Visoke stopnje brezposelnosti se še naprej postopoma znižujejo. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je v drugem četrtletju 2015 padla na 11,1%, potem ko je v prvem četrtletju znašala 11,2%. Julija se je stopnja brezposelnosti še zmanjšala na 10,9%. Nadaljnje zniževanje stopnje brezposelnosti je bilo zabeleženo v vseh skupinah delavcev (mladi delavci, odrasli delavci, moški in ženske) ter v večini gospodarstev euroobmočja, čeprav ostajajo velike razlike na ravni starostnih skupin in držav.

Po pričakovanjih se bodo razmere na trgih dela v euroobmočju kratkoročno in srednjeročno še izboljšale. Rast zaposlenosti se bo v naslednjih četrtletjih predvidoma nekoliko pospešila ob čedalje močnejši kreditivi gospodarstva. Zato se bo stopnja brezposelnosti v euroobmočju verjetno še znižala, ko se bo gospodarsko okrejanje razmahnilo.

Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete za euroobmočje, ostajajo na strani nižje rasti.

Predvsem so pokazatelj povečane negotovosti, ki je

povezana z zunanjim okoljem. Zlasti gibanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih lahko še dodatno negativno vplivajo na globalno gospodarsko rast prek trgovinske menjave in učinkov na zaupanje.

4

Cene in stroški

Inflacija, merjena z indeksom HICP, se je v zadnjem času ustalila na nizki pozitivni ravni. Tudi v neposredni prihodnosti bo ostala zelo nizka, sodeč po razpoložljivih podatkih in zdajšnjih cenah naftnih terminskih pogodb. Medletna inflacija naj bi se zvišala proti koncu leta, tudi na račun baznih učinkov, povezanih s padcem cen nafte konec leta 2014. V letih 2016 in 2017 naj bi se še okreplila zaradi pričakovanega gospodarskega okrevanja in prenosa preteklega znižanja tečaja eura, pa tudi pod predpostavko nekoliko višjih cen nafte v prihodnjih letih, tako kot jih kažejo zdajšnja

gibanja na terminskih trgih. Makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2015 pripravili strokovnjaki ECB, predvidevajo inflacijo v višini 0,1% za leto 2015, 1,1% za leto 2016 in 1,7% za leto 2017. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so te stopnje nižje, kar je predvsem posledica nižjih cen naft.

Graf 18

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

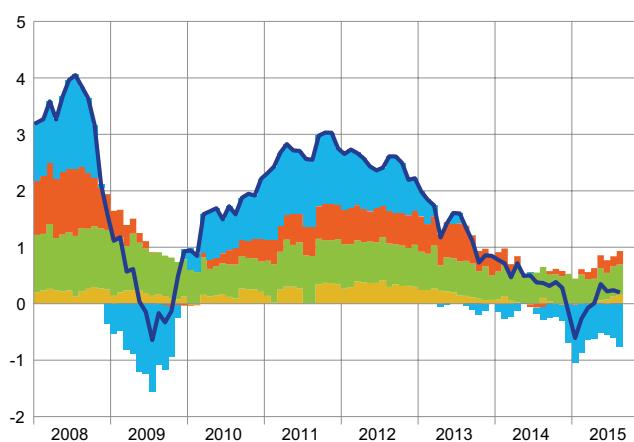
Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2015 (prva ocena).

Graf 19

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2015 (prva ocena).

Inflacija se je v najnovejšem času ustalila na nizki pozitivni ravni, potem ko se je vrnila iz negativnega območja, kjer je bila na začetku tega leta (glej graf 18). Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija avgusta znašala 0,2%, enako kot julija in junija. Ta ustalitev je posledica dveh nizov nasprotno usmerjenih dejavnikov (glej graf 19). Po eni strani je ponovni padec cen naftne potisnil cene energentov navzdol. Po drugi strani se je inflacija brez energentov in hrane v zadnjih nekaj mesecih nekoliko zvišala zaradi cen industrijskega blaga brez energentov, pri čemer so bile cene storitev dokaj stabilne. V avgustu so se precej zvišale tudi cene hrane, kar gre pripisati cennam nepredelane hrane, medtem ko so cene predelane hrane ostale na splošno stabilne, saj so jih zavirale cene mlečnih izdelkov.

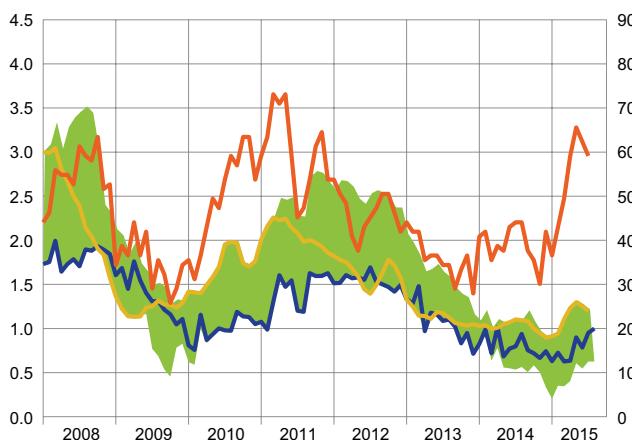
Cene energentov in hrane so v zadnjih četrtletjih najbolj vplivale na inflacijo v euroobmočju. Rast cen energentov je negativna od julija 2014, ko so cene naftne začele strmo padati. Cene surove naftne eurih so višek dosegle sredi junija 2014, nato pa so do januarja 2015 padle za okrog 50%. Po tem dnu so začele rasti, z njimi pa v prvi polovici tega leta tudi cene energentov. Od julija dalje cene naftne ponovno sledijo padajočemu trendu in potiskajo navzdol tudi cene energentov. Podobno je prispevek skupine hrane v letu 2014 znatno upadel, nato pa se od začetka leta 2015 dalje nekoliko povečal zaradi precejšnjih baznih učinkov. Zgodovinsko gledano rast cen hrane vseeno ostaja relativno skromna (glej okvir 7).

Graf 20

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

- HICP brez energentov in hrane
- merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela
- difuzijski indeks (lestvica na desni strani)
- vrsta meril osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Med vrsto meril osnovne inflacije so zajeti: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez energentov in hrane; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela. Difuzijski indeks nam pove delež skupin inflacije s pozitivno medletno stopnjo rasti v zadnjih treh mesecih. Zadnji razpoložljivi podatki so za avgust 2015 za inflacijo brez energentov in hrane (prva ocena) in julij 2015 za vse druge kazalnike.

Graf 21

Proizvajalčeve cene neživilskih proizvodov za široko porabo in uvozne cene euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

- indeks cen pri proizvajalcih – neživilski proizvodi za široko porabo (lestvica na levi strani)
- uvozne cene v euroobmočju (industrija brez energetike in gradbeništva, lestvica na desni strani)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za julij 2015 (PPI) in junij 2015 (uvozne cene).

Najnovejši kazalniki kažejo na postopno krepitev osnovne inflacije

Inflacija brez energentov in hrane (eno od meril osnovne inflacije) je avgusta ostala stabilna na ravni 1,0%. Večina drugih kazalnikov osnovne inflacije, ki so bili predstavljeni v okviru 4 prejšnje izdaje Ekonomskega biltena,¹ je bila julija na višji ravni kot doslej v tem letu (glej graf 20). S prenosom močne depreciacije eura, ki smo ji bili priča od maja 2014 do aprila 2015, na cene življenjskih potrebščin brez energentov ter ob nadaljnjem okrevanju domačega povpraševanja v euroobmočju naj bi se osnovna inflacija še naprej krepila. Vendar bi bilo še preuranjeno sklepati, da je ubrala naraščajoči trend, saj bi jo posredni učinki padca cen nafte in drugih primarnih surovin ter nizka svetovna inflacija lahko začasno ponovno potisnili navzdol. Poleg tega bi tudi nedavna apreciacija eura lahko delno zmanjšala pozitiven učinek njegove pretekle močne depreciacije.

Učinki depreciacije eura so vse bolj vidni v rasti cen blaga

Cene industrijskega blaga brez energentov so se na splošno z -0,1% v februarju dvignile na 0,6% v avgustu. Naraščajoči trend je posledica prenosa močnega zvišanja uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo, povezanega z deprecacijsko eura, in večje potrošnje trajnega blaga v zadnjih nekaj četrletjih.

Vpliv šibkejšega eura na domače pritiski iz proizvodne verige naj bi postal opaznejši v naslednjih četrletjih

Medtem ko so uvozne cene euroobmočja ostale na visoki ravni (glej graf 21), pa so domači cenovni pritiski iz proizvodne verige ostali majhni. Pritiski iz proizvodne verige na cene hrane dejansko kažejo na skromno dinamiko v cenovni verigi, medtem ko je bila medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen neživilskih proizvodov za široko porabo julija 0,2%, kar pomeni majhen porast drugi mesec zapored. Anketni kazalniki so v zadnjem času manj ugodni. Indeks vodilj nabave (PMI) o lastnih cenah neživilskih proizvodov v trgovini na drobno se je avgusta še znižal, kar je prekinilo rast, ki je trajala do junija. Čeprav je bila medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen neživilskih proizvodov za široko porabo šibka, naj bi se najnovejši preobrat vseeno nadaljeval, saj se bo prenos močne depreciacije eura še okrepil.

¹ Glej okvir z naslovom »Has underlying inflation reached a turning point?« *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, julij 2015.

Domači cenovni pritiski so se začasno stabilizirali. Deflator BDP, ki je pokazatelj domačih inflacijskih pritiskov, se je v prvem četrtletju le malenkost zvišal, kar je posledica še vedno šibke dinamike stroškov dela in skromne krepitve profitnih marž. Stroški dela na enoto proizvoda so se v prvem četrtletju le rahlo povečali, saj je produktivnost rasla hitreje kot sredstva za zaposlene. Rast dobička (merjenega kot bruto poslovni presežek) se je nekoliko okrepila zaradi vpliva zdajšnjega izboljšanja realne rasti BDP in okrepitve rasti dobička na enoto proizvoda.

Obsežen neizkoriščen gospodarski potencial še vedno zadržuje cene storitev.

Medletna rast cen storitev se je v zadnjih mesecih gibala na ravni dobrih 1,0%. Večina nihanj okrog te ravni je posledica s potovanji povezanih postavk, medtem ko je bila rast tako plač kot tudi profitnih marž umirjena. Šibko rast plač in profitnih marž bi lahko pripisali številnim dejavnikom, vključno z visoko ravnjo neizkoriščenega potenciala v gospodarstvu in na trgu dela ter večjo prožnostjo plač in cen v nekaterih državah po struktturnih reformah trga dela in trga proizvodov v zadnjih nekaj letih.

Tržna merila inflacijskih pričakovanj so se v zadnjem času zmanjšala, potem ko so od januarja dalje sledila naraščajočemu trendu, medtem ko so anketna merila ostala relativno stabilna. Navzgor usmerjeni trend inflacijskih pričakovanj, na katerega so od začetka leta dalje kazale obrestne zamenjave, vezane na inflacijo, se je junija ustavil. Na splošno so se dolgoročne termske obrestne mere v zamenjavah na inflacijo v prvi polovici leta 2015 zvišale za 0,4 odstotne točke. V obdobju od konca junija do začetka septembra so se te obrestne mere znižale zaradi znakov umirjanja globalne gospodarske aktivnosti in upada cen primarnih surovin. K njihovemu znižanju so morda pripomogli tudi drugi dejavniki, na primer majhna likvidnost trga v poletnih mesecih in nižje premije za inflacijsko tveganje, ki je vključena v zamenjave na inflacijo.

V obdobju od začetka julija do 2. septembra se je petletna stopnja inflacije čez pet let znižala za 15 bazičnih točk in je na ta dan znašala 1,7% (glej graf 22). V istem obdobju so se kratkoročne in srednjeročne obrestne mere v zamenjavah na inflacijo zmanjšale bolj kot dolgoročnejše obrestne mere. Anketna merila inflacijskih pričakovanj so doslej ostala relativno stabilna in še vedno kažejo, da se bodo inflacijska pričakovanja srednjeročno vrnila na raven, ki je pod 2%, vendar blizu te meje (glej graf 23).

Na splošno naj bi inflacija v euroobmočju rasla od konca leta 2015 dalje (glej graf 18).

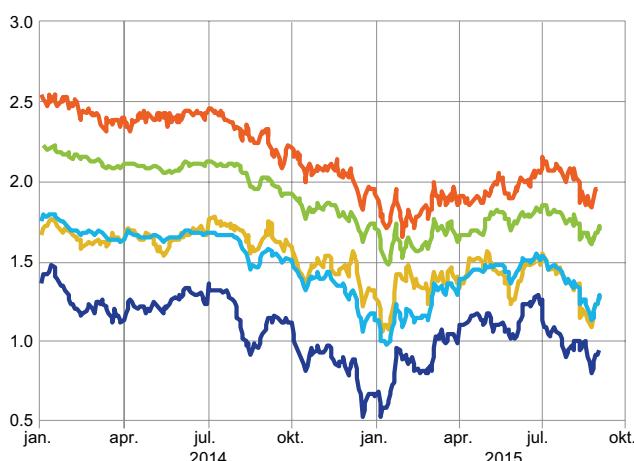
Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi avgusta, ko so strokovnjaki ECB pripravili septembridske makroekonomske projekcije za euroobmočje, naj bi inflacija v letu 2015 v povprečju znašala 0,1% ter se nato še okrepila v letih 2016 in 2017, ko bo znašala

Graf 22

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

- 1-letna stopnja čez 2 leti
- 1-letna stopnja čez 4 leta
- 1-letna stopnja čez 9 let
- 5-letna stopnja čez 5 let
- 10-letna promptna stopnja



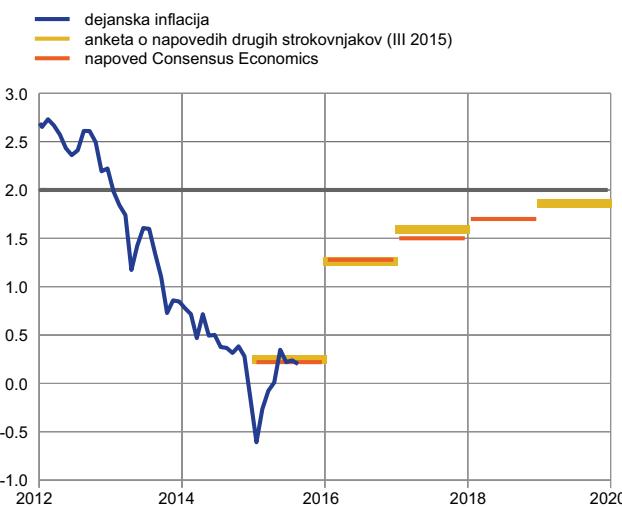
Vir: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za 2. september 2015.

Graf 23

Anketna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Reuters, anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov, izračuni ECB, Consensus Economics.

Opombe: Dejanski podatki za indeks HICP so na voljo do avgusta 2015 (prva ocena). Podatki iz ankete o napovedih drugih strokovnjakov temelijo na rezultatih iz tretjega četrtletja 2015. Dolgoročna napoved se nanaša na obdobje čez 5 let. Podatki Consensus Economics temelijo na napovedi iz avgusta 2015 za leti 2015 in 2016 ter iz aprila 2015 za leti 2017 in 2018.

1,1% oziroma 1,7%.² Začetno zvišanje se v glavnem nanaša na bazne učinke, ki so posledica preteklih padcev cen naft. Skupna inflacija naj bi se v letih 2016 in 2017 občutno zvišala, ko bo nadaljnje zmanjšanje neizkorisnega potenciala v gospodarstvu in na trgu dela postopoma potisnilo osnovno inflacijo navzgor. K rasti skupne inflacije bodo prispevali tudi večji zunanjii cenovni pritiski, saj je prenos sprememb tečaja na cene življenjskih potrebščin dolgotrajen, ter pozitivni učinki predpostavljenega zvišanja cen energentov in drugih primarnih surovin, skupaj z močnimi baznimi učinki nedavnega padca cen naft. V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija inflacije popravljena navzdol za celo obdobje projekcij, vendar za leto 2017 malenkostno. Popravek navzdol je bil potreben zlasti zaradi neposrednih in posrednih učinkov nižjih cen naft.

Glede na najnovejša gibanja cen naft in tečajev obstaja tveganje, da bodo dejanske stopnje inflacije nižje od septembrskih projekcij strokovnjakov ECB. Od presečnega datuma tehničnih predpostavk iz septembrskih projekcij so cene nafte namreč

upadle, efektivni tečaj eura pa se je okrepil, delno v povezavi s finančnimi pretresi v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Okrevanje cen stanovanj je relativno splošno, čeprav med posamičnimi državami euroobmočja obstajajo razlike. Kazalnik cen stanovanjskih nepremičnin, ki ga pripravlja ECB za euroobmočje, raste relativno zadržano, in je v prvem četrteletju medletno zrasel za 1,0%. Rast cen stanovanj v euroobmočju kot celoti naj bi se v prihodnje še okrepila zaradi boljših obetov glede dohodkov gospodinjstev in zaposlenosti, ugodnih pogojev financiranja in popravka prej precenjenih cen stanovanj.³

² Glej članek z naslovom »Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 3. septembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

³ Glej članek z naslovom »The state of the house price cycle in the euro area«, Ekonomski bilten, številka 6, ECB, september 2015.

5

Denar in krediti

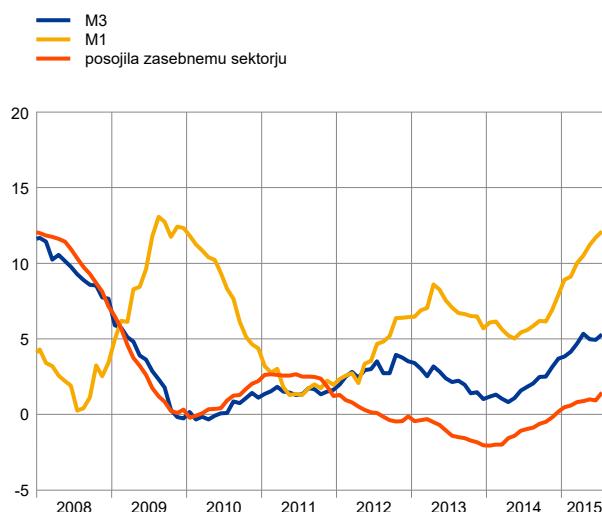
V okolju zelo nizkih obrestnih mer se je okrevanje rasti denarja in posojil nadaljevalo. Na rast širokega denarja spodbudno vplivata prerazporejanje portfeljev in boljša kreditna dinamika. K izboljšanju denarnih in kreditnih kazalnikov so pripomogli tudi ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Stroški financiranja za banke so se v drugem četrtletju

2015 ustalili na rekordno nizki ravni. Ugodni posojilni pogoji še naprej podpirajo nadaljnje okrevanje rasti posojil, ki se postopoma uresničuje. Poleg tega se je razhajanje bančnih posojilnih obrestnih mer med državami dodatno zmanjšalo. Bančna posojila so glavni vir zunanjega financiranja za nefinančne družbe, skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam pa se je po ocenah v drugem četrtletju 2015 stabiliziral. Zadnja gibanja na splošno potrjujejo, da se ukrepi denarne politike ECB postopoma prenašajo v posojilne pogoje ter podpirajo dinamiko širokega denarja in posojil.

Graf 24

M3, M1 in posojila zasebnemu sektorju

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

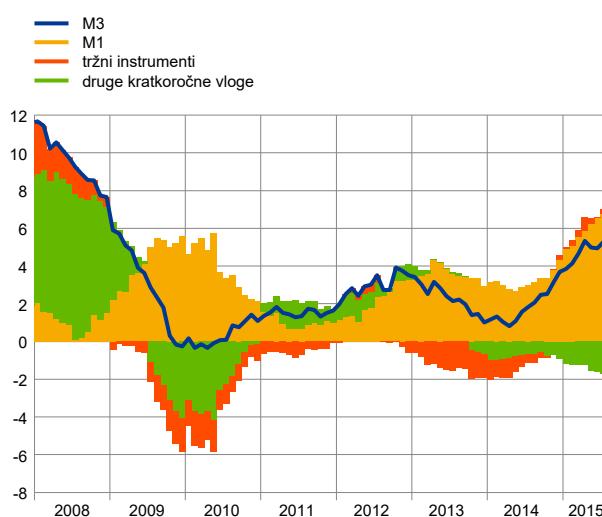


Vir: ECB.

Graf 25

M3 in komponente

(prispevek k medletni stopnji rasti M3; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Zadnji denarni podatki potrjujejo, da je dinamika rasti denarja močna. Medletna stopnja rasti agregata M3 je julija znašala 5,3%, v primerjavi s 5,0% v drugem četrtletju 2015 (glej graf 24). Na povečanje rasti agregata M3 je vplival predvsem ožji denarni agregat M1. Medletna stopnja rasti agregata M1 se je julija 2015 še naprej krepila in dosegla 12,1%, v primerjavi z 10,9% v drugem četrtletju 2015. Novejša gibanja ožjega denarja so skladna z nadaljnjam okrejanjem gospodarske aktivnosti.

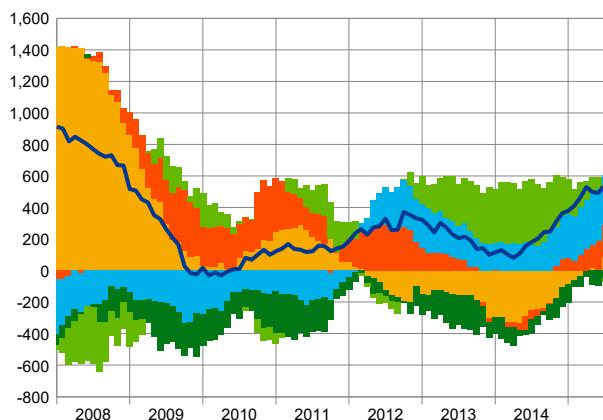
Nedenarni sektorji se osredotočajo na vloge čez noč. M1 je julija precej prispeval k rasti agregata M3, tako kot v celotnem drugem četrtletju 2015 (glej graf 25). Okolje zelo nizkih obrestnih mer spodbuja nedenarne sektorje, da vlagajo v vloge čez noč znotraj agregata M3. Prispevek agregata M1 odraža tudi prilive, povezane s prodajo obveznic javnega sektorja, kritih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev s strani nedenarnega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. V prvi polovici leta 2015 so nizke stopnje obrestovanja manj likvidnih denarnih sredstev pripomogle k zmanjšanju kratkoročnih vlog razen vlog čez noč, kar je še naprej zaviralo rast M3. Rast M3 so podpirali tudi tržni instrumenti (tj. M3 minus M2), katerih prispevek je bil majhen, vendar pozitiven.

Graf 26

Protipostavke agregata M3

(letni tokovi; v milijardah EUR; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)

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



Vir: ECB.

Opombe: M3 je prikazan le kot referenca ($M3 = 1+2+3-4+5$).

Ustvarjanje denarja se je julija še naprej nagibalo v smeri domačih virov ter je bilo deloma povezano z učinki ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in programa nakupa vrednostnih papirjev. Med protipostavkami M3 (glej graf 26) sta umikanje iz dolgoročnejših finančnih obveznosti in povečanje kreditiranja širše države največ prispevali k medletni rasti denarja v zadnjih mesecih, medtem ko je postal prispevek kreditiranja zasebnega sektorja rahlo pozitiven. Medletna stopnja krčenja dolgoročnejših finančnih obveznosti denarnih finančnih institucij (DFI) (brez kapitala in rezerv) do nedenarnega sektorja je bila še naprej močna in je julija 2015 znašala $-6,5\%$, enako kot v drugem četrtletju 2015. Zmanjšanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI je deloma posledica privlačnosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja kot alternative dolgoročnemu tržnemu financiranju bank ter tudi posledica nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Krediti DFI (vključno z Eurosistemom) širši državi so se julija povečali predvsem zaradi okrepitev Eurosistemovih imetij državnih

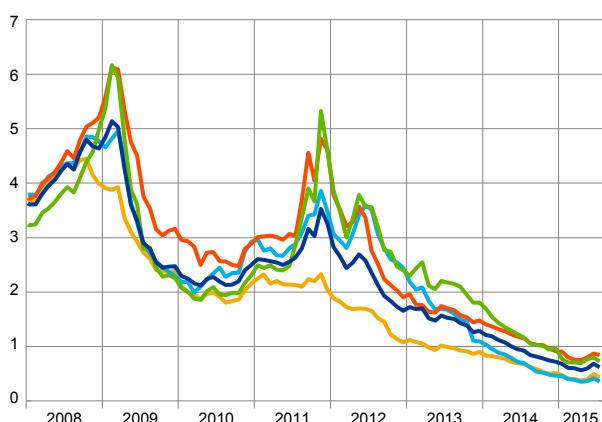
vrednostnih papirjev v okviru programa nakupov vrednostnih papirjev javnega sektorja, medtem ko so banke še naprej zmanjševale imetja državnih vrednostnih papirjev. To omogoča uravnoteženje naložb DFI v smeri vrednostnih papirjev zasebnega sektorja. Hkrati se je prispevek neto tuje aktive sektorja DFI, ki je odraz precejšnjega presežka na tekočem računu euroobmočja, v drugem četrtletju 2015 še bolj umiril in julija 2015 postal negativen. Julija so bili odlivi iz neto tuje aktive veliki kljub vztrajno pozitivnemu prispevku presežka tekočega računa.

Graf 27

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



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

Opombe: Povprečje obrestnih mer za nove vloge (tj. skupnih stroškov vlog) in stroškov nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja, tehtano s stanjem.

Stroški financiranja za banke so se v drugem četrtletju 2015 rahlo povečali, vendar ostajajo nizki.

Če pogledamo zadnjih nekaj let, se skupni stroški bančnega financiranja zmanjšujejo (glej graf 27) v okolju neto odplačil dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI. Razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev je od objave precej prispeval k nadaljnji zmanjšanju stroškov bančnega financiranja. Novejše zvišanje stroškov bančnega dolžniškega financiranja je posledica dviga donosnosti bančnih obveznic, medtem ko ostajajo obrestne mere za vloge na rekordno nizki ravni.

Anketa o bančnih posojilih v euroobmočju je julija 2015 pokazala, da se je v drugem četrtletju 2015 poslabšal dostop bank do financiranja z vlogami varčevalcev in izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, medtem ko se je dostop do denarnega trga in listinjenja izboljšal, čeprav manj kot v četrtletju prej. Nobenih znakov ni, da se

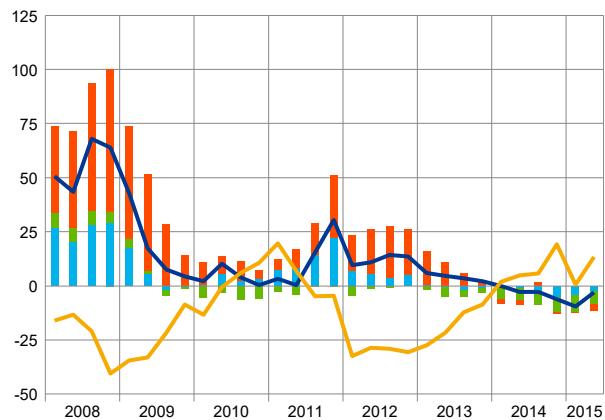
stroški bančnih vlog pomikajo v negativno območje zaradi negativne obrestne mere ECB za odprtvo ponudbo mejnega depozita.

Graf 28

Dejavniki zaostrovanja kreditnih standardov za posojila nefinančnim družbam in neto povpraševanje

(povprečni neto odstotki na kategorijo)

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



Vir: ECB.

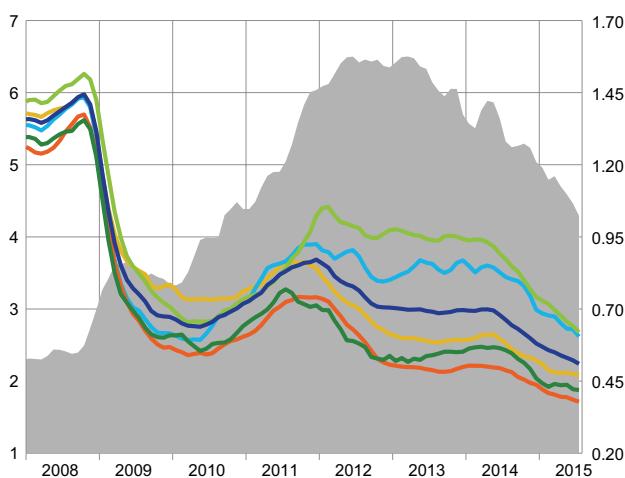
Opomba: „Stroški sredstev in bilančne omejitve“ so netehtano povprečje „stroškov v zvezi s kapitalsko pozicijo“, „dostopa do tržnega finančiranja“ in „likvidnostnega položaja“; „ocene tveganja“ so netehtano povprečje „splošnih gospodarskih razmer in obetov“, „razmer in obetov v posameznih panogah ali podjetjih/kreditne sposobnosti posojiljemalcu“ in „tveganja v zvezi z zahtevanim zavarovanjem“; „konkurenca“ je netehtano povprečje „bančne konkurence“, „konkurence nebančnega sektorja“ in „konkurence tržnega finančiranja“.

Graf 29

Sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja za nefinančne družbe

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

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



Viri: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki: julij 2015.

Bančne posojilne pogoje podpirajo ugodna gibanja na področju kreditnega povpraševanja in dejavnikov ponudbe.

Julija 2015 je anketa o bančnih posojilih pokazala, da so se z večjo konkurenco med bankami kreditni standardi za posojila podjetjem in gospodinjstvom v drugem četrletju 2015 ublažili. To sovpada s povečanjem neto povpraševanja podjetij po posojilih (glej graf 28). Banke so v drugem četrletju ublažile tudi posojilne pogoje za vse kategorije novih posoil predvsem zaradi nadaljnega znižanja marž na povprečna posojila. To na splošno kaže, da dejavniki ponudbe posojil učinkujejo manj zaviralno in da dejavniki povpraševanja postopoma začenjajo rahlo pozitivno vplivati na rast posojil nefinančnim družbam, kar bo še bolj podprlo rast posojil zasebnemu sektorju. V tej zvezi julijska anketa kaže, da so banke v drugem četrletju uporabile sredstva iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, da bi nadomestila tržno financiranje in spodbudile ponudbo kreditov.

Bančne posojilne obrestne mere so se zlasti zaradi nesticnih ukrepov ECB v drugem

četrletju še znižale. Nominalni stroški bančnih posojil za nefinančne družbe in gospodinjstva so se precej zmanjšali. Banke so tako od tretjega četrletja 2014, ko je ECB okrepila prizadevanja, da nadalje sprosti denarno politiko, postopoma prenesle izboljšanje svojih stroškov financiranja na posojiljemalce v obliki nižjih bančnih posojilnih obrestnih mer. Skupni stroški zadolževanja gospodinjstev in nefinančnih družb v euroobmočju so se tako zmanjšali za okrog 70 oziroma 75 bazičnih točk (glej grafa 29 in 30). Zadnji podatki za julij kažejo, da so bančne obrestne mere za posojila dosegle rekordno nizke ravni.

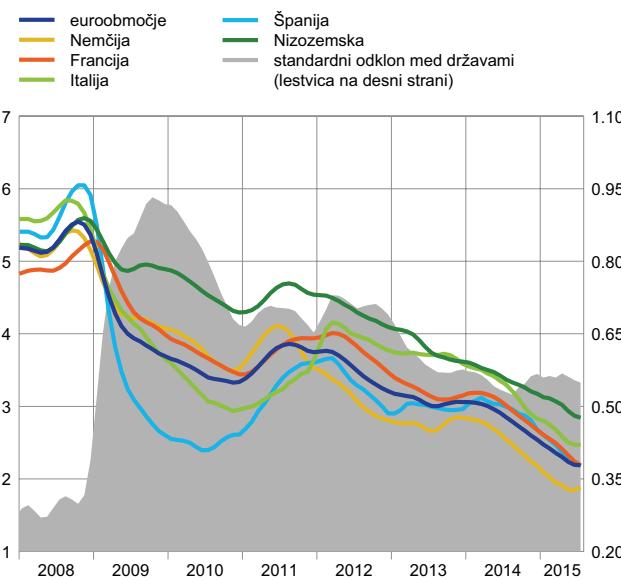
Razhajanje bančnih posojilnih obrestnih mer med državami je precejšnje, vendar se je dodatno znižalo.

Klub določenim ugodnim gibanjem v ponudbi kreditiranja v euroobmočju kot celoti ostajajo kreditni standardi po državah in sektorjih različni. V tem kontekstu sta sveženj ukrepov za ublažitev kreditnih razmer, sprejet junija 2014, in program nakupa vrednostnih papirjev prispevala k znižanju razlik v stroških zadolževanja med državami. Države euroobmočja z razmeroma nizko stopnjo rasti posojil nefinančnim družbam so zabeležile posebej veliko znižanje bančnih obrestnih mer za takšna posojila.

Chart 30

Sestavljeni kazalnik stroškov najemanja stanovanjskih posojil za gospodinjstva

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



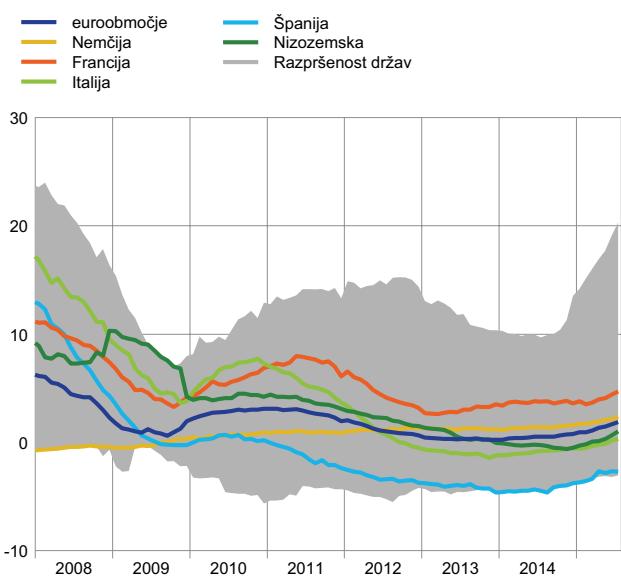
Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksnehm vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki: julij 2015.

Graf 32

Posojila DFI gospodinjstvom

(medletna stopnja rasti)



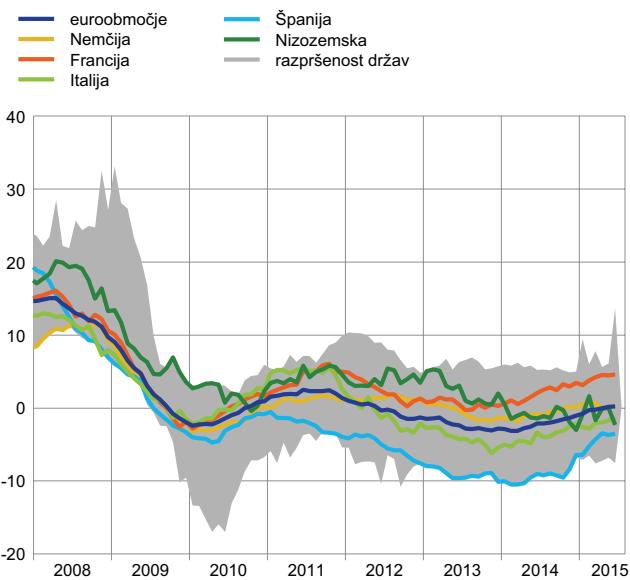
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razpršenost držav je izračunana kot minimum/maksimum v fiksnehm vzorcu 12 držav euroobmočja.

Graf 31

Posojila DFI nefinančnim družbam

(medletna stopnja rasti)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje. Razpršenost držav je izračunana kot minimum/maksimum v fiksnehm vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki: julij 2015.

Rast posojil zasebnemu sektorju postopoma

okreva. Medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju, prilagojena za prodajo in listinjenje, se je julija 2015 povečala na 1,4%, potem ko je v drugem četrtletju 2015 znašala 0,9%. Po daljšem obdobju vedno hitrejšega zmanjševanja se medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam od začetka leta 2014 počasi krepi in je julija 2015 dosegla 0,9% (glej graf 31). Kljub izboljšanju ostaja dinamika posojil nefinančnim družbam umirjena. Rast posojil gospodinjstvom se je v drugem četrtletju še izboljšala in je julija znašala 1,9% (glej graf 32). Kot že omenjeno, sta k takšnim gibanjem prispevali precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v večjem delu euroobmočja, ter izboljšanje v ponudbi in povpraševanju po bančnih posojilih. Hkrati pa šibke gospodarske razmere in razmeroma strogi posojilni pogoji še vedno zavirajo ponudbo posojil v nekaterih delih euroobmočja.

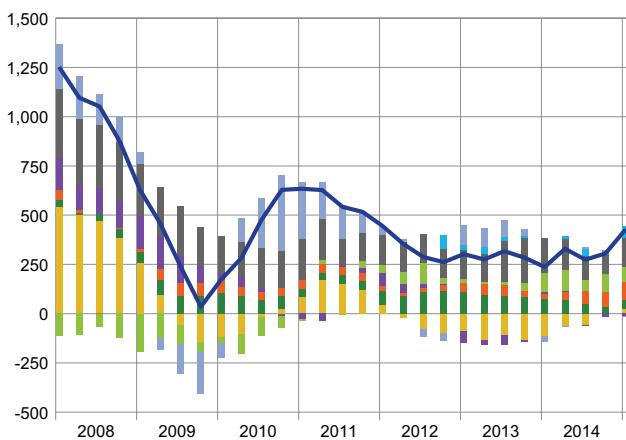
Skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam se je po ocenah v drugem četrtletju 2015 stabiliziral, potem ko se je v četrtletju prej še okreplil. Zunanje financiranje nefinančnih družb je v drugem četrtletju doseglo podobne ravni kot na začetku

Graf 33

Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

(v milijardah EUR; tokovi v štirih četrletjih)

- skupaj
- posojila DFI
- dolžniški vrednostni papirji
- delnice, ki kotirajo na borzi
- posojila nedenarnih sektorjev
- posojila iz tujine
- delnice, ki ne kotirajo na borzi
- komercialni krediti
- drugo



Viri: Eurostat, ECB.

Opombe: Posojila DFI in posojila nedenarnih sektorjev (ki obsegajo druge finančne posrednike, zavarovalnice in pokojninske sklade) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil. „Drugo“ je razlika med „skupaj“ in instrumenti, vključenimi v graf, ter obsega posojila med podjetji in uravnoteženje med podatki iz nefinančnih in finančnih računov. Zadnji podatki so za prvo četrletje 2015.

leta 2012 (glej graf 33) ter v obdobju 2004–2005, preden se je začela močna rast kreditov. Podpirali pa so ga krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov bančnih posojil, ublažitev bančnih posojilnih pogojev ter zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja. Hkrati so v povezavi z nizkimi oportunitetnimi stroški nefinančne družbe, zlasti družbe, ki kotirajo na borzi, ohranile rekordno visoka denarna sredstva kot previdnostne likvidnostne rezerve ter verjetno tudi za financiranje morebitnih prihodnjih združitev in prevzemov.

Zadnji podatki kažejo, da se je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb maja in junija 2015 umirilo. To je sledilo povečanju neposrednega in posrednega izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb in njihovih prehodnih družb v prvem četrletju 2015 po objavi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Podjetja so od januarja do aprila 2015 pogosteje uporabljala tržno financiranje, da bi izkoristila zelo ugodne tržne pogoje in nizke obrestne mere.

Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju so se v drugem četrletju 2015 nekoliko povečali, potem ko so februarja dosegli rekordno nizke ravni.

Povečanje je bilo posledica znižanja cen finančnega premoženja v drugem četrletju, kar je povzročilo zvišanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja in lastniških vrednostnih papirjev za nefinančne družbe euroobmočja. Ti stroški so julija in avgusta 2015 znašali povprečno okoli 45 bazičnih točk več kakor februarja. Povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja je deloma odtehtalo vztrajno zmanjševanje bančnih posojilnih obrestnih mer v drugem četrletju 2015.

Javnofinančna gibanja

Javnofinančni saldo euroobmočja naj bi se po napovedih zaradi cikličnega okrevanja in nizkih obrestnih mer še naprej izboljševal. Na podlagi razpoložljivih podatkov pa se ocenjuje, da se je strukturno izboljševanje ustavilo. V prihodnje bodo v številnih državah potrebna dodatna prizadevanja na področju konsolidacije, da bi se raven njihovega javnega dolga začela odločno zniževati.

Povprečni javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se še naprej zmanjševal.

Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrisih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 2,4% BDP leta 2014 na 1,7% BDP leta 2017 (glej tabelo 1). Izboljšanje proračunskega položaja naj bi bilo v celoti posledica predvidenega cikličnega izboljšanja in nižjih obrestnih stroškov po osnovnem scenariju. Obeti glede skupnega primanjkljaja za leto 2015 se v primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami večinoma niso spremenili, kar je treba pripisati dejству, da je bilo med tem časom sprejetih le nekaj novih proračunskih ukrepov, medtem ko naj bi bilo zmanjšanje primanjkljaja v poznejših letih zmernejše zaradi nekoliko manj spodbudnega gospodarskega okrevanja.

Tabela 1

Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

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

Viri: Eurostat in septembriske makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju, vključno z Litvo (tudi za obdobje pred letom 2015). Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno.

Strukturni saldo naj bi do leta 2017 ostal približno nespremenjen. K temu naj bi prispevalo izboljšanje na strani odhodkov (predvsem v obliki nižjih odhodkov za obresti), vendar naj bi to večinoma odtehtalo zmanjšanje neposrednih davkov in socialnih prispevkov na strani prihodkov v več državah. Skupni javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se malenkostno strukturno znižal z 1,8% BDP v letu 2014 na 1,7% BDP v letu 2017, kar je rahlo višja raven kot v junijskih projekcijah.

Javni dolg se bo po napovedih v obdobju projekcij postopoma zmanjševal, vendar bo še naprej velik. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se z najvišje ravni, dosežene v letu 2014 (91,7% BDP), do konca obdobja projekcij zmanjšal na 89,4% BDP. Zmanjševanje pričakovanega dolga, ki je sicer počasnejše kot v junijskih projekcijah, je predvsem posledica ugodnih gibanj na

področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter postopnega izboljšanja primarnega proračunskega salda. Prilagoditve med primanjkljajem in dolgom naj bi bile ugodne, zlasti zaradi postopnega izginjanja učinka, ki ga je imela pomoč finančnemu sektorju na rast dolga. Več podrobnosti o javnofinančnih posledicah pomoči finančnemu sektorju in o povezanih javnofinančnih tveganjih je predstavljenih v članku z naslovom »The fiscal impact of financial sector support during the crisis« v tej številki Ekonomskega biltena. Ker pričakovana raven dolga v številnih državah euroobmočja ostaja visoka, so potrebna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, da bi se raven dolga začela odločno zniževati. To je zlasti pomembno glede na precejšnje dolgoročne izzive zaradi staranja prebivalstva in naraščanja stroškov za zdravstvo.

Zaradi pričakovanih nezadostnih strukturnih prizadevanj naj bi se povečala vrzel glede na zahteve iz Pakta za stabilnost in rast. Skupna naravnost javnofinančne politike v letu 2015 naj bi bila približno nevtralna. To je ustrezno v trenutno šibkem gospodarskem okolju, v katerem morajo javnofinančne politike podpirati gospodarsko okrevanje in hkrati zagotavljati vzdržnost dolga. Vendar je Evropski svet v letošnjih junijskih priporočilih posameznim državam pri 12 od 17 obravnavanih držav euroobmočja ugotovil tveganje neskladnosti z zahtevami pakta glede strukturnih ukrepov (glej okvir 8). Zaradi tega bo pomembno, da zlasti tiste države, v katerih je še vedno potrebna konsolidacija, povečajo poudarek na vzdržnosti dolga in dosežejo napredek pri doseganju srednjeročnih proračunskih ciljev. Vlade, katerih strukturalna prizadevanja ne zadostujejo za izpolnitve zavez iz pakta, bi morale v osnutkih proračunskih načrtov za leto 2016 pojasniti, kako nameravajo slediti priporočilom posameznim državam, da bi s hitrejšim zmanjšanjem primanjkljaja zagotovile skladnost s fiskalnimi pravili EU.

Okvir 1

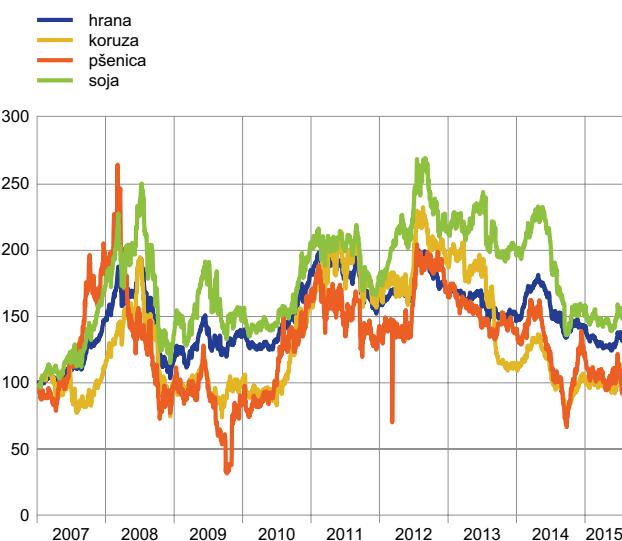
Nedavna gibanja in obeti za cene surovin razen nafte

Svetovne cene surovin razen nafte so se pod drobnogledom znašle v zadnjih mesecih, ko so se zaradi vztrajnih pritiskov spustile najniže v zadnjih petih letih. Čeprav so si trendi pri cenah hrane in kovin na splošno podobni, je zaradi specifičnih dejavnikov v ponudbi in povpraševanju na posameznih trgih potrebna skrbna analiza cenovnih gibanj za glavne surovine. Ta okvir obravnava najpomembnejše dejavnike, ki v zadnjem času vplivajo na gibanja cen izbranih surovin razen nafte, ter obete za ta gibanja v prihodnje.

Graf A

Cene kmetijskih surovin

(indeks: 1. januar 2007 = 100)



Vira: Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut (HWWI) in Bloomberg.

Cene kmetijskih surovin se zaradi prevelike ponudbe, ki nastaja po več zaporednih dobrih letinah, od sredine leta 2012 dalje znižujejo.

Obsežna ponudba in velike zaloge so prispevale k nižjim cenam pšenice in koruze, ki se posebej hitro znižujejo od začetka leta 2015 dalje (glej graf A). Omejitve pri izvozu pšenice iz Rusije v prvi polovici letosnjega leta tega zniževanja niso zaustavile. Cene koruze so se znižale tudi zaradi negotovosti glede vse šibkejšega povpraševanja po surovinah za proizvodnjo etanola in zaradi upočasnjevanja kitajskega uvoza. Zaradi obsežne ponudbe so padle tudi cene soje.

Obeti za cene kmetijskih surovin ostajajo šibki. Proizvodnja pšenice in koruze se bo v sezoni 2015/2016 po pričakovanjih le malenkostno zmanjšala, proizvodnja oljnih semen (še zlasti soje) pa se bo predvidoma povečala. Tveganja, da se bodo cene zviševale, so povezana z možnimi slabimi vremenskimi razmerami, medtem ko so tveganja, da se bodo cene zniževale, povezana z možnostjo, da bi se proizvodnja biogoriv zmanjšala bolj, kot je pričakovano, kar bi še dodatno oslabilo povpraševanje po nekaterih kmetijskih surovinah.

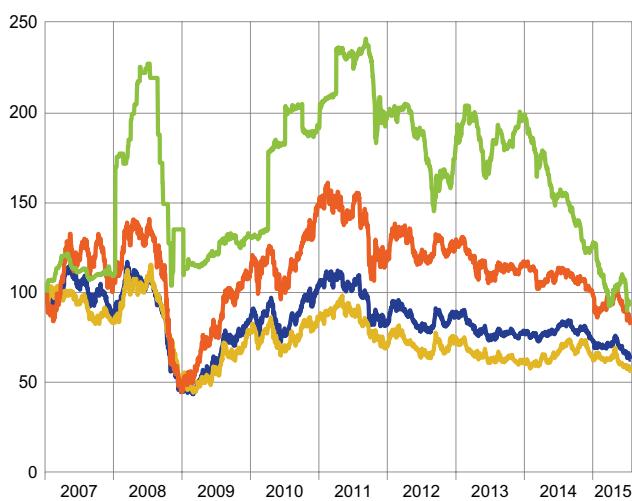
Cene kovinskih surovin se znižujejo od sredine leta 2011, saj se ponudba še naprej povečuje, rast povpraševanja, zlasti iz Kitajske, pa se upočasnjuje.

V primerjavi s kmetijskimi surovinami so kovine praviloma bolj občutljive na gibanja v svetovni gospodarski aktivnosti. Ker Kitajska uvozi velik delež svetovne proizvodnje kovin, se cene kovin posebej močno odzivajo na kitajsko gospodarsko rast. Zaskrbljenost trgov glede trdnosti kitajskega povpraševanja zato od začetka leta 2015 pospešuje padanje cen kovin (glej graf B). Cene se znižujejo tudi zaradi nadaljnjega povečevanja proizvodnje in obsežnih zalog. Eden od razlogov za to, da se proizvodnja še naprej povečuje, so velike naložbe v proizvodne zmogljivosti, ki so

Graf B

(indeks: 1. januar 2007 = 100)

- barvne kovine
- aluminij
- baker
- železova ruda, staro železo



Vira: Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut (HWWI) in Bloomberg.

bile izvedene v prejšnjih letih, ko so bile cene visoke. Pocenitve so v letu 2015 prizadele številne kovinske surovine. Tako je cena železove rude (ki je glavna surovina za proizvodnjo jekla) od začetka leta padla za 26%, cena aluminija za 13% in cena bakra za 20%

Prevelika ponudba in počasnejša rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih bosta na kratki rok verjetno zavirala rast cen kovin. Na Kitajskem bo povpraševanje po surovinah skladno s postopnim ponovnim uravnovešanjem njene gospodarske rasti verjetno šibkejše kot v preteklosti. Gledano širše se rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, v katerih je proizvodnja večinoma bolj surovinsko intenzivna kot v razvitih gospodarstvih, upočasnjuje. Cene kovin bodo zato verjetno naraščale zelo postopno, saj se bo ponudbena stran uravnovešala dokaj počasi. Glavna navzdol usmerjena tveganja so povezana z možnostjo, da se bo rast povpraševanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti na Kitajskem, upočasnila bolj, kot je pričakovano, ter z možnostjo, da je ponudba bolj odporna na zniževanje cen.

Okvir 2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 22. aprila do 21. julija 2015

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015, ki sta trajali od 22. aprila do 9. junija 2015 oziroma od 10. junija do 21. julija 2015. V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,05%, 0,30% oziroma –0,20%.¹ Dne 24. junija 2015 je bila izvedena četrtič ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja, v kateri je bilo dodeljenih 73,8 milijarde EUR, kar je bilo nekoliko več od pričakovanja trgov, vendar manj kot 97,8 milijarde EUR, dodeljenih v marcu. V prvih štirih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je bilo tako skupaj dodeljenih 384 milijard EUR.² Poleg tega je Eurosistemu še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice in listinjene vrednostne papirje v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v ciljnem znesku 60 milijard EUR na mesec.³

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – povečale za 24,6 milijarde EUR glede na prejšnje obravnavano obdobje in so znašale 606,8 milijarde EUR. Povečanje je bilo predvsem posledica večjih povprečnih avtonomnih dejavnikov, ki so se povečali za 23,7 milijarde EUR na 496,8 milijarde EUR (glej tabelo).

Rast avtonomnih dejavnikov je bila predvsem posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti, med katerimi je tudi precešnja sprememba vlog države.

Povprečna raven vlog države se je povečala za 19,5 milijarde EUR na 85,6 milijarde EUR. Po znižanju obrestne mero za odprto ponudbo mejnega depozita na –0,20% v septembru 2014 so se vloge države zmanjševale, saj sta uvedba negativne

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 mero v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja.

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

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

obrestne mere za mejni depozit in sklep o obrestovanju vlog države⁴ spodbudila nacionalne zakladnice k zmanjšanju svojih denarnih imetij pri Eurosistem. Vendar pa se je trend zmanjševanja vlog države v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015 ustavil, obseg vlog pa se je znova povečal v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Zaradi nizkih tržnih obrestnih mer in obsežne likvidnosti so imele zakladnice na razpolago manj drugih možnosti za investiranje svojih denarnih sredstev. Poleg tega se je povprečni obseg bankovcev v obtoku povečal za 23,8 milijarde EUR zaradi dolgoročnega naraščanja povpraševanja po bankovcih in nedavnih gibanj v posameznih državah.

Med dejavniki povečevanja likvidnosti se je neto tuja aktiva v obravnavanem obdobju še naprej zviševala, vendar je bilo to zvišanje izravnano s spremembami drugih avtonomnih dejavnikov. Zaradi depreciacije eura na začetku leta 2015 je bila neto tuja aktiva od drugega četrtletja 2015 prevrednotena. V obeh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv je neto tuja aktiva znašala 649,8 milijarde EUR ter je bila v povprečju za 42,2 milijarde EUR višja kot v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Ta učinek pa je izravnalo povečanje drugih avtonomnih dejavnikov za 45,4 milijarde EUR. Poleg tega je k povečanju sredstev v eurih za 22,9 milijarde EUR prispevalo predvsem prevrednotenje drugih sredstev Eurosistema, s čimer se je le delno izravnalo povečanje dejavnikov umikanja likvidnosti.

Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila v obravnavanem obdobju še vedno velika. Velika volatilnost je bila predvsem posledica močnih nihanj obsega vlog države in nekoliko večje volatilnosti povpraševanja po bankovcih. Zaradi četrtletnega prevrednotenja ob koncu junija sta se neto tuja aktiva in neto aktiva v eurih zmanjšali, kar je dodatno prispevalo k volatilnosti, vendar manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

Povprečna absolutna napaka v tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov se je v obravnavanem obdobju rahlo povečala na 6,4 milijarde EUR, kar gre pripisati predvsem povečanju napak pri napovedovanju gibanja vlog države. To kaže, da je bilo v razmerah vse bolj negativnih kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga in visoke ravni presežne likvidnosti napovedovanje naložbenih aktivnosti zakladnic še vedno težko.

Zagotavljanje likvidnosti

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (avkijskimi postopki in dokončnimi nakupi) se je v obravnavanem obdobju povečal za 165,3 milijarde EUR na 937,2 milijarde EUR. Povečanje je mogoče skoraj v celoti pripisati dokončnim odkupom, medtem ko se avkijski postopki skoraj niso spremenili.

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z avkijskimi postopki se je le rahlo povečal, in sicer na 513,2 milijarde EUR, vendar je prišlo do precejšnjega

⁴ Na voljo na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_sl_txt.pdf.

nadomeščanja enih operacij z drugimi. Obe 3-letni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ki sta zapadli v prejšnjem obravnavanem obdobju, in manjšo udeležbo v rednih operacijah (tj. operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja) v obravnavanem obdobju so v povprečju odtehtale dodelitve likvidnosti v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Medtem ko se je povprečni obseg ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja povečal za 87,9 milijarde EUR, se je povprečni obseg operacij glavnega refinanciranja zmanjšal za 41,0 milijarde EUR, povprečni obseg 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja za 6,3 milijarde EUR, povprečni obseg 3-letnih operacij glavnega refinanciranja dolgoročnejšega refinanciranja (ki je v prejšnjem obravnavanem obdobju znašal 38,6 milijarde EUR) pa se je zmanjšal na nič.

Povprečna likvidnost, zagotovljena prek dokončnih portfeljev, se je zaradi izvajanja razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev povečala za 163,4 milijarde EUR na 424,0 milijarde EUR. Povečanje povprečne likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (za 135,4 milijarde EUR), tretjim programom nakupa kritih obveznic (za 31,7 milijarde EUR) in programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev (za 3,7 milijarde EUR), je več kot odtehtalo upad, ki je bil posledica dospetja nekaterih obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev ter v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev in ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja dodatno povečala na povprečno 329,2 milijarde EUR. Povečanje je bilo dokaj enakomerno porazdeljeno med obe obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv, pri čemer se je presežna likvidnost v prvem obdobju povečala za 73,0 milijarde EUR in v drugem za 79,2 milijarde EUR. Medtem ko mesečni nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev spodbujajo vztrajen trend naraščanja presežne likvidnosti, pa lahko nihanja avtonomnih dejavnikov prispevajo k precejšnjim odstopanjem od tega trenda v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

Zaradi večje presežne likvidnosti so se povprečna dnevna imetja na tekočih računih povečala za 95,8 milijarde EUR na 339,4 milijarde EUR. Dodatno se je povečala tudi uporaba odprte ponudbe mejnega depozita, in sicer s povprečno 55,5 milijarde EUR na povprečno 101,3 milijarde EUR. Povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita se je kot delež presežne likvidnosti le rahlo povečala, in sicer na 46%, potem ko je v prejšnjem obravnavanem obdobju znašala 42%.

Gibanja obrestnih mer

Zaradi povečanja presežne likvidnosti in vse večje pripravljenosti trgovati po negativnih obrestnih merah so se obrestne mere denarnega trga v

Likvidnostna situacija v Eurosistemuh

	22. april do 21. julij	28. januar do 21. april	4. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	3. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.690,3 (+88,7)	1.601,6	1.696,2 (+11,0)	1.685,2 (+58,0)
Bankovci v obtoku	1.034,5 (+23,8)	1.010,7	1.042,7 (+15,3)	1.027,4 (+11,5)
Vloge države	85,6 (+19,5)	66,1	96,3 (+19,8)	76,5 (+6,3)
Drugi avtonomni dejavniki	570,2 (+45,4)	524,8	557,1 (-24,2)	581,3 (+40,3)
Instrumenti denarne politike				
Tekoči računi	339,4 (+95,8)	243,6	381,4 (+78,0)	303,4 (+41,6)
Obvezne rezerve	111,2 (+0,9)	109,1	112,3 (+1,9)	110,3 (-0,2)
Mejni depozit	101,3 (+45,8)	55,5	103,1 (+3,4)	99,7 (+31,1)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.193,8 (+65,1)	1.128,7	1.183,2 (-19,8)	1.203,0 (+40,8)
Neto tuja aktiva	649,8 (+42,2)	607,6	642,9 (-12,8)	655,7 (+29,8)
Neto aktiva v eurih	544,1 (+22,9)	521,1	540,3 (-7,0)	547,3 (+11,0)
Instrumenti denarne politike				
Operacije odprtega trga	937,2 (+165,3)	771,9	997,5 (+111,9)	885,6 (+90,0)
Avkcijski postopki	513,2 (+2,0)	511,2	525,7 (+23,2)	502,5 (-2,4)
Operacije glavnega refinanciranja	89,7 (-41,0)	130,7	82,4 (-13,4)	95,9 (-23,0)
Operacije refinanciranja s posebno zapadlostjo	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	90,5 (-6,3)	96,9	83,8 (-12,6)	96,3 (-12,1)
3-letni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja	0,0 (-38,6)	38,6	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja	333,0 (+87,9)	245,1	359,5 (+49,2)	310,3 (+32,6)
Dokončni portfelji	424,0 (+163,4)	260,7	471,8 (+88,6)	383,1 (+92,6)
Prvi program nakupa kritih obveznic	24,4 (-2,1)	26,5	23,3 (-2,0)	25,3 (-0,7)
Drugi program nakupa kritih obveznic	11,1 (-0,8)	11,9	10,8 (-0,5)	11,3 (-0,2)
Tretji program nakupa kritih obveznic	87,1 (+31,7)	55,4	95,1 (+14,9)	80,2 (+16,7)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	136,6 (-4,5)	141,1	134,6 (-3,7)	138,3 (-2,5)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	7,5 (+3,7)	3,8	8,8 (+2,4)	6,4 (+1,7)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	157,4 (+135,4)	22,0	199,1 (+77,5)	121,6 (+77,6)
Mejno posojilo	0,2 (-0,1)	0,3	0,3 (+0,2)	0,1 (-0,1)
Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Agregatne likvidnostne potrebe	606,8 (+24,6)	582,2	622,9 (+29,9)	593,0 (+17,2)
Avtonomni dejavniki	496,8 (+23,7)	473,1	513,3 (+30,7)	482,6 (+17,4)
Presežna likvidnost	329,2 (+139,5)	189,7	371,9 (+79,2)	292,7 (+73,0)
Gibanja obrestnih mer (v odstotkih)				
Operacije glavnega refinanciranja	0,05 (+0,00)	0,05	0,05 (+0,00)	0,05 (+0,00)
Mejno posojilo	0,30 (+0,00)	0,30	0,30 (+0,00)	0,30 (+0,00)
Mejni depozit	-0,20 (+0,00)	-0,20	-0,20 (+0,00)	-0,20 (+0,00)
Povprečje EONIA	-0,107 (-0,063)	-0,045	-0,119 (-0,021)	-0,098 (-0,037)

Vir: ECB.

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

obravnavanem obdobju dodatno znižale. EONIA se je v tretjem in četrtem obdobjju izpolnjevanja obveznih rezerv znižala na povprečno $-0,098\%$ oziroma $-0,119\%$, v primerjavi s povprečjem $-0,045\%$ v prejšnjem obravnavanem obdobju. V zavarovanem segmentu so se obrestne mere čez noč znižale na raven bližu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling⁵ so se pri standardni košarici premoženja za zavarovanje terjatev znižale na $-0,18\%$, pri razširjeni košarici pa na $-0,17\%$, kar je 5 oziroma 7 bazičnih točk manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

⁵ Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice premoženja za zavarovanje terjatev.

Okvir 3

Uporabnost podatkov o transakcijah v sistemu TARGET2 za analizo nezavarovanega denarnega trga čez noč

Kljub pomembnosti denarnih trgov pa podrobni podatki o transakcijah ponavadi niso zlahka na voljo. Transakcije čez noč potekajo predvsem na prostem trgu, pri njihovem evidentirjanju pa so maloštevilne trgovalne platforme običajno osredotočene na nekatere države. Kar zadeva euroobmočje, se dnevni podatki o nezavarovanih posojilih čez noč zbirajo za določen nabor bank prispevnic. Na podlagi tehtanega povprečja obrestnih mer, ki jih te poročajo, se določi povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih (EONIA), ki se uporablja kot referenčna obrestna mera za nezavarovani segment denarnega trga čez noč. Podatki, ki jih poročajo banke prispevnice, pa niso na ravni posameznih transakcij, temveč v obliki dnevnih agregatov njihove posojilne aktivnosti. Od sredine leta 2016 se bodo za euroobmočje podatki o transakcijah na denarnem trgu zbirali na podlagi uredbe o statistiki denarnih trgov, skladno s katero bo na začetku poročalo 53 bank.¹

TARGET2 (transevropski sistem bruto poravnave v realnem času) je edinstven vir podrobnih podatkov o denarnem trgu čez noč. Čeprav podatki o nezavarovanih posojilih čez noč v sistemu TARGET2 niso neposredno dostopni, je mogoče do njih priti s spremeljanjem sklopa transakcij, opravljenih prek plačilnega sistema, da bi se poravnala oba dela medbančnega posojila.² Ta metoda se že dolgo uporablja po vsem svetu in omogoča rekonstruiranje pomembnega dela aktivnosti na nezavarovanem denarnem trgu čez noč.

Veliko število bank, ki sodelujejo v sistemu TARGET2, daje celovito sliko o nezavarovanem denarnem trgu čez noč. Ena glavnih prednosti uporabe podatkov iz sistema TARGET2 je veliko število bank (okrog 1000), ki sodelujejo v tem plačilnem sistemu.³ Čeprav se majhen del transakcij na trgu čez noč poravnava zasebno zunaj sistema TARGET2, je na podlagi podatkov iz sistema TARGET2 še vedno mogoče dobiti natančno predstavo o trgu čez noč v euroobmočju. To je razvidno iz dejstva, da je skupni obseg posojil, merjen na podlagi podatkov iz sistema TARGET2 za drugo četrletje 2014, približno podoben skupnemu obsegu na podlagi ankete o eurskem denarnem trgu (2 bilijona EUR),⁴ ki

¹ Glej Uredbo (EU) št. 1333/2014 Evropske centralne banke z dne 26. novembra 2014 o statistiki denarnih trgov (ECB/2014/48): https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_sl_txt.pdf.

² Več informacij je v okvirju z naslovom »Using TARGET2 payment data to analyse money market conditions«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013, ali v poročilu mreže za makrobonitetne raziskave (Macro-prudential Research Network): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140623.en.html>.

³ Poleg tega vsebuje vsaka transakcija v sistemu TARGET2 enaka polja in informacije, s čimer je omogočena primerljivost. Glej letno poročilo o sistemu TARGET za leto 2014 (TARGET Annual Report 2014): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150601.en.html>.

⁴ Glej anketo in študijo o eurskem denarnem trgu: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mmss/html/index.en.html>

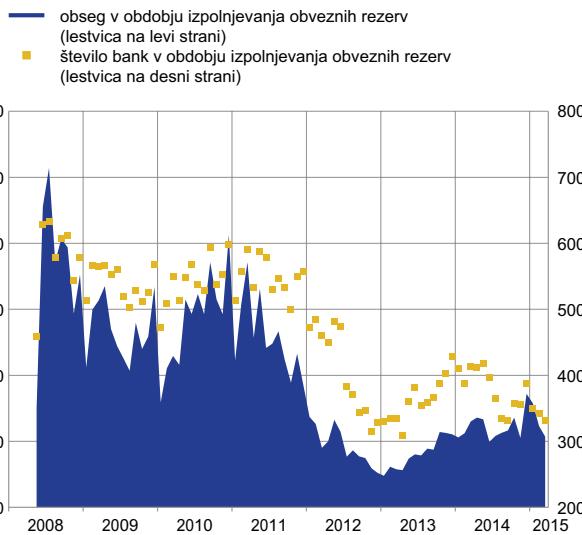
zajema transakcije zunaj sistema TARGET2, vendar pokriva precej manjše število bank (154).

Agregirani statistični podatki o nezavarovanem denarnem trgu čez noč, ki temeljijo na podatkih TARGET2, potrjujejo nekatera znana gibanja, povezana s krizo. Nezavarovani denarni trg čez noč se je na primer z najvišje vrednosti v posameznem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv sredi leta 2008 (2,5 bilijona EUR) do poravnave druge 3-letne operacije dolgoročnejšega refinanciranja v marcu 2012 skrčil na nekaj več kot 0,5 bilijona EUR. Skupno število bank, ki v posameznem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv delujejo na nezavarovanem trgu čez noč, je z najvišje vrednosti v avgustu 2008 (okrog 600) do junija 2015 upadlo na okrog 330 (glej graf A). Hkrati je bilo mogoče iz gibanja obrestnih mer razbrati težave na denarnem trgu. Povprečni razmik med obrestno mero za sredstva na denarnem trgu čez noč in obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita se je denimo s časom precej spreminal. Potem ko se je z uvedbo avkijskega postopka s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo ter zaradi s tem povezanega povečanja presežne likvidnosti razmik zmanjšal in se približal obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, je nato občasno vseeno dosegel visoke ravni, zlasti med državno dolžniško krizo v euroobmočju, ki se je začela spomladis 2010 (glej graf B).

Graf A

Velikost nezavarovanega denarnega trga čez noč in število bank

(v milijardah EUR; število bank)



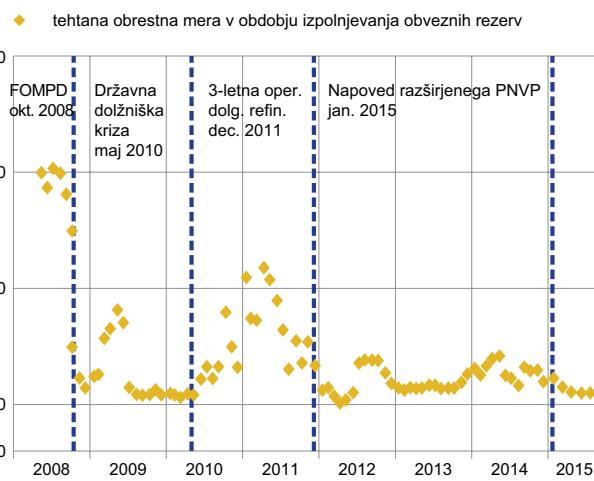
Viri: TARGET2 in izračuni ECB.

Opomba: Vrednosti so izračunane na ravni obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Graf B

Tehtani povprečni razmik obrestne mere čez noč

(v bazičnih točkah)



Viri: TARGET2 in izračuni ECB.

Opombe: Vrednosti so izračunane na ravni obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Razmik obrestne mere čez noč je razmik nad obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita. FOMPD = avkijsa s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. PNVP = program nakupa vrednostnih papirjev.

Iz podatkov o denarnem trgu, pridobljenih na podlagi transakcij v sistemu TARGET2, je razvidna tudi razpršenost obrestnih mer in obsega transakcij med posameznimi bankami. Graf C prikazuje z obsegom transakcij tehtano jedrno gostoto razmika med obrestnimi merami čez noč in obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita v izbranih obdobjih. Sredi leta 2008 je večina transakcij potekala po obrestnih merah na ravni blizu obrestne mere v operacijah glavnega

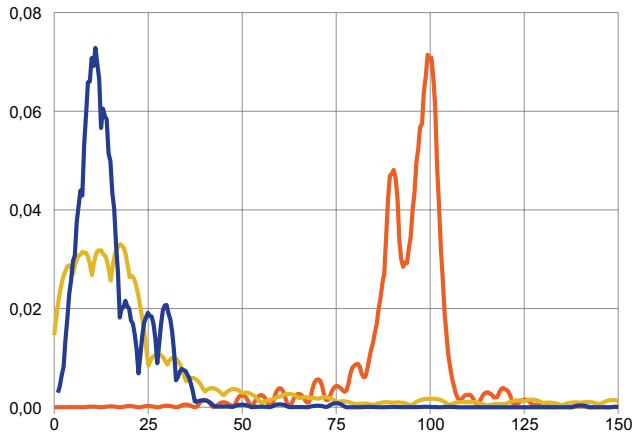
Graf C

Porazdelitev razmika obrestne mere čez noč v izbranih obdobjih

(v bazičnih točkah)

os x: razmik obrestne mere čez noč nad obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita
os y: gostota

- 1. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2014
- 11. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2011
- 6. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2008



Viri: TARGET2 in izračuni ECB.

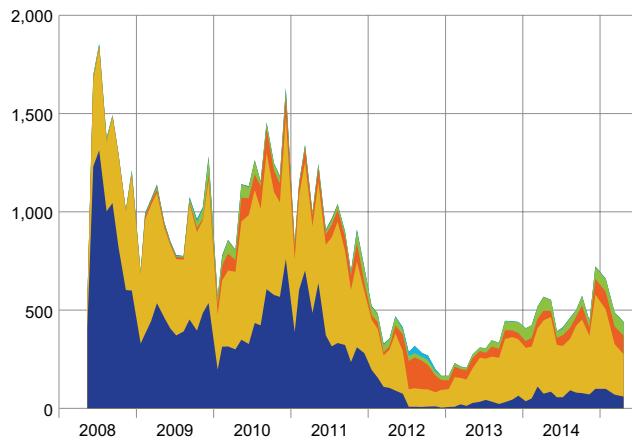
Opombe: Vrednosti so izračunane na ravni obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Razmik obrestne mere čez noč je razmik nad obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita.

Graf D

Obseg zadolževanja čez noč po skupinah kreditnega tveganja

(v milijardah EUR)

skupina 1
skupina 2
skupina 3
skupina 4
skupina 5
skupina 6



Viri: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's in izračuni ECB.

Opombe: Vrednosti so izračunane na ravni obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

refinanciranja (tj. z razmikom v višini 100 bazičnih točk), izvedenih kot avkcije s spremenljivo obrestno mero, v letih 2011 in 2014 pa po obrestnih merah na ravni blizu obrestne mере za odprto ponudbo mejnega depozita, pri čemer je zaradi polne dodelitve prišlo do presežne likvidnosti. Iz prikazanih vrednosti gostote pa je razvidna tudi precejšnja razpršenost obrestnih mer v različnih časovnih točkah, pri čemer je do še posebno velikega premika proti večjim razmikom prišlo konec leta 2011 ob vrhuncu državne dolžniške krize.⁵

Podatke o posameznih transakcijah je mogoče primerjati z značilnostmi trgovalnih bank, kot so njihova velikost, geografska lokacija ali kreditno tveganje, da bi lahko bolje razumeli gibanja na nezavarovanem trgu čez noč. Za pojasnitve razpršenosti obrestnih mer se podatki iz sistema TARGET2 primerjajo z bonitetnimi ocenami trgovalnih bank. V ta namen so bonitetne ocene štirih bonitetnih agencij⁶ razvrščene v šest skupin kreditnega tveganja, od skupine 1 (najmanje tveganje) do skupine 6 (največje tveganje), kot je predstavljeno v tabeli. V skupine kreditnega tveganja so razporejene banke posojilojemalke in banke posojilodajalke.⁷

⁵ Ker so vrednosti gostote tehtane z obsegom transakcij in ker so transakcije, izvedene pri večjih razmikih, po obsegu relativno majhne, gostota ne odraža celotnega obsega razpršenosti obrestnih mer.

⁶ DBRS, Fitch Ratings, Moody's in Standard & Poor's so štiri zunanjé bonitetne institucije, ki jih priznava Eurosistem.

⁷ Razporeditev v posamezno skupino kreditnega tveganja temelji na razpoložljivosti najmanj ene dolgoročnejše bonitetne ocene. Kadar sta na voljo dve bonitetni oceni ali več, se razporeditev v skupino določi na podlagi povprečja bonitetnih ocen, pretvorjenih v številsko lestvico. Število bank v posamezni skupini ni enovito, saj izraža reprezentativnost vsake skupine v euroobmočju. Sčasoma so lahko banke zaradi prehoda med bonitetnimi razredji prerazporejene v drugo skupino. Glej tudi tabelo.

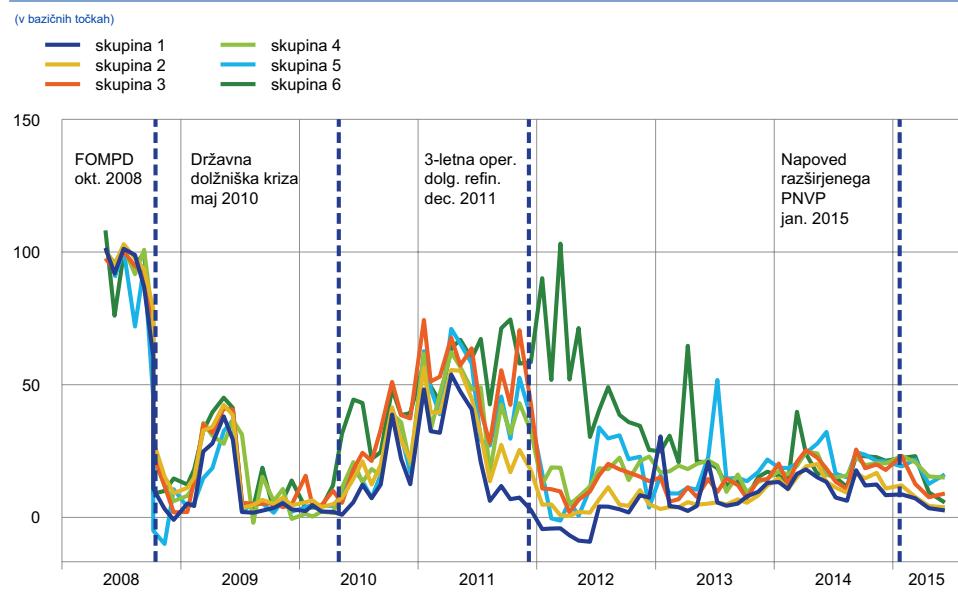
Primerjava podatkov o boniteti kaže, da na obseg transakcij vpliva predvsem kreditno tveganje bank posojilojemalk. V grafu D je predstavljena razčlenitev celotnega obsega zadolževanja po skupinah kreditnega tveganja.⁸ Banke z najvišjo bonitetno (skupina 1) so do konca leta 2012 močno zmanjšale obseg zadolževanja, in sicer zaradi najmanj dveh pomembnih razlogov. Prvič, za to skupino bank, ki niso v težavah, je znano, da so akumulirale precej presežne likvidnosti in so zato kljub dostopu do trgov imele manjše potrebe po zadolževanju. Drugič, med finančno krizo so bile bonitetne ocene pomembnega deleža bank znižane, zaradi česar so bile banke in obseg njihovega posojanja najbrž prerazporejeni v novo skupino kreditnega tveganja. Vendar pa zmanjšanja celotnega obsega pri vseh bankah ni mogoče pojasniti le s prerazporeditvijo v nove skupine kreditnega tveganja. Poleg tega so si banke z nižjo bonitetno oceno (skupini 2 in 3) v celotnem obravnavanem obdobju še naprej sposojale omejene zneske. Glede na večje likvidnostne potrebe takšnih bank so ti omejeni zneski odraz dejstva, da lahko banke iščejo sredstva tudi drugje, tj. pri daljši zapadlosti, v zavarovanem segmentu trga, pri nebančnih nasprotnih strankah ali pri Eurosistemu. Dejstvo, da zavarovani trg v zadnjih letih postaja vse pomembnejši, je mogoče deloma pripisati tudi nadomestitvi nezavarovanega trgovanja.⁹

Na razpršenost obrestnih mer vpliva tudi kreditno tveganje nasprotne stranke, pri čemer se razlike med bonitetnimi skupinami bank sčasoma spreminja.

Graf E prikazuje tehtane povprečne obrestne mere na zadolževanje po posameznih skupinah kreditnega tveganja. Banke z nižjo bonitetno oceno na splošno plačujejo višje obrestne mere, kar deloma pojasnjuje razpršenost obrestnih mer, prikazano v grafu C. Vendar pa graf E obenem prikazuje, da je bila v obdobjih 2008–2010 in 2014–2015 razpršenost med povprečnimi obrestnimi merami posameznih skupin

Graf E

Razmik v obrestnih merah na zadolževanje čez noč med skupinami kreditnega tveganja



Viri: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's in izračuni ECB.

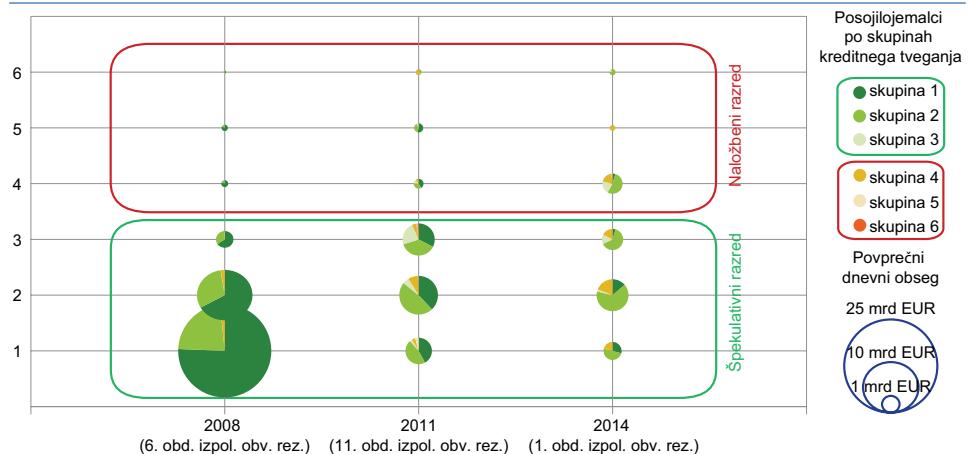
Opombe: Vrednosti so izračunane na ravni obdobja izpoljevanja obveznih rezerv. Razmik obrestne mere čez noč je razmik nad obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita. FOMPD = avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. PNVP = program nakupa vrednostnih papirjev.

⁸ Banke, ki niso vključene v vzorec, predstavljajo 25% skupnega deleža celotnega obsega zadolževanja. Ta delež ostaja sčasoma razmeroma konstanten, zato ne vpliva na nepristransko vzorca.

⁹ Glej anketo in študijo o eurskem denarnem trgu: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mmss/html/index.en.html>.

Graf F

Obseg danih in najetih posojil čez noč po skupinah kreditnega tveganja



Viri: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's in izračuni ECB.

Opombe: Velikost mehurčka predstavlja povprečni dnevni obseg posojanja. Deleži znotraj mehurčkov predstavljajo obseg zadolževanja po posameznih skupinah kreditnega tveganja. Vrednosti temelijo na transakcijah nasprotnih strank, kot so navedene v podatkovni zbirki sistema TARGET2 in imajo najmanj eno javno bonitetno oceno.

Opredefitiv skupin kreditnega tveganja

	Bonitetni razredi bonitetnih agencij (dolgoročne bonitete)				Razred	Eurosistemova harmonizirana bonitetna lestvica zunanjih bonitetnih institucij
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
skupina 1	AAA do AA (low)	AAA do AA-	Aaa do Aa3	AAA do AA-		CQS1
skupina 2	A (high) do A (low)	A+ do A-	A1 do A3	A+ do A-		CQS2
skupina 3	BBB (high) do BBB	BBB+ do BBB-	Baa1 do Baa3	BBB+ do BBB-	NALOŽBENI	CQS3
skupina 4	BB (high) do BB	BB+ do BB-	Ba1 do Ba3	BB+ do BB-		
skupina 5	B (high) do B (low)	B+ do B-	B1 do B3	B+ do B-		
skupina 6	CCC (high) do D	CCC+ do D	Caa1 do D	CCC+ do D	ŠPЕКУЛАТИВНИ	

Viri: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's in izračuni ECB.

Opombe: CQS (stopnja kreditne kvalitete) se nanaša na Eurosistemovo harmonizirano bonitetno lestvico zunanjih bonitetnih institucij. Glej okvir z naslovom »Eurosystem credit assessment framework for monetary policy operations«, Monthly Bulletin, ECB, april 2014.

kreditnega tveganja majhna. To kaže, da banke z omejenim dostopom do trga ne vplivajo na skupne obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu, saj morajo likvidnost pogosto pridobivati iz drugih virov, kot je navedeno zgoraj. Šele ob koncu leta 2011 in na začetku leta 2012 so se med skupinami kreditnega tveganja pojavile občutne razlike v obrestnih merah, vendar ob majhnem obsegu zadolževanja pri bolj tveganih posojilojemalcih. Gledano v celoti so lahko sredstva na nezavarovanem medbančnem trgu pridobile le banke z določeno oceno kreditne kvalitete.

Pri posojanju na trgu čez noč prevladujejo banke naložbenega razreda. V grafu F je predstavljena razčlenitev obsega danih in najetih posojil čez noč po skupinah kreditnega tveganja, pri čemer je v primerjavi z grafom D dodana še informacija o viru sredstev v treh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv. Iz grafa je razvidno, da je v letu 2008 večina transakcij potekala med bankami z najvišjimi bonitetnimi ocenami (skupina 1), a se je obseg teh transakcij po letu 2008 zmanjšal, ko je povpraševanje teh bank zaradi velike presežne likvidnosti usahnilo. Vseeno so večino ponudbe obvladovale banke naložbenega razreda, ki so v letih 2011 in 2014 posojale omejene zneske različnim bankam z nižjimi bonitetnimi ocenami.

Okvir 4

Objava stanj na računih v sistemu TARGET

ECB bo od septembra dalje vsak mesec objavljala podatke o posamičnih stanjih na računih nacionalnih centralnih bank v sistemu TARGET.¹ Vključeni bodo v naboru podatkov v statističnem skladišču ECB (*Statistical Data Warehouse, SDW*), in sicer v okviru statističnih podatkov o bilanci stanja denarnih finančnih institucij.² Objavljanje posamičnih stanj izhaja iz zaveze ECB, da deluje pregledno. Ta okvir na kratko opisuje, kaj so stanja v sistemu TARGET in kateri dejavniki vplivajo na njihova gibanja.³

Stanja v sistemu TARGET so neto terjatve in obveznosti nacionalnih centralnih bank (NCB) euroobmočja do ECB, ki nastanejo s čezmejnimi plačili posameznih nacionalnih bančnih sektorjev ali samih NCB, poravnanimi v centralnobančnem denarju in izvedenimi preko skupne plačilne platforme euroobmočja TARGET.⁴ Ko ena poslovna banka izvede plačilo drugi preko sistema TARGET, se ta znesek knjiži v breme tekočega računa banke plačnice pri njeni NCB ter v dobro tekočega računa banke prejemnice pri njeni NCB. Če imata obe banki tekoči račun pri isti NCB, ni nobenega neto učinka na agregatni račun obeh bank pri NCB in nobenih posledic za stanja v sistemu TARGET. Nasprotno pa v primeru čezmejnih transakcij nacionalna centralna banka banke plačnice zabeleži zmanjšanje na računu te banke pri NCB, medtem ko NCB banke prejemnice zabeleži povečanje na računu banke prejemnice. Takšne pozicije se v sistemu TARGET izravnajo z obveznostjo za prvo NCB in terjatvijo za drugo NCB. Terjatve in obveznosti v sistemu TARGET nastanejo tudi zaradi čezmejnih transakcij NCB samih, kot so na primer nakupi in prodaje vrednostnih papirjev, ki jih imajo NCB v posesti za naložbe. Na koncu vsakega dne se te terjatve in obveznosti znotraj Eurosistema agregirajo in pobotajo na ravni celotnega Eurosistema. Tako vsaki NCB ostane ena sama neto dvostranska pozicija do ECB v obliki pozitivnega ali negativnega stanja v sistemu TARGET. Sistem je zasnovan tako, da je seštevek vseh stanj v njem (vključno s stanjem ECB) enak nič.⁵

¹ TARGET je kratica za transevropski sistem bruto poravnave v realnem času (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*). Sedanji sistem se imenuje TARGET2. Ta je maja 2008 v celoti zamenjal sistem TARGET, vseeno pa zaradi enostavnosti v tem okviru izraz »TARGET« označuje tako sistem TARGET kot tudi sistem TARGET2.

² Podatki se objavljajo na prvi delovni dan vsakega meseca z enomesečnim zamikom. Opis sistema je na voljo v statističnem delu spletnne strani ECB na povezavi (v angleščini) »Statistics › Monetary and financial statistics › TARGET balances of participating NCBs«.

³ Za več podrobnosti glej članek z naslovom »TARGET balances and monetary policy operations«, *Monthly Bulletin*, št. 5, ECB, maj 2013.

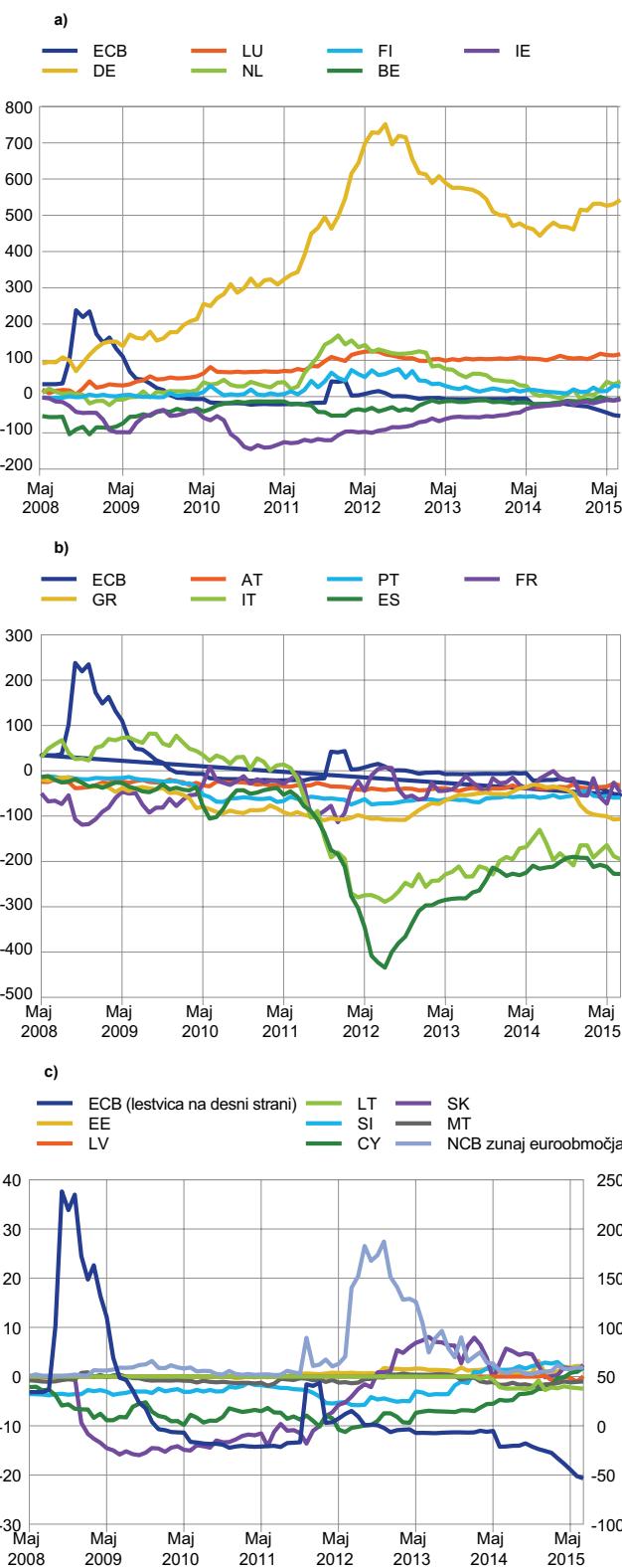
⁴ Sistemu TARGET se je prostovoljno pridružilo tudi nekaj NCB držav članic EU zunaj euroobmočja. Ta članek se osredotoča na države euroobmočja.

⁵ Stanje ECB v sistemu TARGET do nacionalnih centralnih bank, kot je prikazano v grafu A, je neto rezultat terjatev in obveznosti na podlagi dejavnosti, ki jih izvaja neposredno ECB, na primer v okviru valutnih zamenjav likvidnosti med USD in EUR.

Graf

Stanja v sistemu TARGET

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opomba: »Terjave U4« predstavljajo terjative NCB držav članic EU zunaj euroobmočja, ki so v sistemu TARGET sodelovale prostovoljno. Seznam NCB, vključenih v skupino U4, se s časom spreminja. Od januarja 2015 vključuje Bolgarijo, Dansko, Poljsko in Romunijo.

Ta stanja so normalna značilnost decentraliziranega izvajanja denarne politike v euroobmočju. Odražajo čezmejne finančne tokove znotraj euroobmočja iz naslova čezmejnih finančnih transakcij, ki jih večinoma sprožijo zasebni subjekti, kot so kreditne institucije, gospodarske družbe ali posamezniki, ter kažejo posledično čezmejno porazdelitev centralnobančne likvidnosti. Zaradi tega posamezne terjatve in obveznosti NCB do ECB in ECB do NCB v sistemu TARGET obstajajo že vse od začetka ekonomske in monetarne unije. Vse terjatve v bilancah stanja NCB euroobmočja skupaj so tako v obdobju do sredine leta 2007 znašale okrog 100 milijard EUR.

Pojav velikih stanj v sistemu TARGET v času krize na splošno odraža porazdelitev negotovinske centralnobančne likvidnosti znotraj Eurosistema. Eurosistem svojo denarno politiko izvaja decentralizirano, pri čemer agregatna ponudba likvidnosti Eurosistema prek NCB ustreza agregatnim likvidnostnim potrebam bančnega sektorja euroobmočja. Med posameznimi bančnimi sektorji je likvidnost mogoče prerazporejati preko medbančnega trga euroobmočja. V času krize so se likvidnostne potrebe bank euroobmočja močno povečale, čeprav so med državami obstajale precejšnje razlike. Istočasno je medbančni trg presahnil, tako da razporejanje likvidnosti prek zasebnih trgov ni bilo mogoče. Eurosistem je vse od začetka krize zadovoljeval likvidnostne potrebe bančnega sektorja v euroobmočju in z operacijami glavnega refinanciranja zagotavljal velike količine dodatne likvidnosti. Od oktobra 2008 z avkcijami po fiksni obrestni meri in s polno dodelitvijo v celoti zadovoljuje povpraševanje bank po centralnobančni likvidnosti, pod pogojem da banke predložijo ustreznost zavarovanje.

Zaradi mnogo obsežnejše uporabe centralnobančnega financiranja v času krize ter neenakomerne porazdelitve med državami so se ustrezeno povečale tudi terjatve in obveznosti v sistemu TARGET. Te so naraščale do konca leta 2012 (glej graf), saj so banke v nekaterih državah zaradi omejenega dostopa do trgov kratkoročnega financiranja utrpele neto odliv plačil, medtem ko so v drugih državah banke beležile velike finančne prilive. Po tem obdobju, ko so se razmere na trgih postopno izboljšale in so se banke manj zanašale na refinanciranje Eurosistema, so se stanja v sistemu TARGET v absolutnem smislu

na splošno zmanjšala. Nekoliko so se ponovno povečala proti koncu leta 2014, med drugim zato, ker so bank iz nekaterih držav z obveznostmi v sistemu TARGET, nekoliko intenzivneje sodelovale v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, uvedenih junija 2014, saj so bile te operacije načeloma bolj privlačne za te nasprotne stranke. Na stanja v sistemu TARGET lahko vpliva tudi razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev, uveden marca 2015, kadar prodajalci in kupci delujejo v različnih jurisdikcijah, s čimer je morda mogoče pojasniti bolj nedavna gibanja.

Pri tolmačenju stanja v sistemu TARGET v okviru takšnega povezanega finančnega sistema, kot je euroobmočje, je potrebna previdnost. Tako na primer stanja odražajo tudi denarna nakazila med velikimi, čezmejnimi bančnimi skupinami, v katerih se potrebe skupine po centralnobančnem denarju zadovoljujejo centralno pri eni NCB in zatem prek sistema TARGET razporejajo med članicami skupine. Poleg tega stanja vključujejo plačilne tokove, ki jih sprožajo oddaljeni udeleženci.⁶ Ostali dejavniki, ki narekujejo previdnost, so različne preference med državami euroobmočja glede imetja bankovcev ter dostop do instrumentov denarne politike Eurosistema s strani bank zunaj Evropskega gospodarskega prostora (EGP) preko podrejenih družb v državah, povezanih s sistemom TARGET.⁷ Tudi nakupi vrednostnih papirjev iz drugih držav v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev lahko vplivajo na stanja v sistemu TARGET, vendar ne kažejo na finančne napetosti. Zaradi vseh teh dejavnikov stanja v sistemu TARGET ne dajejo – in to tudi ni njihov namen – celovite slike neto finančnih tokov med državami.

⁶ Institucija, ki ima sedež v eni od držav EGP, a ne sodeluje v sistemu TARGET (npr. banka s sedežem v Združenem kraljestvu), lahko odpre račun pri kateri koli drugi NCB, ki sodeluje v sistemu TARGET.

⁷ Več informacij o tej temi je v okviru z naslovom »TARGET2 balances of national central banks in the euro area«, *Monthly Bulletin*, št. 10, ECB, oktober 2011.

Okvir 5

Nove trgovinske uteži v efektivnem tečaju eura kažejo, da postajajo nastajajoča tržna gospodarstva vedno pomembnejša

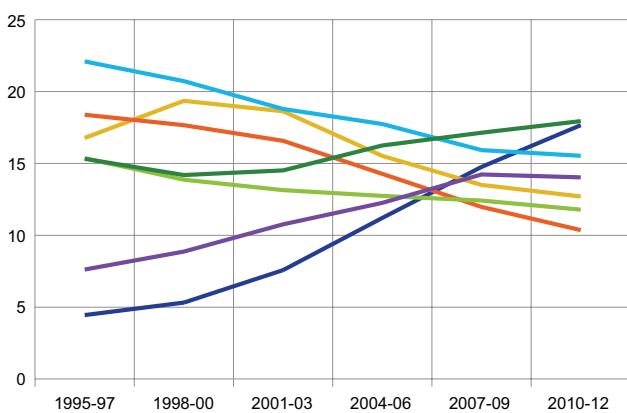
ECB je pred kratkim ažurirala trgovinske uteži za izračun efektivnih deviznih tečajev eura (EDT). To se izvede vsaka tri leta, da bi se pravočasno zajele srednjoročne spremembe v trgovinskem vzorcu predelovalnih dejavnosti v euroobmočju.¹ Z zadnjo spremembijo avgusta 2015 so bile seriji dodane povprečne trgovinske uteži za triletno obdobje 2010–2012, uteži iz prejšnjih obdobij (1995–2009) pa so bile ažurirane skladno s spremenjenimi podatki o trgovinski menjavi.

Graf A

Gibanje trgovinskih uteži v skupini trgovinskih partneric EDT-38

(v odstotkih)

- Kitajska
- ZDA
- Velika Britanija
- druga razvita evropska gospodarstva
- druga razvita gospodarstva
- druga nastajajoča tržna gospodarstva
- države SVE



Vir: ECB.

Opomba: Skupina »druga razvita evropska gospodarstva« obsega Dansko, Norveško, Švedsko in Švico; »druga razvita gospodarstva« obsega Avstralijo, Kanado, Hongkong, Islandijo, Izrael, Japonsko, Korejo, Novo Zelandijo, Singapur in Tajvan; »države SVE« so Bolgarija, Hrvaška, Češka, Madžarska, Poljska in Romunija; »druga nastajajoča tržna gospodarstva« so Alžirija, Argentina, Brazilija, Čile, Indija, Indonezija, Malezija, Mehika, Maroko, Filipini, Južna Afrika, Rusija, Tajska, Turčija in Venezuela.

Ažurirana in revidirana serija kaže, da se pomen nastajajočih tržnih gospodarstev kot trgovinskih partneric euroobmočja stalno povečuje, zlasti

Kitajske (glej graf A in tabelo). Utež Kitajske v košarici 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja (skupina EDT-38), ki je v obdobju 1995–1997 znašala okoli 4%, se je še povečala, in sicer z okoli 15% v obdobju 2007–2009 na okoli 18% v obdobju 2010–2012. Povečal se je tudi pomen drugih nastajajočih tržnih gospodarstev kot trgovinskih partneric euroobmočja, čeprav počasneje, pri čemer so največje povečanje zabeležile Turčija, Rusija in Indonezija. Nasprotno so se v istem obdobju v skupini EDT-38 zmanjšale trgovinske uteži razvitih gospodarstev. Dve največji trgovinski partnerici euroobmočja leta 1995 sta bili Velika Britanija in ZDA, katerih trgovinske uteži so znašale okoli 18% oziroma 17%. Leta 2012 sta se njuna deleža zmanjšala na okoli 10% oziroma 13%.

V skladu z vedno večjim gospodarskim povezovanjem v Evropi se je v trgovinski menjavi euroobmočja povečal tudi pomen srednje in vzhodne Evrope. Od obdobja 1995–1997 je skupna utež gospodarstev srednje in vzhodne Evrope na primer presegla utež ZDA in Velike Britanije, potem pa je v referenčnem obdobju 2010–2012 v skupini EDT-38 ostala stabilna na ravni 14%, kar je bilo posledica

¹ Pregled metodologije, uporabljene za izračun EDT eura, je v Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. in Pinheiro, C., »Revisiting the effective exchange rates of the euro», Occasional Paper Series, št. 134, ECB, 2012.

Trgovinske uteži za skupino EDT-38 trgovinskih partneric

(v odstotkih)

Država	1995-97	1998-00	2001-03	2004-06	2007-09	2010-12	Sprememba v obdobju 2010–2012 glede na obdobje 1995–1997
Kitajska	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
ZDA	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	-4,1
Velika Britanija	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	-8,1
Švica	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	-1,2
Japonska	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	-4,3
Poljska	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
Češka	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Švedska	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	-1,2
Rusija	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Turčija	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Koreja	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonezija	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Madžarska	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Danska	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	-0,9
Romunija	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Tajvan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	-0,8
Brazilija	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	-0,1
Hongkong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	-0,6
Mehika	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapur	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	-0,6
Kanada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	-0,3
Taška	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,1
Malezija	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,2
Južna Afrika	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Norveška	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	-0,3
Australija	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
Indija	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	-0,3
Izrael	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,4
Maroko	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bolgarija	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Čile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Alžirija	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentina	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,2
Hrvaška	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,2
Filipini	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1
Nova Zelandija	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Islandija	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0

Vir: ECB

Opomba: Države so naštete po vrstnem redu glede na trgovinske uteži za obdobje med 2010 in 2012.

zmanjšanja trgovinske menjave v Evropi v tem obdobju. Države srednje in vzhodne Evrope so imele 18-odstotno utež v uvozu predelovalnih dejavnosti v euroobmočju, kar je zaostajalo le za Kitajsko ter kaže, kako velik pomen imajo v vseevropskem prispevku k svetovni vrednostni verigi.

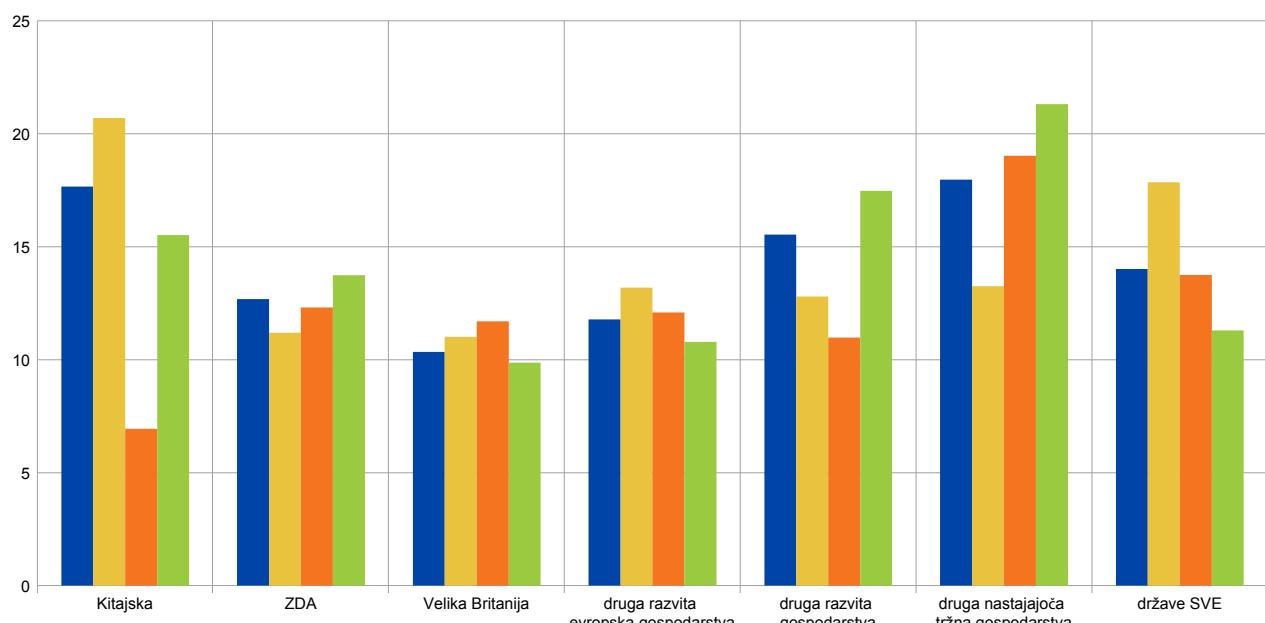
Kitajska je največja trgovinska partnerica euroobmočja predvsem zaradi njenega pomena na področju uvoza in konkurence na tretjih trgih (glej graf B). Kitajska je z 21-odstotnim deležem v obdobju 2010–2012 postala glavni vir uvoza v predelovalnih dejavnostih euroobmočja. Na strani izvoza se trgovinske uteži prilagajajo z dvojnim tehtanjem, da se upošteva tudi konkurenca izvoznikov

Graf B

Primerjava trgovinskih uteži v skupini trgovinskih partneric skupine EDT-38, 2010–12

(v odstotkih)

- skupna utež
- uvozna utež
- enojna izvozna utež
- dvojna izvozna utež



Vir: ECB.

Opombi: Enojne izvozne uteži so deleži vsake države ali skupine držav v izvozu predelovalnih dejavnosti euroobmočja. Dvojne izvozne uteži upoštevajo konkurenco, s katero se srečujejo izvozniki euroobmočja na tujih trgi zaradi domačih proizvajalcev in izvoznikov iz tretjih držav.

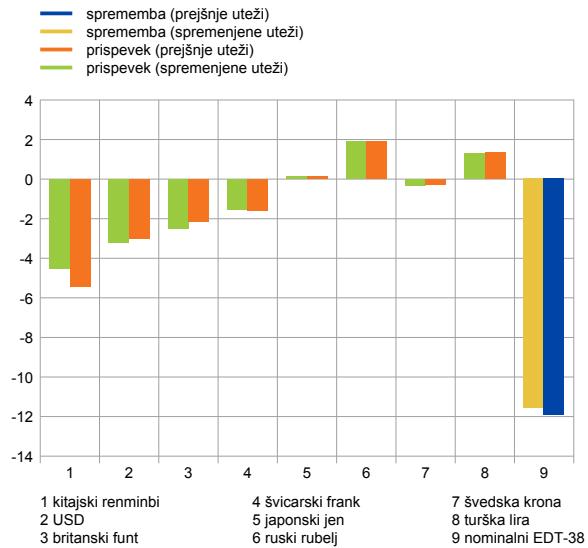
s sedežem v tretjih državah, s katero se soočajo podjetja iz euroobmočja na tujih trgih. Zaradi pomena Kitajske ter nekaterih drugih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev kot konkurentov izvoznikom euroobmočja ta prilagoditev pomeni predvsem precejšnje povečanje njihovih trgovinskih uteži, ki presega raven, ki naj bi izhajala iz neposrednih izvoznih povezav. V primeru Kitajske »dvojna« izvozna utež v obdobju 2010–2012 znaša 16% v primerjavi z enojno izvozno utežjo, ki v znaša 7%.

Ažurirana struktura uteži je pokazala, da je bila depreciacija eura, tako nominalna kot realna efektivna, od leta 2010 nekoliko izrazitejša, kot je sprva kazalo. Od začetka leta 2010 do konca julija 2015 so se ažurirani dnevni nominalni tečaji eura do drugih trgovinskih partneric v skupini EDT-38 zmanjšali za 12,0% v primerjavi z 11,6% po prejšnjem kazalniku. Sprememba je bila predvsem posledica povečane trgovinske uteži kitajskega renminbjia (glej graf C). Izboljšanje cenovne konkurenčnosti euroobmočja od začetka leta 2010, ki se kaže v realni depreciaciji eura, je bilo po ažuriranem kazalniku ravno tako precej občutnejše. Od začetka leta 2010 do junija 2015 se je ažurirani realni EDT, deflacioniran s cenami, zmanjšal za 16,1%, medtem ko se je prejšnji kazalnik zmanjšal za 15,3% (glej graf D).

Graf C

Prispevki k spremembi nominalnega EDT-38 od leta 2010

(v odstotkih; v odstotnih točkah)



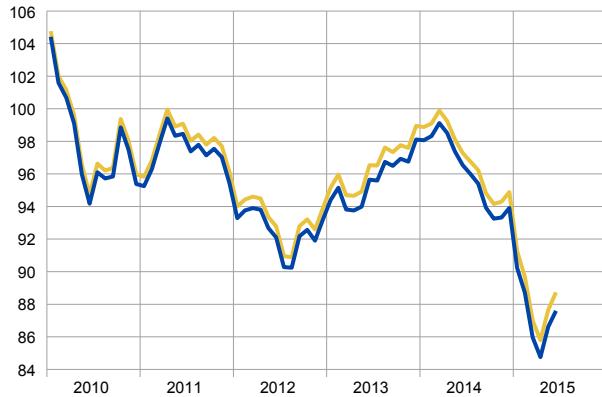
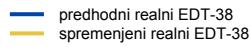
Vir: ECB.

Opombe: Negativna vrednost označuje depreciacijo eura, pozitivna pa apreciacijo enotne valute. Graf velja za obdobje od 1. januarja 2010 do 31. julija 2015.

Graf D

Predhodni in spremenjeni realni EDT-38

(deflator CPI; indeks: I 1999 = 100)



Vir: ECB.

Opomba: Zmanjšanje pomeni depreciacijo eura, povečanje pa apreciacijo enotne valute.

Okvir 6

Anketno merilo neizkoriščenega gospodarskega potenciala v euroobmočju

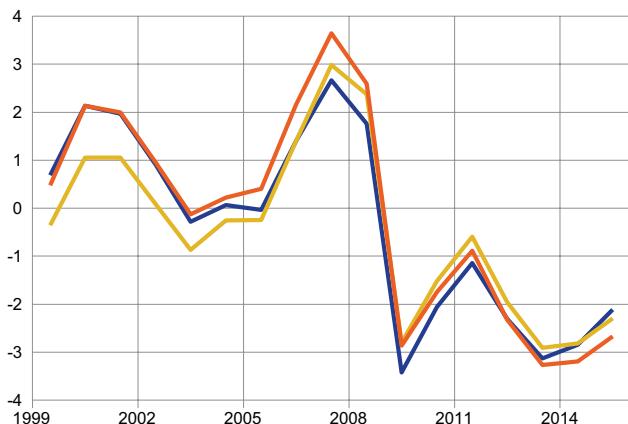
Merila neizkoriščenega gospodarskega potenciala, na primer proizvodna vrzel, so pomemben sestavni del analize ekonomske politike, saj predstavljajo interakcijo med povpraševanjem in ponudbo. Toda podatkov o neizkoriščenem gospodarskem potencialu ni in jih je treba oceniti. Dejstvo je, da so ocene neizkoriščenega gospodarskega potenciala zelo negotove in običajno predmet popravkov, zato naj bo njihovo tolmačenje previdno.¹ Ta okvir predstavlja orodje, ki podatke o povpraševanju črpa iz razpoložljivih anketnih kazalnikov, in tako ocenjuje neizkoriščen gospodarski potencial v gospodarstvu. Opisani kazalnik se manj pogosto popravlja, zato lahko dopolni ocene proizvodne vrzeli s pomočjo strukturnih modelov.

Graf A

Ocene proizvodne vrzeli v euroobmočju

(odstotni delež potencialnega proizvoda)

- Evropska komisija
- MDS
- OECD



Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije, pomlad 2015, World Economic Outlook, MDS, april 2015, in OECD Economic Outlook, maj 2015.

Na voljo je več metod za ocenjevanje stopnje neizkoriščenega gospodarskega potenciala v gospodarstvu. Ocene neizkoriščenega potenciala na podlagi produkcijske funkcije imajo to prednost, da so v skladu z ekonomsko teorijo in lahko pojasnijo gibanja potencialnega proizvoda s pomočjo komponent (delo, kapital in skupna faktorska produktivnost). Tovrstne ocene pripravljata Evropska komisija² ter Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD),³ medtem ko Mednarodni denarni sklad (MDS) uporablja različne pristope, odvisno od države, ki jo ocenjuje. Graf A prikazuje zadnje ocene teh institucij za euroobmočje. Proizvodna vrzel za leto 2015 po ocenah znaša od -2,1% do -2,7%, kar kaže, da je neizkoriščen gospodarski potencial še vedno precej velik. Ena od pomanjkljivosti takšnih ocen je, da so lahko predmet zelo velikih popravkov zaradi spremenjenih podatkov, parametrov in zasnove modela.⁴

Analitiki pri ocenjevanju velikosti neizkoriščenega gospodarskega potenciala upoštevajo tudi ankete, na primer o izkoriščenosti zmogljivosti v predelovalnih

¹ Glej na primer okvir z naslovom »Recent evidence on the uncertainty surrounding real-time estimates of the euro area output gap«, *Monthly Bulletin*, ECB, november 2011.

² Glej Havik, K., et al., »The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps«, *European Economy – Economic Papers*, št. 535, Evropska komisija, november 2014.

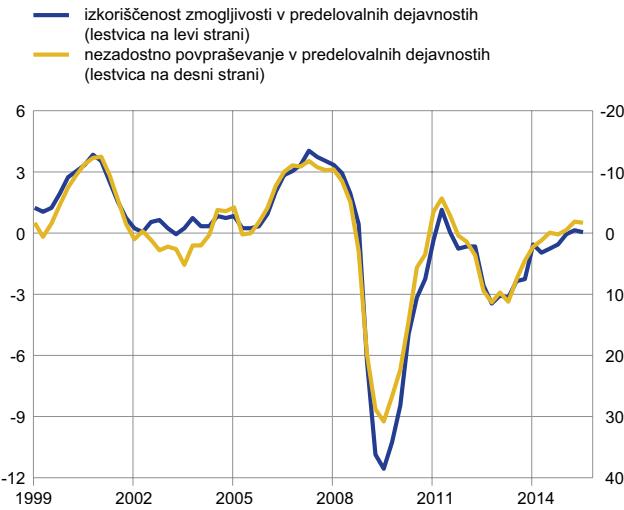
³ Glej Beffy, P. O., et al., »New OECD methods for supply-side and medium-term assessments: a capital services approach«, *OECD Economics Department Working Papers*, št. 482, OECD, julij 2006.

⁴ O popravkih in negotovosti ocen mednarodnih institucij glej razdelek 2.2 publikacije Anderton, R., et al., »Potential output from a euro area perspective«, *Occasional Paper Series*, št. 156, ECB, november 2014.

Graf B

Izkoriščenost zmogljivosti ter povpraševanje, ki omejuje proizvodnjo, v predelovalnih dejavnostih

(odstopanje od zgodovinskega povprečja v odstotnih točkah)

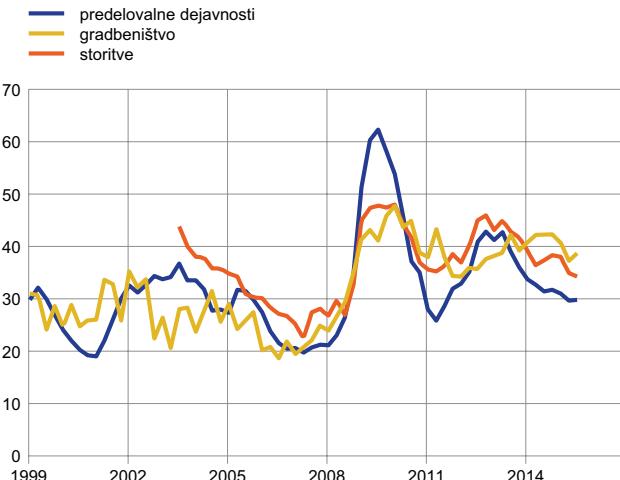


Vir: Evropska komisija.

Graf C

Nezadostno povpraševanje, ki omejuje proizvodnjo

(odstopni delež skupnega števila odgovorov)



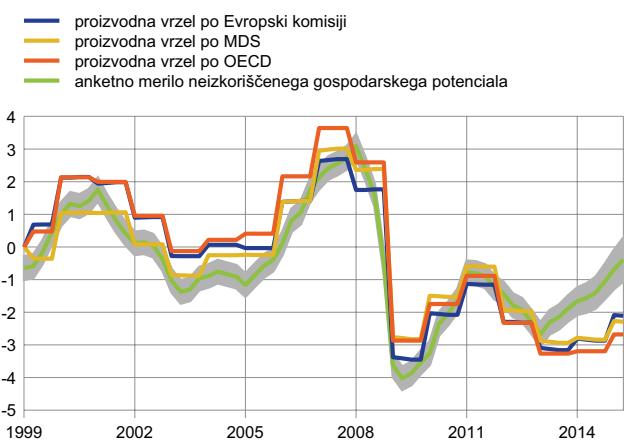
Vir: Evropska komisija.

dejavnostih, ali ocenjeno stopnjo nezadostnega povpraševanja, ki omejuje podjetja. Prednost teh anket je, da se popravljajo manj pogosto, kar pomeni, da se v realnem času izkažejo bolje, ter znajo bolje prepoznati preobrat v ciklu. Poleg tega so anketni kazalniki objavljeni s krajšo zamudo po referenčnemu obdobju. Vendar pa anketni kazalniki, ki temeljijo na predelovalnih dejavnostih, zajamejo manj kot petino gospodarstva in ne upoštevajo gibanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala na trgu dela. Ankete o izkoriščenosti zmogljivosti ali o nezadostnem povpraševanju v predelovalnih dejavnostih kažejo, da je neizkoriščen gospodarski potencial v euroobmočju sredi leta 2015 blizu zgodovinskega povprečja (glej graf B).

Graf D

Neizkoriščen gospodarski potencial v euroobmočju

(odstopanje od trendnih gibanj v odstotnih točkah)



Viri: Izračuni strokovnjakov ECB, gospodarske napovedi Evropske komisije, pomlad 2015, World Economic Outlook, MDS, april 2015, in OECD Economic Outlook, maj 2015. Opomba: Sivi predel predstavlja negotovost v razponu +/- standardna odklona okrog anketnega merila.

Novo anketno merilo neizkoriščenega

gospodarskega potenciala umešča rezultate ankete

Evropske komisije o »dejavnikih, ki omejujejo

proizvodnjo« v kontekst dinamike BDP. V tej anketi

morajo menedžerji navesti glavne dejavnike, ki v danem trenutku omejujejo proizvodnjo. Kot kazalnik neizkoriščenega gospodarskega potenciala je bil za ta model izbran odgovor »proizvodnjo omejuje nezadostno povpraševanje«. Ta anketni kazalnik, ki združuje podatke o predelovalnih dejavnostih, gradbeništvu in storitvenih dejavnostih, kjer je na voljo (glej graf C), se uporablja v bivariatnem modelu neopazovanih komponent. V tem modelu je dejanski proizvod (BDP) enak vsoti (neopazovanega) trendnega proizvoda in merila neizkoriščenega gospodarskega potenciala. Stopnja rasti trendnega proizvoda je modelirana kot slučajni sprehod, neizkoriščen gospodarski potencial pa je določen z gibanji agregiranega anketnega kazalnika.

Po anketnem merilu je za večji del obdobja po letu 1999 ocena neizkoriščenega gospodarskega potenciala podobna zadnjim ocenam Evropske komisije, OECD in MDS. Vendar se velikost neizkoriščenega gospodarskega potenciala v obdobju 2014–2015 po anketnem merilu zmanjšuje relativno hitro. Zaradi tega je velikost neizkoriščenega gospodarskega potenciala na podlagi tega merila v tem trenutku manjša od ocen mednarodnih institucij (glej graf D). Ker anketno merilo črpa informacije iz ocen podjetij o tem, kako nezadostno povpraševanje omejuje proizvodnjo, bi zmanjšanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala lahko nakazovalo, da je rast v euroobmočju od leta 2014 posledica večjega povpraševanja in ne razmer na strani ponudbe.

Z anketnim vprašanjem o »nezadostnem povpraševanju, ki omejuje proizvodnjo«, je mogoče natančno ugotoviti gibanje neizkoriščenega

gospodarskega potenciala v modelu, posledično pa je tudi manj popravkov.

Rekurzivne ocene kažejo, da so razlike med ocenami v približno realnem času in ex post ocenami na podlagi anketnega merila v večjem delu obdobia 2000–2014 manjše kot pri ocenah proizvodne vrzeli, ki so jih pripravile mednarodne institucije. Uporaba preteklih podatkov o BDP za izdelavo ocen v realnem času kaže, da so popravki za najbolj volatilno obdobje 2007–2012 najmanjši pri (letnem) anketnem merilu neizkoriščenega gospodarskega potenciala. Popravki ocen Evropske komisije o proizvodni vrzeli so nekoliko večji, največji pa so popravki ocen OECD in MDS (glej graf E).

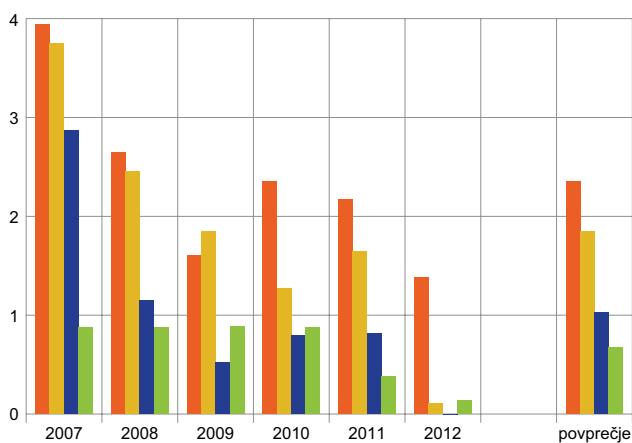
Gledano v celoti anketno merilo neizkoriščenega gospodarskega potenciala kaže manjši neizkoriščen potencial v euroobmočju leta 2015, kot je razvidno iz objavljenih ocen mednarodnih institucij. Čeprav je merilo neizkoriščenega gospodarskega potenciala po anketnem pristopu negotovo ter ga ni mogoče razčleniti na komponente dela, kapitala in skupne faktorske produktivnosti, pa so njegovi popravki manj pogosti.

Graf E

Popravki ocen neizkoriščenega gospodarskega potenciala

(v odstotnih točkah)

- proizvodna vrzel po OECD
- proizvodna vrzel po MDS
- proizvodna vrzel po Evropski komisiji
- anketno merilo neizkoriščenega gospodarskega potenciala



Viri: OECD, MDS, Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

Zato bi bilo morda smiselno, da bi takšna merila uporabljali kot dopolnilo ocen proizvodne vrzeli, izračunanih z modeli na podlagi produkcijske funkcije.

Okvir 7

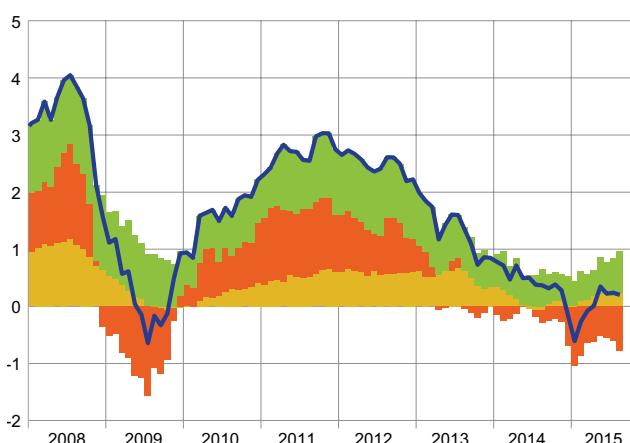
Najnovejša gibanja cen hrane v euroobmočju

Graf A

Prispevek cen hrane h gibanju inflacije

(medletne spremembe v odstotkih; odstotne točke)

- HICP
- hrana
- energenti
- HICP brez energentov in hrane



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

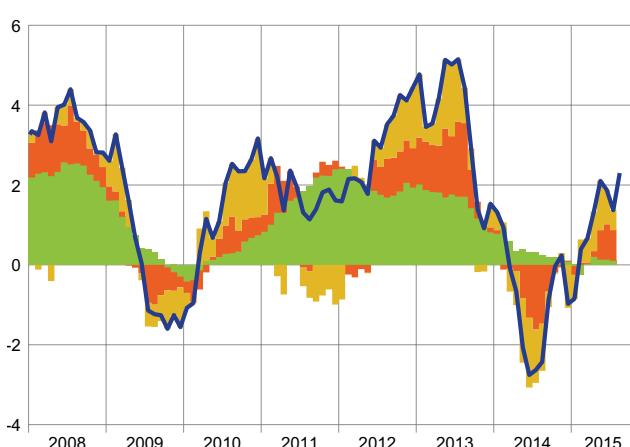
Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2015 (prva ocena).

Graf B

Rast cen nepredelane hrane

(medletne spremembe v odstotkih; odstotne točke)

- cene nepredelane hrane
- zelenjava
- sadje
- meso in ribe



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2015 (prva ocena) in še niso bili razčlenjeni.

Cene hrane so v zadnjih četrstletjih poleg cen

energentov najbolj vplivale na inflacijo v

euroobmočju. To drži tako za upad prispevka k skupni inflaciji v letu 2014 kot tudi za njegov preobrat v prvih nekaj mesecih leta 2015 (glej graf A) – pri tem je dinamika upada in okrevanja opazna v cenah tako nepredelane kot tudi predelane hrane. Ker so cene hrane lahko zelo volatilne, ta okvir proučuje dejavnike najnovejših gibanj in skuša osvetliti omenjeni preobrat.

Najnovejša gibanja cen nepredelane hrane lahko

v veliki meri pojasnimo z gibanjem cen sadja in

zelenjave. Te so največ prispevale tako k upadu

medletne stopnje rasti (z okrog 5% sredi leta 2013 na zgodovinsko dno –3% sredi leta 2014) kot tudi k njenemu preobratu in vrnitvi v pozitivno območje, tj. na okrog 2% sredi leta 2015 (glej graf B). Pri tem sezonski dejavniki običajno igrajo pomembno vlogo. Tako lahko večino upada cen sadja in zelenjave na začetku leta 2014 pojasnimo z milo zimo 2013–2014, pa tudi s pojemanjem preteklih pritiskov na rast cen zaradi neugodnih vremenskih razmer. Preobrat in vrnitev v pozitivno območje, ki so ga medletne stopnje rasti zabeležile v prvi polovici leta 2015, torej odraža tako relativno umirjeno rast cen leta prej kot tudi njihovo relativno močno gibanje v letu 2015 (glej C).

Najnovejša gibanja cen predelane hrane lahko

pojasnimo z različnimi dejavniki. Prvič, okrepitev v

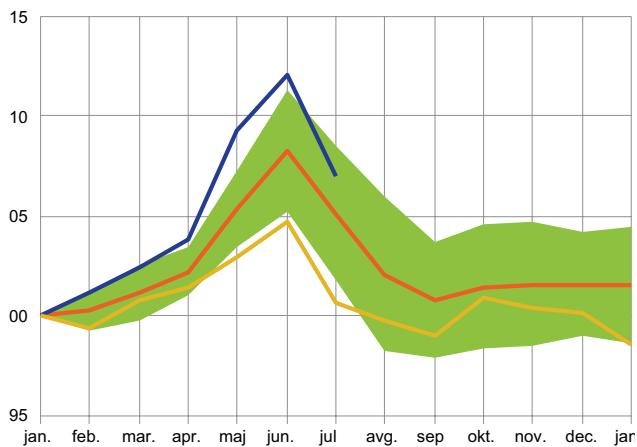
začetku leta 2015 je delno posledica nekoliko večjega prispevka cen tobačnih izdelkov, na katere pogosto vplivajo davčni ukrepi (glej graf D). Drugič, podobno kot na cene energentov lahko tudi na cene predelane hrane močno vpliva gibanje mednarodnih cen primarnih surovin. Ne glede na to so v euroobmočju za prenos na potrošniške cene hrane običajno pomembnejše cene pri kmetijskih proizvajalcih na notranjem trgu EU kot pa mednarodne cene primarnih surovin. Tako mednarodne cene hrane kot tudi cene na notranjem trgu EU (glej graf E) so od leta 2014 upadale, na začetku leta 2015 pa pokazale prve znake ustalitve. Pritiski na znižanje

Graf C

Gibanje cen sadja in zelenjave v euroobmočju znotraj leta

(indeks: januar = 100)

- gibanje od januarja 2015
- gibanje od januarja 2014
- povprečno gibanje v zadnjih desetih letih (2004–2014)
- standardni odklon



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

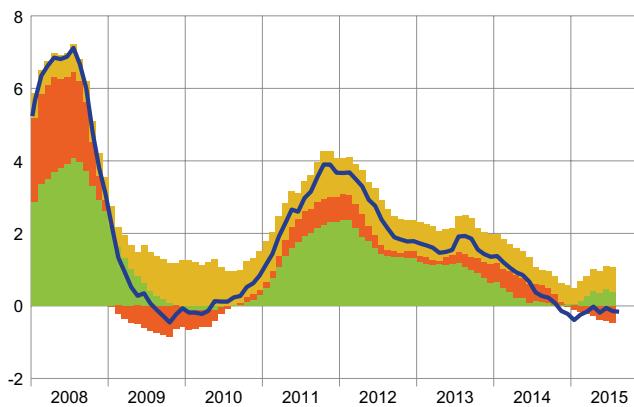
Opomba: Osenčeno polje kaže en standardni odklon zvišanja/znižanja ravnih indeksa za vsak mesec glede na raven v januarju prejšnjega leta v obdobju 2004–2014.

Graf D

Rast cen predelane hrane

(medletne spremembe v odstotkih; odstotne točke)

- cene predelane hrane
- tobačni izdelki
- cene mleka, sira in jajc
- drugo



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

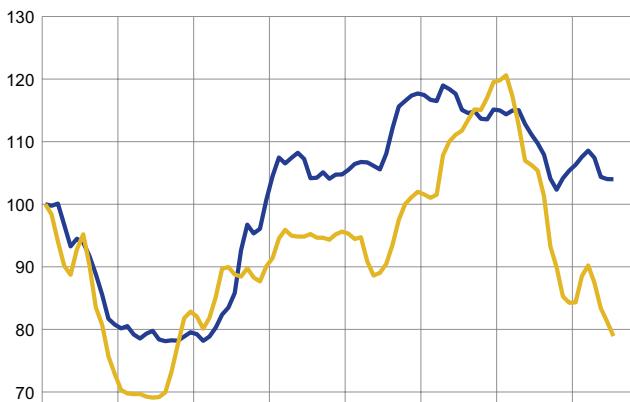
Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2015 (prva ocena) in še niso bili razčlenjeni.

Graf E

Gibanje cen na notranjem trgu EU

(EUR; indeks: januar 2008 = 100, nedesonirano)

- cene na notranjem trgu EU
- cene mlečnih izdelkov



Viri: Evropska komisija in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki so za julij 2015.

¹ Evropska komisija je na začetku avgusta 2014 v skladu s skupno kmetijsko politiko objavila nujne ukrepe za podporo trgu s hitro pokvarljivim sadjem in zelenjavom, namreč odkup sadja in zelenjave od kmetov po polni ceni ali nadomestilo kmetom za opustitev spravila pridelkov. Dne 30. julija 2015 so bili ti ukrepi podaljšani za eno leto do 30. junija 2016.

krav molznic v pričakovanju odprave teh kvot povečali svojo proizvodnjo za svetovne izvozne trge, s tem pa tudi svojo izpostavljenost spremembam v svetovnem povpraševanju. Trenutno povečana konkurenca in presežna ponudba zaradi manjšega povpraševanja iz Rusije in nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstev ustvarjata pritiske na znižanje cen. Če svetovno povpraševanje ne bo okrevalo, bi ti navzdol usmerjeni pritiski na cene hrane lahko popustili le postopoma.

Na splošno so vse višje cene hrane ob podpori znatnih baznih učinkov prispevale k preobratu v gibanju inflacije na začetku leta 2015. Zgodovinsko gledano rast cen hrane vseeno ostaja dokaj skromna. Rast cen hrane trenutno zavirajo posebni dejavniki, kot so ruska prepoved uvoza hrane iz EU, presežna ponudba mlečnih izdelkov, ki je posledica odprave mlečnih kvot, in svetovno povpraševanje, ki je manjše od pričakovanega.

Okvir 8

Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2015

Evropski svet je 25. in 26. junija odobril priporočila posameznim državam glede ekonomske in javnofinančne politike, namenjena 26 državam članicam EU, ki niso v programu ekonomskeih prilagoditev.¹ Priporočila so 14. julija sprejeli gospodarski in finančni ministri ter tako formalno zaključili evropski semester 2015. Cilj priporočil za javnofinančno politiko je zagotoviti, da države spoštujejo Pakt za stabilnost in rast (PSR), ki velja v EU. S tem namenom priporočila podajajo mnenje o dopolnitvi programov stabilnosti in konvergenčnih programov iz leta 2015, ki so jih morale države do sredine aprila predložiti Svetu in Evropski komisiji.² V teh mnenjih je upoštevano sporočilo Komisije, objavljeno januarja letos, o fleksibilnosti v okviru Pakta za stabilnost in rast.³ Kar zadeva nadaljnje ukrepanje, bo treba priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko, izdana v okviru evropskega semestra 2015, upoštevati v osnutkih proračunskih načrtov za leto 2016, ki jih morajo države do sredine oktobra predložiti Euroskupini in Svetu. V tem kontekstu ta okvir obravnava priporočila za javnofinančno politiko, namenjena 17 državam euroobmočja v okviru evropskega semestra 2015, ter ugotavlja, kakšne so posledice za proračunske načrte za leto 2016.

V priporočilih Evropskega sveta posameznim državam je ugotovljeno, da v 12 obravnавanih državah euroobmočja od skupno 17 obstaja tveganje neskladnosti z zahtevanimi strukturnimi konsolidacijskimi prizadevanji v okviru pakta. Čeprav mora pet držav euroobmočja, ki niso v programu ekonomskeih prilagoditev, vendar so trenutno v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem (Irska, Portugalska, Slovenija, Španija in Francija), za skladnost s paktom v povprečju doseči strukturna prizadevanja v višini 0,7% BDP leta 2015 in 0,9% BDP leta 2016, pa bodo povprečni izidi po »scenariju brez sprememb v javnofinančni politiki« po pričakovanjih dejansko rahlo negativni v obeh letih.⁴ Po drugi strani mora 12 držav euroobmočja, ki so v preventivnem delu pakta, doseči napredek v smeri svojega srednjeročnega proračunskega cilja (SPC), pri čemer morajo strukturna

¹ Sem sodijo vse države članice EU, razen Cipra in Grčije.

² V teh programih so predstavljeni vladni proračunski načrti za najmanj tekoče in naslednja tri leta. Glej Evropsko komisijo, »The 2015 stability and convergence programmes – an overview«, *Institutional Paper*, št. 2, julij 2015, Bruselj.

³ Evropska komisija je 13. januarja izdala sporočilo z naslovom »Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact« (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf). Glej tudi okvir z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, *Economic Bulletin*, Issue 1 / 2015.

⁴ V skladu s korektivnim delom pakta je Svet odpravil postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Malti do roka leta 2014, ki je bil določen v postopku. Obenem je sklenil, da ne sproži postopeka v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Finski, čeprav kršitev referenčne vrednosti 3% BDP v letu 2014 po napovedih ne bo začasno, saj se primanjkljaj predvidoma do leta 2016 ne bo vrnil pod referenčno vrednost.

prizadevanja v obdobju 2015–2016 skupno znašati 0,2% BDP, vendar bo izid v tem obdobju predvidoma rahlo negativen.⁵ V priporočilih za javnofinančno politiko je tako osem držav članic (Belgija, Estonija, Italija, Latvija, Litva, Malta, Avstrija in Finska) pozvanih, da struktura prizadevanja približajo zahtevam iz preventivnega dela pakta. Dve državi članici (Belgija in Italija) se soočata z velikimi konsolidacijskimi vrzelmi tudi na področju pravila o zadolženosti. Zahtevano izboljšanje strukturnega salda v skladu s pravilom o zadolženosti v letu 2015 je enako 2,1% BDP v Italiji (zaradi nezadostne konsolidacije od leta 2013 dalje) – v primerjavi z napovedjo strukturnih prizadevanj v višini 0,3% BDP – ter 1,1% BDP v Belgiji (zaradi nezadostne konsolidacije od leta 2014 dalje) – v primerjavi z napovedjo strukturnih prizadevanj v višini 0,5% BDP. Te zahteve niso zajete v priporočilih posameznim državam iz leta 2015, namenjenih Italiji in Belgiji, saj je Komisija sklenila, da je mogoče odstopanje od pravila o zadolženosti pojasniti z relevantnimi dejavniki, kot so neugodne gospodarske razmere ter izvajanje strukturnih reform. V številnih državah so bili odhodki za obresti manjši od prvotno predvidenih v proračunu. Obenem so številne države članice v primerjavi s prvotnimi načrti povečale primarne odhodke

Tabela

Javnofinančna gibanja v posameznih državah v letih 2015 in 2016

Država	Zaveza v okviru PSR (sprememba v strukturnem saldu; odstotek BDP – če ni na ravni SPC)		Napoved Evropske komisije, pomlad 2015 (sprememba v strukturnem saldu, odstotek BDP)		Letna konsolidacijska vrzel (razlika med pomladansko napovedjo Evropske komisije in zavezo – če ni na ravni SPC)		Zaznamek: sprememb v obrestnih odhodkih; odstotek BDP med letoma 2014 in 2016 (napoved Evropske komisije, pomlad 2015)
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015-2016 (kumulativno)
Preventivni del							
Belgia	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,4
Nemčija	na ravni SPC	na ravni SPC	-0,2	-0,3	na ravni SPC	na ravni SPC	-0,3
Estonija	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	0,0
Italija	0,3	0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4
Latvija	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,6	-0,2
Litva	0,2	0,5	-0,7	0,7	-0,9	0,2	-0,2
Luksemburg	na ravni SPC	na ravni SPC	-1,0	-0,2	na ravni SPC	na ravni SPC	0,0
Malta	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,3
Nizozemska	na ravni SPC	na ravni SPC	-0,1	-0,1	na ravni SPC	na ravni SPC	-0,1
Avstrija	-0,1	0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,1
Slovaška	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,4
Finska	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1
Korektivni del (postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem. PČP)							
Rok v PČP	2015	Irska*	1,9	0,6	0,5	0,3	-1,4
		Portugalska*	0,5	0,6	-0,8	-0,6	-1,3
		Slovenija*	0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4
	2016	Španija	0,8	1,2	-0,4	-0,2	-1,2
	2017	Francija	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,2

Viri: Priporočila posameznim državam 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations/>) in napoved Evropske komisije, pomlad 2015.

Opombe: V tabeli so navedene države euroobmočja, ki niso v programu finančne pomoči (tj. vse države članice, razen Cipra in Grčije). Struktura konsolidacijska prizadevanja, katerim so se države zavezale v okviru preventivnega in korektivnega dela PSR, so vzeta iz priporočil posameznim državam 2015. Irska je bila v PČP pred »šesterčkom« reform in mora zato povprečno letno strukturalno prizadevanje uresničiti brez letnih ciljev. * Zahtevana struktura konsolidacijska prizadevanja za leto 2016 izhaja iz preventivnega dela ob predpostavki, da bo PČP odpravljen do roka, tj. leta 2015. Zahtevana struktura konsolidacijska prizadevanja v okviru preventivnega dela PSR ne vključujejo zahtev, ki izhajajo iz pravila o zadolženosti. Številke so zaokrožene, razen tam, kjer se nanašajo na zaveze v okviru PSR.

⁵ Glej tudi okvir z naslovom »Učinkovitost srednjoročnega proračunskega cilja kot sidra za javnofinančne politike«, *Ekonomski bilten*, Številka 4 / 2015.

(tj. javnofinančne odhodke brez plačila obresti), namesto da bi prihranke, ki so posledica nižjega plačila obresti od pričakovanega, uporabile za pospešitev znižanja primanjkljaja. Državam, ki imajo visok delež javnega dolga (Belgiji, Franciji, Italiji, Irski in Portugalski), se zato priporoča, da dodatne prihodke, tj. prihranke zaradi nižjega plačila obresti od pričakovanega, namenijo za zmanjšanje primanjkljaja. Poleg tega je bilo izmed držav, ki so že dosegle svoj srednjeročni proračunski cilj, Nemčiji priporočeno, da dodatno poveča državne naložbe v infrastrukturo, izobraževanje in raziskave, medtem ko je bilo Nizozemski priporočeno, da javnofinančne odhodke usmeri v spodbujanje investicij v raziskave in razvoj.

Evropski semester 2015, ki je peti nadzorni cikel od njegove uvedbe, je sledil poenostavljenemu pristopu, da se izda manj priporočil, ki pa so bolj ciljno usmerjena. Reorganizacija je med drugim prinesla zgodnejšo objavo analiz in priporočil Evropske komisije, da bi se izboljšal dialog z državami članicami. Gledano v celoti priporočila posameznim državam iz leta 2015 primerno odsevajo tveganje kršitve javnofinančnih pravil v posameznih državah, medtem ko opredeljujejo tudi pomembna področja reform. V ta namen sledijo širši usmeritvi glede javnofinančnih politik, ki je bila za ta evropski semester objavljena v Lethem pregledu rasti za leto 2015, in sicer »[...] vztrajanje pri fiskalni odgovornosti«.⁶ Na splošno se lahko z evropskim semestrom uspešno poveča javnofinančna vzdržnost samo, če se kršitev javnofinančnih pravil EU ustrezno ugotovi in odpravi. V tem kontekstu tako imenovano poročilo petih predsednikov, objavljeno junija,⁷ predlaga ustanovitev novega evropskega fiskalnega odbora, ki bi pripravljal javne in neodvisne ocene javnofinančnih politik posameznih držav z vidika obveznosti, ki izhajajo iz fiskalnega okvira EU. Te ocene bi se nato upoštevale pri odločitvah, ki jih Evropska komisija sprejme v okviru evropskega semestra. Poročilo predlaga tudi bolj vključujoč evropski semester z večjo vključenostjo nacionalnih parlamentov. Če se ozremo v prihodnost, ob vztrajnih ranljivostih, kot so visok javni dolg in občuten strukturni primanjkljaj v državah euroobmočja, kakršnekoli morebitne reforme evropskega semestra ne bi smeles oslabiti ambicije javnofinančnih priporočil.

Javnofinančne politike morajo podpirati gospodarsko okrevanje, vendar morajo hkrati ostati skladne s Paktom za stabilnost in rast. Za zaupanje v fiskalni okvir je nujno, da se pakt izvaja dosledno in v celoti. V osnutkih proračunskih načrtov za leto 2016 bi zato morale vlade, katerih strukturna konsolidacijska prizadevanja ne dosegajo zavez iz pakta, pojasniti, kako nameravajo uresničiti priporočila posameznim državam, da bi s hitrejšim zmanjševanjem primanjkljaja zagotovile spoštovanje javnofinančnih pravil EU. Ob volatilni donosnosti obveznic bi morali zlasti proračunski načrti visoko zadolženih držav upoštevati tveganje, da se lahko sedanje okolje nizkih obrestnih mer spremeni.

⁶ Glej Evropsko komisijo, »Letni pregled rasti za leto 2015«, november 2014, Bruselj (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_sl.pdf).

⁷ Glej poročilo, ki ga je pripravil Jean-Claude Juncker v tesnem sodelovanju z Donaldom Tuskom, Jeroenom Dijsselbloemom, Mariom Draghijem in Martinom Schulzem z naslovom »Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije«, 2015, Bruselj.

Articles

The state of the house price cycle in the euro area

This article discusses the current state of the euro area house price cycle and compares it with historical patterns. It finds that the recovery in house prices in the euro area has been rather muted thus far and appears to be weaker than the typical increase observed historically during the initial phase of an upturn in the house price cycle. At the same time, corrections of previous overvaluations, together with favourable income and financing conditions, suggest that the current recovery has a better chance of being sustained than the short-lived upturn observed relatively soon after the crisis. A gradual and sustained recovery in the house price cycle would support economic developments. At the same time, the accompanying credit dynamics have thus far remained muted, limiting the build-up of systemic risks to the euro area financial system. The new macroprudential toolkit is also helping to mitigate possible risks in a targeted and granular way.

1 Introduction

House prices have been a key indicator in assessing the state of the euro area economy since the financial crisis. This reflects the general importance that the housing sector tends to have for the timing and amplitude of the business cycle and, in particular, its specific importance in the aftermath of a boom-bust episode. In a number of euro area countries, house prices had increased at unsustainable rates and to unsustainable levels prior to the crisis, and the inevitable adjustments had subsequently led to declines in house prices or muted developments at best.

After some ups and downs during a protracted period of adjustment, there are now increasing signs that house prices in the euro area are finally on the rise again. Measured in terms of the annual rate of change in residential property prices, the cycle reached a low point in early 2013 before the rates of change became successively less negative and moved into positive territory in the second half of 2014. This recovery does not appear to have been very strong thus far, but the upward path of the growth rate is relatively broad-based across euro area countries. Against this background, it is instructive to analyse the various factors underlying the nascent recovery in house prices, as well as its strength and sustainability going forward.

Understanding the state and nature of the house price cycle is important from both a macroeconomic and financial stability point of view. This is because it is linked to the business and financial cycles, with house prices affecting credit markets, as they determine the value of collateral that households can borrow and banks can lend against. Tellingly, the collateral channel had shown its importance in the context

of the financial crisis and the banking sector problems that emerged in its aftermath in some euro area countries. Going forward, house price developments deserve particular scrutiny in a low interest rate environment given the complex links between residential property prices, economic activity and credit dynamics.

This article discusses the recent developments in, and current outlook for, house prices across the euro area, focusing on price developments in residential real estate and abstracting from those in commercial real estate (Section 2). It then compares the ongoing house price and credit cycles with previous ones (Section 3), before elaborating on the interaction between house price developments, the real economy and the banking sector (Section 4).

2

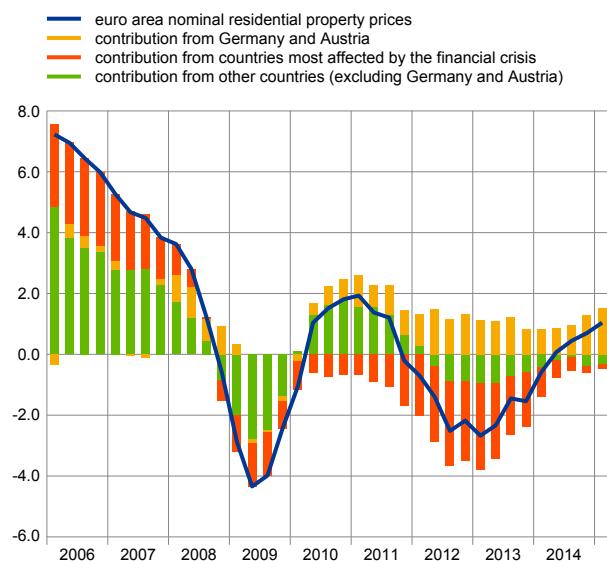
Recent developments and current outlook for house prices

Recent developments in euro area residential property prices suggest that the corner has been turned and a recovery is underway. The annual rate of change in house prices started to increase in mid-2013, turning mildly positive in the second half of 2014. There were similar signs in 2009-10, relatively soon after the financial crisis, but the recovery could not be sustained, given the unfolding of the euro area sovereign debt crisis. In this context, it is instructive to assess the sustainability of the nascent, but still subdued, recovery for the euro area as a whole by looking at the different factors underpinning it.

Chart 1

Euro area residential property prices by groups of countries

(year-on-year percentage changes and percentage point contributions)



Sources: ECB calculations based on national data.

Note: The countries most affected by the financial crisis are Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus, Portugal and Slovenia. Last observations were for Q1 2015 for all countries except Belgium, Slovakia and Finland, where the last observation was for Q4 2014.

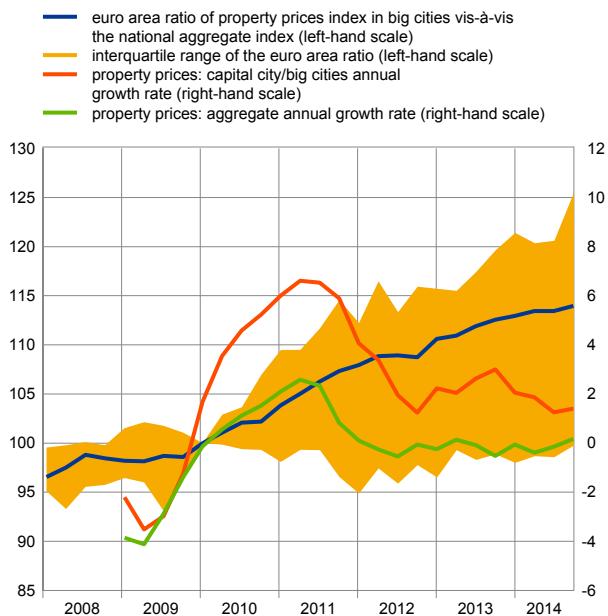
First, the recovery in euro area house prices appears to be relatively broad-based across groups of countries. With contributions to euro area house price growth from Germany and Austria remaining solidly positive, the upturn in the annual growth rate since early 2013 essentially reflects a gradual easing of the negative contributions from the countries most affected by the financial crisis (Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus, Portugal and Slovenia). To a somewhat lesser extent, this also holds for the group of other euro area countries (excluding Germany and Austria) (see Chart 1). These broad-based contributions towards positive euro area house price growth differ from those in the upturn of 2009-10, when the countries most affected by the financial crisis continued to contribute negatively and the upturn mainly reflected a strong rebound in house price growth in the other countries.

Second, the current recovery in euro area house price growth seems less contingent on prices in metropolitan areas than in 2009-10. Aggregating selected countries for which data are available shows

Chart 2

Euro area residential property prices at the metropolitan and aggregate level

(Ratio Q1 2010 = 100 and year-on-year percentage changes)



Sources: ECB calculations based on BIS and national sources.

Notes: The euro area ratio is an aggregation of country ratios including Austria, Belgium, Germany, Estonia, Spain, France and Italy up to 2010 and also Ireland, Slovenia and Finland since 2010, and using GDP weights. The shaded area refers to the interquartile range of country ratios (25th to 75th percentile). Different coverage and data sources may account for differences from the aggregate property price developments reported in Chart 1. The last observations were for Q4 2014.

that house prices in metropolitan areas have been growing faster since the financial crisis than in the economy as a whole (see Chart 2). There may be geographical reasons for this, such as less availability of land and a correspondingly lower elasticity of housing supply in metropolitan areas than rural areas. However, this may also imply that house price dynamics in metropolitan areas could pick up faster in response to the economic cycle and then provide false signals if the latter is not sustained. In recent quarters the growth rate differential between growth in metropolitan and economy-wide house prices has remained relatively stable, while the upturn in house prices observed in 2009-10 was characterised by a much stronger acceleration in metropolitan areas than elsewhere, which subsequently also unwound much faster. As with the individual countries, house price dynamics in the euro area as a whole also seem to have been more balanced recently in terms of location, thus providing a better starting point for a sustained recovery than a few years ago.

Third, the current recovery is taking place in an environment where earlier imbalances in house prices have resulted in substantial corrections.

In several countries, in particular those most affected by the financial crisis, large rises in house prices in

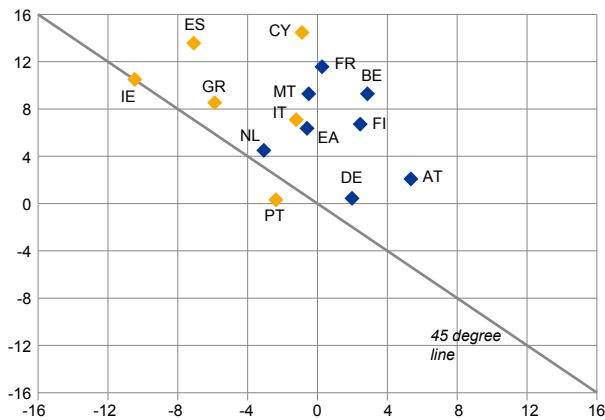
the run-up to 2007 were followed by falls in the 2007-13 period, i.e. preceding the current upturn. This suggests some correction of the imbalances that had built up in the pre-crisis period, when a number of countries saw very strong growth in house prices – double-digit in some cases (see Chart 3). It also explains why house prices are currently rising again at a faster pace in some of these countries, such as Ireland and Spain, in an environment of improving macroeconomic and favourable financing conditions. Countries which have experienced relatively strong house price growth since 2007, especially recently (such as Germany and Austria), are the ones that saw more moderate growth in the period up to 2007 and did not require a correction thereafter. The notion of a correction of imbalances also comes through when looking at developments in house prices as a ratio to income (measured in terms of GDP). Countries which had the largest increases in this ratio in the period up to 2007 by and large also saw the smallest increases or biggest declines in the period 2007-13 (see Chart 4). In some countries, such as Spain, Ireland and Greece, the declines were even larger than the previous increases.

Measuring the degree of house price imbalances and the corresponding need for corrections is surrounded by considerable uncertainty. This reflects the complex interaction between the housing, rental and mortgage markets, different structural characteristics between these markets across countries, as well as data

Chart 3

House price growth in the run-up to, and unwinding of, the financial crisis

(average annual percentage changes; x-axis: 2007-2013, y-axis: 2001-2007)



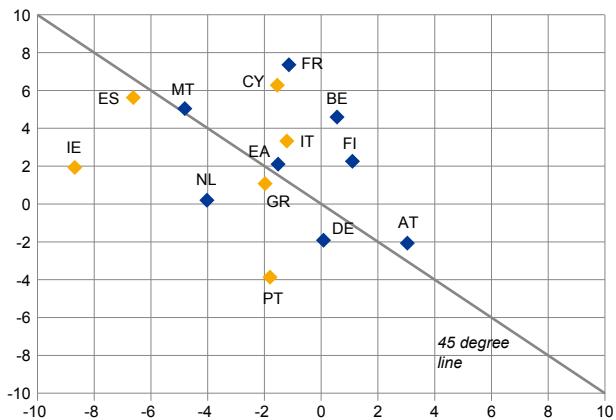
Source: ECB calculations based on national data.

Notes: The countries most affected by the financial crisis are Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus and Portugal which are shown with a yellow dot. Data for Estonia, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Slovenia and Slovakia are not available for the full sample. For Cyprus, the pre-crisis average is computed for the period 2002-07.

Chart 4

House price-to-GDP ratios in the run-up to, and unwinding of, the financial crisis

(average annual percentage changes; x-axis: 2007-2013, y-axis: 2001-2007)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

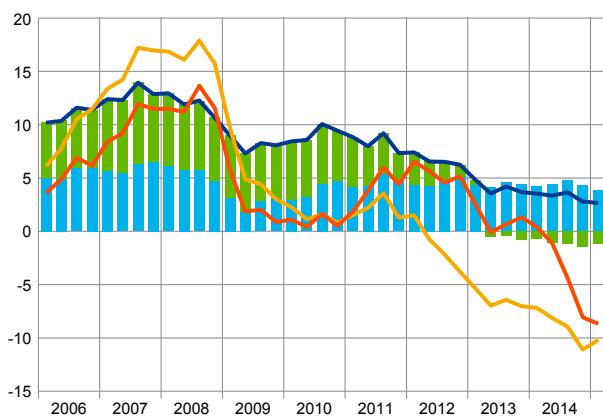
Notes: See Chart 3.

Chart 5

Euro area house price-to-income ratios

(percentage point deviations from long-term average and percentage point contributions)

- house price-to-income ratio (basic)
- ratio adjusted using annuity formula
- ratio adjusted using quadratic formula for interest rate
- contribution from countries most affected by the financial crisis
- contribution from other countries



Sources: Eurostat, ECB and ECB calculations.

Notes: The long-term average is computed over the period since Q1 1996. Disposable income per household is used as the proxy for income. The interest rate is the average mortgage interest rate. Footnote 2 in the main text explains the adjustment methods. The countries most affected by the financial crisis are Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus, Portugal and Slovenia and their contribution to the euro area ratio is shown in green.

constraints and measurement issues.¹ The house price-to-income ratio is one of the available valuation indicators and represents a crude measure of housing affordability. When the indicator lies above its long-term average, house prices may be seen as overvalued – at least from the perspective of prospective new buyers – which should lead to downward pressures on prices. Since 2010 the imbalance in the house price-to-income ratio for the euro area as a whole has progressively unwound. In 2014 it was only around 3% above its fundamental level, suggesting that house prices were broadly back in line with fundamentals. This reflects in particular the unwinding in the group of countries most affected by the financial crisis, which between 2007 and 2010 had seen relatively little adjustment (see Chart 5). Considering that the affordability of housing and house prices are also determined by the costs of servicing mortgage debt, the basic house price-to-income indicator can be augmented with interest rates, either by an annuity-based or a regression-based approach.² These augmented affordability measures suggest that

¹ For a discussion, see the box entitled “Statistical valuation metrics for residential property markets”, *Financial Stability Review*, ECB, May 2015.

² The annuity-based measure augments the house price-to-income ratio as follows: $r/(1-(1+r)^{-T})^*$ (house price index)/(income index) where T is the mortgage length and r is the nominal mortgage interest rate. Typically, a mortgage length of 20 years and a fixed mortgage interest rate are assumed. The degree of over/undervaluation is then calculated as the deviation in percentage terms of the augmented ratio from its long-term average. Alternatively, house prices can be regressed on income and mortgage interest rates and the residuals are taken as the valuation estimates.

average house prices may currently even be moderately below historically normal valuation levels. However, the boost to housing affordability coming from the current low interest rate environment may not be fully sustainable if interest rates were to normalise further out.

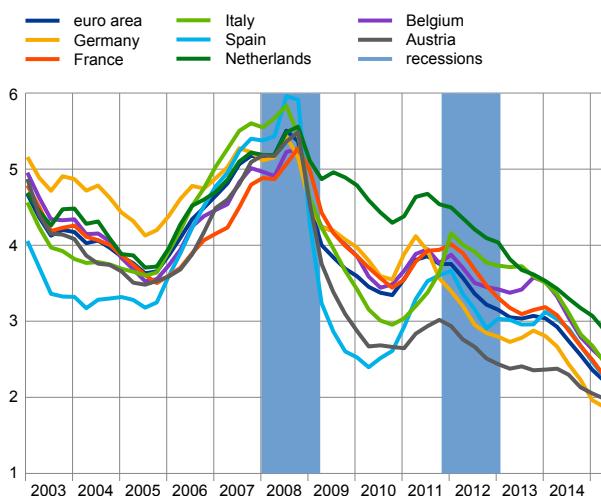
Besides starting from a more balanced position than in 2009-10, there are also other factors supporting a more sustained recovery in house prices. One is related to the improving income and employment prospects for households that are associated with the ongoing economic recovery, which should boost demand for housing and lead to stronger house price growth. European Commission survey figures indicate that households' intentions to purchase a house in the next two years have shown some signs of improvement since the end of 2012, but are still below the longer-term average since 1999. This is likely to continue, since expectations for economic growth one and two years ahead are currently higher than in 2009-10 and there is a prospect of financing conditions remaining favourable in an environment where non-standard monetary policy measures have been designed to keep interest rates low for some time to come.

Bank lending rates and credit standards have become increasingly favourable in recent quarters. This clearly works as a second supporting factor: since the end of the last recession in early 2013 the improvement in financing conditions and the upturn in the house price cycle have coincided. Notwithstanding some heterogeneity across countries, lending rates in the euro area for loans for house purchase declined by more than 90 basis points from that point (see Chart 6), while credit standards became successively less tight and eventually eased over the same period (see Chart 7). Improving housing market prospects have been an important element in the easing of credit standards, suggesting that a sustained improvement

Chart 6

Mortgage lending rates in the euro area and selected countries

(percentages)



Source: ECB.

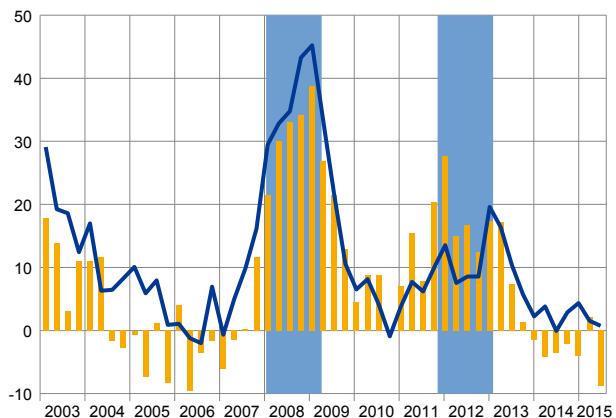
Notes: Shaded areas delimit recessions as identified by the CEPR Euro Area Business Cycle Dating Committee. The rates refer to the composite lending rate for house purchases across different periods of interest rate fixation, weighted with a 24-month moving average of new business volumes. The most recent observations are for Q2 2015.

Chart 7

Credit standards for loans for house purchases and housing market prospects

(net percentages; a higher value indicates tightening)

Legend: housing market prospects (dark blue), credit standards (orange), recessions (blue shaded bars).



Source: ECB euro area bank lending survey.

Notes: Shaded areas delimit recessions as identified by the CEPR Euro Area Business Cycle Dating Committee. Backward-looking three months. Weighted net percentages are obtained as tightened minus eased. The most recent observations are for Q3 2015.

in housing market prospects due to factors other than credit standards could be reinforced if the latter were to be relaxed further. The chances of these other factors that determine credit standards remaining favourable are good, because the tightening of credit standards in 2011-12 was initially more a result of the unfolding sovereign debt crisis – through the impact of the increasing cost of funds and balance sheet constraints triggered by the crisis – than of housing market prospects becoming less favourable.

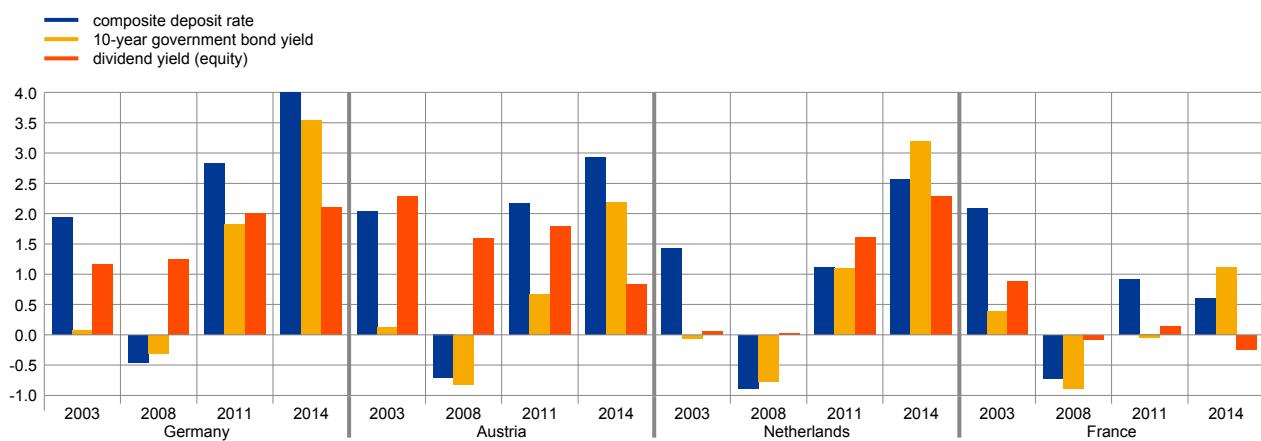
The prevailing low interest rate environment could also further sustain housing demand and stimulate house prices from an investment portfolio perspective.

Housing can be viewed not only as a consumption good, but also as an investment good, the return on which can be assessed and compared with alternative investments. In the current prevailing low interest rate environment, housing could become comparatively more appealing as an investment for households and/or investors if it promises higher expected returns compared with, for example, bank deposits, securities such as government bonds, or equity investments. Estimates of the return on residential housing are only available for selected euro area countries (Germany, Austria, the Netherlands and France) and are surrounded by considerable uncertainty.³ Broad as such a comparison naturally is, it indicates that annual returns on residential housing in these countries have generally been higher in recent years (such as 2011 and 2014) than the prevailing nominal long-term yields on government bonds, nominal yields on bank deposits and the dividend yield of the corresponding national equity markets, and that these differentials widened further between 2011 and 2014 (see Chart 8). Overall, the relative return on housing in recent years compares favourably with 2008, when returns on housing were lower than deposit yields and government bond yields.

Chart 8

Returns on housing investment relative to those of alternative assets

(percentage points)



Sources: IPD, DataStream and ECB calculations.

Notes: The income return on residential housing is the net annual income receivable as a percentage of the capital employed. The composite deposit rate is the MFI interest rate on deposits from households with agreed maturity (total original maturity, new business coverage).

³ The estimates of income return are from the IPD Quarterly Research Database and reflect residential property portfolios for institutional investors. These portfolios are likely to invest predominantly in the prime or close-to-prime market, a sector which is likely to have a different dynamic to the entire residential market. In addition, alternative asset classes are characterised by a different level of risk and a corresponding risk premium, and the total return of each asset class is ultimately determined by the stream of income obtained (in terms of rents, dividends and interest payments) plus the appreciation/depreciation of the underlying asset, which is not explicitly considered in this analysis.

3

Stylised facts of house price cycles in the euro area

Assessing the current state of the house price cycle and the prospects for a further recovery draws on comparisons with historical patterns. In particular, it is informative to analyse how cycles in euro area house prices have evolved in relation to both the business and credit cycles, as the states of these cycles can condition each other. The analysis looks at the corresponding variables – house prices, GDP and MFI loans to households – in real terms in order to account for differences in average inflation rates over the past few decades.

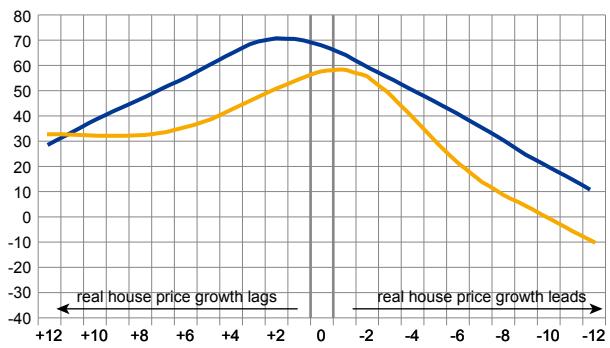
The real house price cycle is broadly aligned with both the business and credit cycles. This alignment is summarised in the overall strong degree of co-movement between the real house price cycle and the business and credit cycles respectively (see Chart 9). The maximum correlation between annual real house price growth and annual real GDP growth is about 60%, while that between annual real house price growth and annual real household loan growth is about 70%. In both cases, it is found at broadly coincident level. The alignment is particularly apparent during recessions (see Chart 10). All euro area recessions since 1980 have been accompanied by decreasing, and eventually negative, real house price growth, which started to recover only after the trough in real economic activity had been passed. In turn, periods of negative real house price growth are typically preceded by a strong deceleration in real loans, although the growth rate for the latter has rarely turned negative. Unlike in the run-up to recessions, real loan growth does not appear to lead the house price cycle in the recovery phases after a recession. Against this background, the expected recovery in real GDP growth in the coming quarters and the recent mild upturn in the household credit cycle support the view that the real house price cycle is likely to continue to recover at moderate levels in the short to medium term.

Chart 9

Cross-correlations of real GDP growth and real household loan growth with respect to real house price growth

(percentages)

— real household loan growth
— real GDP growth



Sources: Eurostat, ECB and ECB calculations.

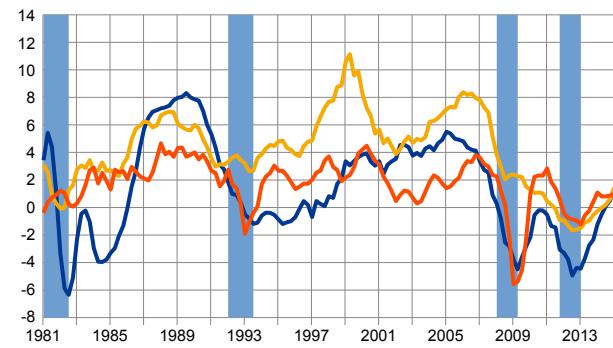
Notes: Correlations between annual growth rates of real house price growth (deflated by the HICP) with, respectively, real GDP annual growth rates and real MFI loans to household annual growth rates (deflated by the HICP), using data from Q1 1980 to Q1 2015.

Chart 10

Euro area real GDP, real house prices and real loans to households

(year-on-year percentage changes)

— real residential property prices
— real loans to households
— real GDP
— recessions



Sources: Eurostat and ECB.

Notes: Real house prices and real MFI loans to households obtained by deflating the respective nominal index with HICP. Shaded areas delimit recessions as identified by the CEP Euro Area Business Cycle Dating Committee. The most recent observations are for Q1 2015.

Upturns in the house price cycle are, on average, stronger and longer-lasting than downturns. Looking at ten euro area countries from the first quarter of 1970 to the fourth quarter of 2014 (a sample dictated by the availability of the data), 37 major real house price increases and 43 major real house price decreases can be identified.⁴ On average, major upturns see real house prices grow by around 50% over a period of about five years, while major downturns are characterised by a smaller amplitude and shorter duration, decreasing by about 16% on average over a period of around three years. A subset of these major episodes includes outright boom-bust instances, which may last longer. Developments during major upturns and downturns can be used to derive benchmark paths against which to assess the latest downturns and upturns in euro area real house prices.

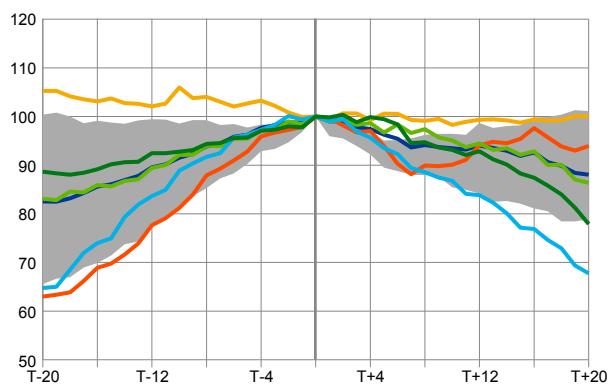
The fall in euro area real house prices after 2007 was broadly in line with historical patterns. This assessment can be gleaned by comparing developments in real house prices in the euro area and in selected countries around the most recent peak in euro area aggregate real house prices with a benchmark downturn path (see Chart 11). This benchmark path is derived on the basis of the aforementioned historical episodes, depicted by interquartile ranges of historical increases and decreases (i.e. abstracting from the extreme developments found in the upper and lower quartiles). The comparison points to significant country heterogeneity in post-peak house price developments. The decline was much more marked in countries which had also seen a much stronger house price boom preceding the peak (such as Spain) than in those which experienced more stable house prices both before and after the peak (such as Germany). As regards the credit cycle, real household loans

Chart 11

Real house prices around the 2007 peak

(indices, normalised to 100 at T=peak, with T=Q3 2007 for the euro area and euro area countries shown)

euro area	Italy
Germany	Spain
France	Netherlands



Sources: BIS, ECB, national sources and ECB calculations.

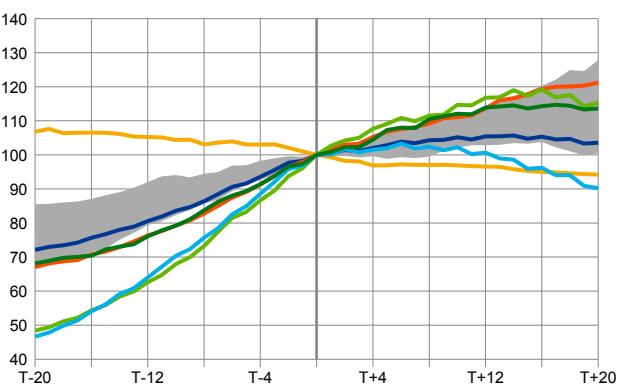
Notes: Grey area delimits interquartile range of developments around peaks for the sample considered (Q1 1970-Q4 2014).

Chart 12

Real MFI loans to households around the 2007 peak

(indices, normalised to 100 at T=peak, with T=Q3 2007 for the euro area and euro area countries shown)

euro area	Italy
Germany	Spain
France	Netherlands



Sources: BIS, ECB, national sources and ECB calculations.

Notes: Grey area delimits interquartile range of developments in real household loans around peaks of real house prices for the sample considered (Q1 1970-Q4 2014).

⁴ Identification of “major” house price cycles follows Claessens et al.: “What happens during recessions, crunches and busts?”, *Economic Policy*, Vol. 24, 2009, pp. 653-700. A quarterly version of the Bry-Boschan algorithm identifies local maxima (peaks) and minima (troughs) for peak-to-peak and trough-to-trough cycles that last at least five quarters and phases that last at least two quarters. Episodes of ongoing cyclical increases and decreases in real house prices, as well as those which lasted less than a year and those in the lower quartile (i.e. episodes characterised by minor changes) are excluded.

tend to stabilise or even increase for several quarters after the cycle for real house price peaks (see Chart 12). Marked heterogeneity also characterises the pattern of real household loan cycles by country along the latest euro area real house price peak. Overall, the fact that the latest downturn in euro area real house prices appears to be broadly in line with historical declines may lead to an expectation that the subsequent recovery is also likely to be in line with upturns in recent decades.

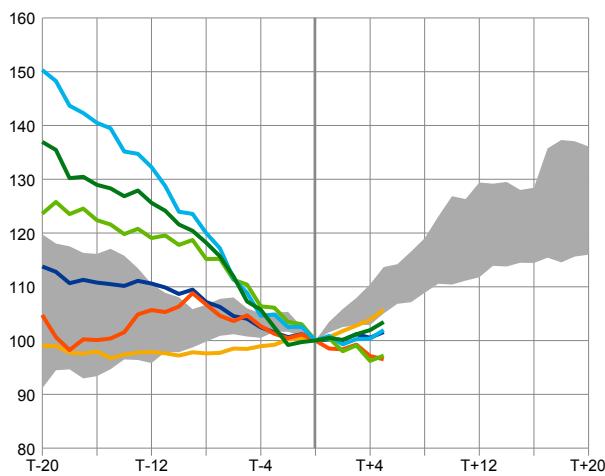
However, the current euro area real house price upturn has been somewhat weaker than the typical increase observed historically during the initial phase of the upturn. This also appears to be the case for most euro area countries (see Chart 13). Indeed, since the latest euro area trough in 2013, only some countries (such as Germany) have seen an upturn in real house prices, while in others (such as Spain and the Netherlands) there has only been a broad stabilisation followed by a mild increase in prices, or even a further decline (as in France and Italy). These different patterns reflect several factors, including the heterogeneous current state of the business cycle across countries and country-specific policy measures affecting housing and mortgage markets. As regards the credit cycle, real household loans appear to increase markedly both before and after real house price increases start (see Chart 14). As with recent real house price increases, the latest real household loan increases also appear to be weaker than during typical real house price upturns. This is also the case for most euro area countries. Thus, the most recent household loan developments only seem to have heralded, so far, relatively moderate increase in real house prices in the short to medium run.

Chart 13

Real house prices around the 2013 trough

(indices, normalised to 100 at T=trough, with T=Q4 2013 for the euro area and euro area countries shown)

euro area	Italy
Germany	Spain
France	Netherlands



Sources: BIS, ECB, national sources and ECB calculations.

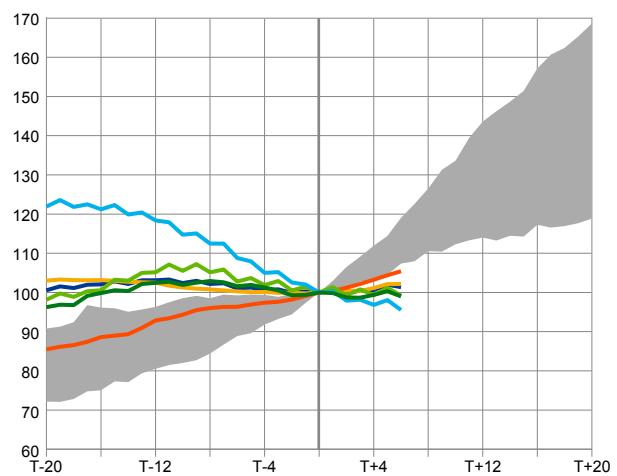
Notes: Grey area delimits interquartile range of developments in real house prices around troughs for the sample considered (Q1 1970-Q4 2014).

Chart 14

Real MFI loans to households around the 2013 trough

(indices, normalised to 100 at T=trough, with T=Q4 2013 for the euro area and euro area countries shown)

euro area	Italy
Germany	Spain
France	Netherlands



Sources: BIS, ECB, national sources and ECB calculations.

Notes: Grey area delimits interquartile range of developments in real household loans around troughs of real house prices for the sample considered (Q1 1970-Q4 2014).

Overall, the downward adjustment of euro area real house prices after 2007 and their recent recovery are in line with historical cyclical patterns. At the same time, this recovery seems to have been somewhat weaker than normal, which may be related to a relatively weaker credit cycle at the current juncture. The euro area house price and credit cycles also remain characterised by heterogeneity across countries. Such heterogeneity in the timing and strength of cyclical patterns may also reflect differences in structural features of housing and mortgage markets across countries (see Box 1).

Box 1

House price cycles and structural features of housing markets

Differences in the cyclical development of house prices across countries may reflect differences in structural characteristics. Such characteristics, or changes therein, can dampen or amplify the impact on house prices of variations in housing supply and demand conditions over the business cycle. This box discusses selected structural features that are of importance for housing markets in the euro area.

Empirical studies point to different categories of structural features that correlate with the variability of the house price cycle.⁵ The most prominent categories relate to parameters set by the fiscal and financial frameworks and to those that govern the responsiveness of housing supply to demand shocks. However, it is difficult to assess the precise impact of these parameters, as it typically depends on the combination of structural characteristics in place.

Examples of structural characteristics in the fiscal framework mainly include housing-related taxes and subsidies. For instance, everything else being equal, higher transaction taxes for buying property should dampen housing market activity and thereby also the house price cycle, but may be doing so less in the case of higher tax deductibility of the interest on the mortgage liability that typically comes with a property purchase. In around half the euro area countries, mortgage interest payments are eligible for some degree of tax deductibility, and recurrent property taxes are levied in almost all euro area countries.⁶ Property transaction taxes are charged in most countries, although there are some exceptions, such as Estonia, Slovakia and Lithuania. Changes to the fiscal treatment of housing have occurred in a number of countries in the most recent period, including Spain, Ireland, Portugal, Finland, Luxembourg, the Netherlands, Italy, Greece and Portugal, all of which increased property tax rates or restricted the degree of mortgage interest tax deductibility.

Examples of mortgage market characteristics relate to the general conditions under which loans for house purchase are taken up and granted. For instance, higher loan-to-value and loan-to-income ratios typically make house prices more sensitive to the business and credit cycles,

⁵ European Commission, "House price imbalances and structural features of housing markets", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 10, Issue 3, October 2011; and Tsatsaronis, K. and Zhu, H., "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence", *Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March 2004.

⁶ "Tax Reforms in EU Member States 2014. Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal Sustainability", *European Economy*, European Commission, Vol. 6, 2014; and "Possible Reforms of Real Estate Taxation: Criteria for Successful Policies", *European Economy*, European Commission, Occasional Papers, No 119, October 2012.

as households are less constrained by credit and income when purchasing houses. Acknowledging the various measurement problems associated with a typical loan-to-value ratio, data collected before the crisis show that relatively high ratios used to be observed in the Netherlands and France, whereas they were on the lower side in Italy and Germany.⁷ Also, the possibility of mortgage equity withdrawal may in general magnify the response of house prices to increased housing demand in a boom, as it tends to make housing investment even more attractive owing to its collateral services when house prices are anticipated to rise. However, in contrast to the United States, this possibility did not appear to be widespread in euro area countries in the past.

Examples of the structural characteristics of housing supply responsiveness relate mainly to zoning regulations and building approval processes. For instance, housing supply may be relatively inelastic in regions where geographical conditions or local land use regulations inhibit the development of urban land into residential property. If so, a rise in housing demand leads, all things being equal, to a larger increase in house prices than in regions where this additional housing can be supplied relatively quickly with respect to the conversion process for land and the required permits.⁸ This type of structural characteristic may be more important for urban than for rural areas.

In conclusion, there are a number of structural characteristics that can affect the amplitude and timing of the house price cycle. These characteristics have remained sufficiently diverse across euro area countries to account for heterogeneities in house price cycles across countries, even in cases where countries would face broadly similar macroeconomic conditions.

4

The implications of house price developments for the macroeconomy and financial stability

A recovery in house prices may have implications for both macroeconomic developments and financial stability.⁹ This reflects the inherent interlinkages between house prices, the real economy and the financial sector, as well as the multiple channels through which developments in house prices can influence the economic decisions of households and banks. However, as the current recovery of house prices is taking place in a low interest rate environment, it is important to weigh the positive impact on the macroeconomy and the financial sector against the associated potential risks to financial stability.

⁷ "Housing finance in the euro area", *Occasional Paper Series*, ECB, No 101, March 2009.

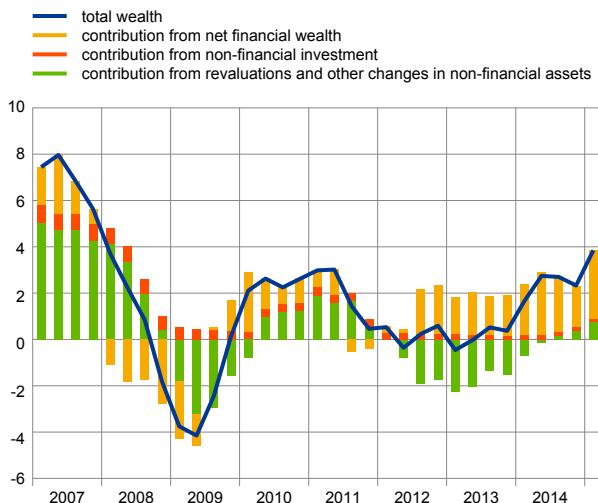
⁸ Saiz, A., "The Geographic Determinants of Housing Supply". *The Quarterly Journal of Economics*, August 2010, pp. 1253-1296; Gyourko, J., "Housing Supply", *Annual Review of Economics*, September 2009, pp. 295-318; Andrews, D., "Real House Prices in OECD Countries. The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors", *Organisation for Economic Cooperation and Development, Economics Department Working Papers* No 831; Catte, P., Girouard, N., Price, R. and André, C., "The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience", *Organisation for Economic Cooperation and Development, Economic Studies*, Vol. 38, 2004/1; and Glaeser, E., Gyourko, J. and Saiz, A., "Housing Supply and Housing Bubbles", *Journal of Urban Economics*, September 2008, pp. 198-217.

⁹ See, for example, "Structural factors in the EU housing markets", ECB, 2003; "Housing Finance in the euro area", *Structural Issues Report*, ECB, 2009; "House price developments in the euro area and the United States", *Monthly Bulletin*, ECB, November 2011; and Hartmann, P., "Real Estate Markets and Macro prudential Policy in Europe", *Journal of Money, Credit and Banking*, 2015.

Chart 15

Changes to household net worth in the euro area

(year-on-year percentage changes and percentage point contributions)



Sources: ECB and ECB calculations.

Note: Most recent observation is for Q1 2015.

The impact of house prices on the macroeconomy is typically felt via wealth and collateral effects on consumption, as well as incentive effects on housing investment. In fact, housing wealth in the euro area represents, on average, 37% of households' net worth. Thus, changes in house prices have a direct impact on households' net worth through holding gains/losses on existing non-financial assets, typically the most important source of changes in households' net worth (see Chart 15). A prolonged period of rising house prices, or the expectation that there will be one, could be perceived by households as a permanent increase in wealth, which, in turn, could lead to stronger consumption via a propensity to save less or borrow more, and thereby to higher economic growth.¹⁰ Box 2 discusses the macroeconomic effects of a housing demand shock in the euro area and the United States. Beyond wealth effects, higher house prices increase the value of the collateral against which households can borrow, and thus increase not only

their borrowing propensity, but also their borrowing capacity and, in turn, potentially their spending. From an investment perspective, rising house prices may lead to an increase in the demand for residential investment if the value of new dwellings increases relative to their construction costs (i.e. if the so-called Tobin's q for housing investment increases), thereby leading to higher profitability and increased incentives for new constructions. In this context, house prices, like other asset prices, represent a potentially important component in monetary policy transmission, to the extent that changes in interest rates and other (non-standard) monetary policy measures affect house prices, thereby influencing private consumption and residential investment via the aforementioned channels.

Box 2

Macroeconomic effects of housing demand shocks

This box compares the macroeconomic effects of house prices in the euro area with those in the United States¹¹. The analysis is based on a vector autoregressive model (VAR) that includes macroeconomic variables such as real GDP, consumer prices and the short-term interest rate, with house prices and real housing investment representing the housing sector. In this framework,

¹⁰ The magnitude of the positive effect on consumption from higher house prices is an empirical matter. However, several findings in the literature point to greater effects on consumption from housing wealth than from financial wealth, and to a greater impact in the United States than in the euro area.

¹¹ Results are obtained with an updated version of the model presented in Jarocinski, M. and Smets, F., "House prices and the stance of monetary policy", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, July 2008, pp. 339-366. The data in this analysis are quarterly and the sample is from Q1 1990 to Q4 2014. Four lags are included, as is the typical practice with quarterly data. The estimation is Bayesian, with standard priors for VARs. The role of the priors is to improve the econometric properties of the model, given that its size is large relative to the sample size. The priors used follow Sims, C. and Zha, T., "Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models", *International Economic Review*, 1998. By shrinking the coefficients, they overcome the overparameterisation of the VAR. A "loose" version of these priors is used.

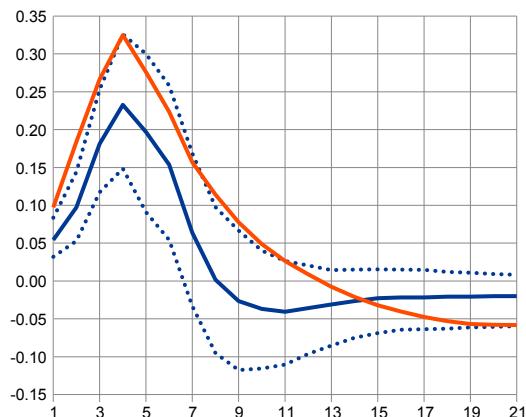
Chart

Impulse response to a housing demand shock in the euro area and the United States

(year-on-year percentage changes)

x axis: quarters after shock
y axis: percentage point impact

euro area
confidence intervals (euro area)
United States



Source: ECB simulations.

a housing demand shock is identified by assuming that it causes a positive co-movement between house prices and housing investment on impact. In this analysis, a shock is simulated by assuming that it corresponds to the size of one standard deviation, i.e. the shock of the standard size encountered in the sample period (Q1 1990-Q4 2014).

A housing demand shock raises real GDP growth in the euro area for about two years. After a housing demand shock, the impact on real GDP growth builds up to peak after four quarters at about 0.25 percentage point. The effect then diminishes and fades in approximately two years (see the chart).

The results for the euro area are broadly consistent with other findings. Estimations for industrialised countries provide evidence of significant responses from house price shocks

to real GDP.¹² Results for OECD countries¹³ show that, economically, housing demand shocks have small but significant impacts on real GDP. Empirical studies investigating the macroeconomic effects of house price shocks in the euro area are, however, rather scarce compared with the research focusing on specific countries, but tend to corroborate these findings, notwithstanding some differences in the magnitude and profile of the responses to the shocks.

The US economy responds to a housing demand shock in a similar way, but with a stronger magnitude¹⁴. The VAR results suggest that the responses to the shock estimated for the United States are somewhat stronger on impact and more prolonged compared with those in the euro area. One possible explanation for the difference between the euro area and the United States is the stronger housing collateral channel in the latter. Since housing is more common as a form of collateral for loans to households in the United States, borrowing has a tighter link to house prices. Therefore, changes in house prices should have a stronger impact on credit conditions and, consequently, consumption, investment and GDP growth.

¹² Interestingly, the effects of house price shocks do not become stronger in periods of house price booms. See Goodhart, C. and Hoffman, B., "House Prices, Money, Credit and the Macroeconomy", *Working Paper Series*, ECB, No 888, 2008. Their analysis is performed for 17 industrialised countries based on a fixed-effects panel VAR.

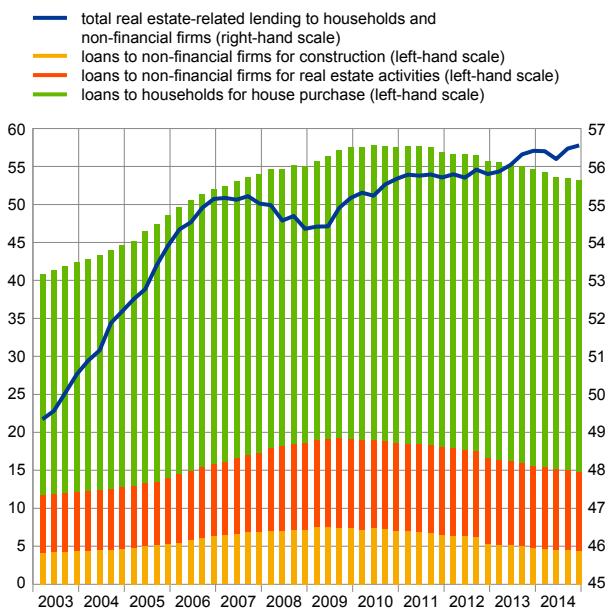
¹³ See Cardarelli, R., Monacelli, T., Rebucci, A. and Sala, L., "Housing finance, housing shocks and business cycle: VAR evidence from OECD countries", unpublished manuscript, 2008.

¹⁴ See Musso, A., Neri, S. and Stracca, L., "Housing, Consumption and Monetary Policy: How different are the US and the Euro Area?", *Working Paper Series*, ECB, No 1161, 2011.

Chart 16

Real estate-related loans of euro area MFIs

(percentage of GDP and percentage of total loans to households and non-financial corporations)



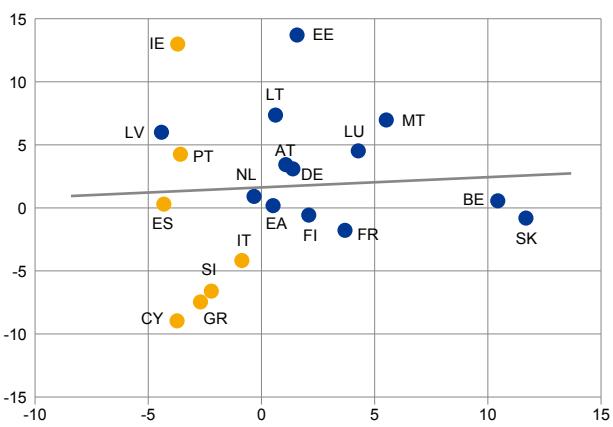
Source: ECB.

Note: Most recent observation is for Q4 2014.

Chart 17

House prices and loans to households in 2014

(year-on-year percentage changes, x-axis: loans to households, y-axis: house prices)



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: Bank lending data are adjusted for securitisation. Countries most affected by the financial crisis are Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus, Portugal and Slovenia and are depicted with a yellow dot.

The wealth and collateral aspects of house price developments also have an important bearing on the health of the financial sector.

This is reflected by the high importance of real estate-related lending relative to banks' balance sheets and overall economic output. In fact, as at the end of 2014, real estate-related loans to households and non-financial firms in the euro area accounted for nearly 57% of euro area banks' total loans to the non-financial private sector, some 17% of the euro area banking sector's total assets and 53% of euro area GDP, with loans to households for house purchase representing the largest share (see Chart 16). Banks typically decide on the volume of loans granted on the basis of borrowers' ability to service debts through income (i.e. loan-to-income ratios) and the value of the property used as collateral for the loan (i.e. loan-to-value ratios). Thus, the aforementioned positive wealth effects and underlying favourable changes in collateral values would translate into lower probabilities of default and losses given default. However, in the event of unsustainable property price developments, the financial sector may load risks onto its balance sheet, especially if house price developments not only have a bearing on the loan volume granted, but, more generally, also translate into laxer credit standards.

Positive effects of rising house prices on economic growth and the banking sector should thus be assessed against the related potential risks for financial stability.

In the current low interest rate environment, greater appetite for risk may have the potential to push up real estate prices to values that are not justified by their fundamental values, a development that could be amplified by herding behaviour by investors in an environment of over-optimistic beliefs. In fact, residential property markets have been at the heart of many previous episodes of financial distress once buoyant house price developments started to be accompanied by strong credit growth and leverage. However, there are currently few signs of the ongoing recovery in residential property markets translating into either widespread house price imbalances or rapid housing loan growth at the level of the euro area as a

whole or the respective national levels (see Chart 17), especially when compared with the situation prior to the crisis when most euro area countries recorded double-digit household loan growth. Any observed decoupling of loan growth from house prices in the current housing market recovery phase may reflect specific factors,

such as the presence of foreign buyers in certain (mainly high-priced) market segments, especially in some large cities, or the purchase of housing with cash. In this context, countries with stronger growth in average house prices in the past few years, such as Germany and Austria, show signs of regional buoyancy, where house prices may exceed their longer-term fundamental value.¹⁵

Macroprudential policies seem to be the most appropriate to mitigate real estate-related risks to financial stability, enabling granular and targeted policy action to be taken. The current very accommodative monetary conditions may not only stimulate economic risk-taking – necessary to ensure attainment of the price stability objective – but also lead to unintended side effects in the form of encouraging financial risk-taking.¹⁶ Against this background, there is a need to monitor risk-taking behaviour and, specifically, residential real estate price growth, particularly if they are accompanied by increased leverage, as such developments could amplify the risk of an abrupt residential property price correction. If these were to be widespread, they would lead to instability in the financial system, thereby hampering monetary policy transmission and, ultimately, price stability. Macroprudential policy, comprising a set of granular measures, provides the most appropriate instruments for mitigating risks to financial stability and containing systemic risks in order to support and complement monetary policy, which is geared towards fulfilling the ECB's price stability mandate.

Several euro area countries have implemented macroprudential real estate instruments since the beginning of 2014, or plan to do so. In fact, the new macroprudential toolkit offers national authorities numerous property-related instruments. In terms of their objectives, these instruments may help to alleviate future cyclical challenges by smoothing the credit cycle and to increase the resilience of banks to potential house price excesses. Instruments targeting banks work via regulatory capital requirements, either directly (by imposing higher capital requirements) or indirectly (by targeting variables which affect capital requirements for real estate exposures). In this context, Belgium, for example, has decided to adjust risk weights under the Capital Requirements Regulation and Capital Requirements Directive IV, which has been in force since 1 January 2014. Instruments targeting borrowers work directly on the terms and conditions of the loans by making the volume of the loan granted dependent on the value of the underlying property or the debt-servicing capacity of the borrower.¹⁷ Some countries have opted to introduce or adjust loan-to-value caps (e.g. Estonia, Ireland and the Netherlands), as well as loan-to-income (e.g. Ireland) or debt service-to-income (e.g. Estonia and Lithuania) limits under national legislation.

¹⁵ See the February 2015 issue of the Deutsche Bundesbank's Monthly Report and Schneider, M., Wagner, K., and Waschiczek, W., *The OeNB property market monitor*, April 2015. These studies suggest that prices in German cities in 2014 could have been overvalued by between 10% and 20%, and prices in Vienna at the end of 2014 by 19%.

¹⁶ For a more detailed discussion, see the box entitled "Accommodative monetary policy and euro area financial stability", *Financial Stability Review*, May 2015.

¹⁷ For a more detailed description of macroprudential real estate instruments, see the ESRB Handbook on Operationalising Macro-Prudential Policy in the Banking sector, March 2014, pp. 49-76.

5 Conclusions

The ongoing upturn in euro area house prices appears to be sustainable.

However, it seems that the current recovery is weaker than the typical increase observed historically during the initial phase of an upturn in house prices after a trough, and that it has not so far been accompanied by a significant increase in euro area real household loans. The ongoing recovery in house prices should be further supported by improving prospects for households' income and employment, as well as favourable financing conditions. The prevailing low interest rate environment and its implications on yields will play an important role in this.

Substantial corrections in earlier house price imbalances have taken place in several euro area countries. Since 2007, when the downturn for euro area house prices started, the large heterogeneity in house price dynamics reflected, among other things, country-specific boom-bust cycles, demand and supply conditions, and structural factors. Housing markets in countries which have already corrected previous excesses in house price growth are likely to benefit more from the current favourable environment in terms of low interest rates and improving macroeconomic conditions, and vice versa.

Risks to financial stability appear to be limited at the current juncture, not least as the ongoing recovery in house prices has not translated into rapid credit growth so far. The new macroprudential toolkit has allowed several countries to take steps to rein in any potential house price and credit exuberance, with the numerous property-related instruments boding well for the alleviation of any future cyclical challenges, while also helping to increase the resilience of banks and their borrowers.

The fiscal impact of financial sector support during the crisis

During the financial crisis, most euro area governments provided financial assistance to ailing financial institutions with the aim of safeguarding financial stability and preventing a credit crunch. Over the period 2008-14 accumulated gross financial sector assistance amounted to 8% of euro area GDP, of which 3.3% has been recovered. The fiscal costs of the assistance to financial institutions are comparable to those of other systemic banking crises in the past, as they led to a deterioration in the euro area budget balance and debt by a cumulated 1.8% and 4.8% of GDP respectively. However, on average the measures account for a relatively small part of the overall strong increase in general government debt since the outbreak of the crisis. At the same time, outstanding government guarantees (amounting to 2.7% of euro area GDP at the end of 2014) and further potential losses of asset management vehicles to which impaired assets had been transferred still pose additional fiscal risks to governments. Looking ahead, it is important both to reduce the likelihood of financial institutions facing severe balance sheet problems by enhancing bank capital, banking regulation and supervision, and to promote bank resolution policies that include private sector involvement, thereby protecting taxpayers. In this sense, the recent steps towards a genuine European banking union are encouraging and should not only help to prevent and/or resolve future banking crises in the euro area, but also to reduce their potential fiscal impact on government deficits and debt.

1 Introduction

Since the outbreak of the financial crisis, most euro area governments have provided substantial financial assistance to financial institutions with the aim of safeguarding financial stability and preventing a credit crunch. These measures contributed to the increase in euro area general government debt, which rose by 27 percentage points between 2008 and the end of 2014, when it stood at 92% of GDP. The direct net fiscal costs of financial sector assistance (less than 5% of GDP) were only one factor explaining the overall sharp rise in government debt in the euro area. Yet they played a much more important role in a number of euro area countries. A preliminary assessment of the fiscal impact of financial sector support was provided at an early stage of the financial crisis.¹ Given that further support has been provided since then and in view of the gradual recovery of the euro area financial sector and the recent reforms supporting the prevention of banking crises, it is now a good time to reassess the fiscal costs of financial sector support.

¹ See for example "The impact of government support to the banking sector on euro area public finances", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2009; van Riet, A. (ed.), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, No 109, ECB, 2010; and Stolz, S. and Wedow, M., "Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", *Occasional Paper Series*, No 117, ECB, 2010.

This article addresses the following questions: First, which financial assistance measures have been used? Second, how costly were the financial sector assistance measures for taxpayers, how much of the costs have been recovered to date and how much have the measures contributed to the sharp increase in government debt? Third, what are the remaining fiscal risks related to financial sector support? In addressing these questions, the article provides a detailed overview of the government measures to assist financial institutions since the beginning of the crisis.² Compared with other systemic banking crises in advanced economies, the direct fiscal costs of financial assistance measures in the euro area are of a similar magnitude, while the overall increase in general government debt is considerably larger. However, the estimated fiscal costs of government intervention in the banking sector vary substantially across studies depending on the methodology used for their derivation and the definition of fiscal costs. This article mainly follows the bottom-up approach which sums up all of the government measures related to the financial crisis, although some of these measures may be difficult to quantify, especially if they were carried out by entities classified outside the general government sector.³ The article focuses on government measures to support the financial sector and does not look at the central bank liquidity measures adopted during the financial crisis.⁴

The article is structured as follows: Section 2 looks at the support measures used by euro area governments over the period 2008–14, with a particular focus on asset acquisitions and capital transfers. Section 3 assesses their fiscal impact on budget balances and general government debt and discusses the recovery rates on acquired assets. Section 4 outlines the remaining fiscal risks related to government guarantees and asset management vehicles. The article ends with some policy conclusions in Section 5.

2

Financial sector assistance measures

Most euro area governments have supported the financial sector with a set of measures, notwithstanding considerable differences across countries and changes over time. For example, governments supported financial institutions by purchasing their illiquid financial assets and by providing them with direct loans. The acquired assets included equities, debt securities and other assets, which

² The analysis is based on data compiled by the Working Group on Government Finance Statistics of the European System of Central Banks (ESCB). The statistical framework is described in more detail in Maurer, H. and Grussenmeyer, P., “Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact”, *Statistics Working Paper Series*, No 7, ECB, 2015.

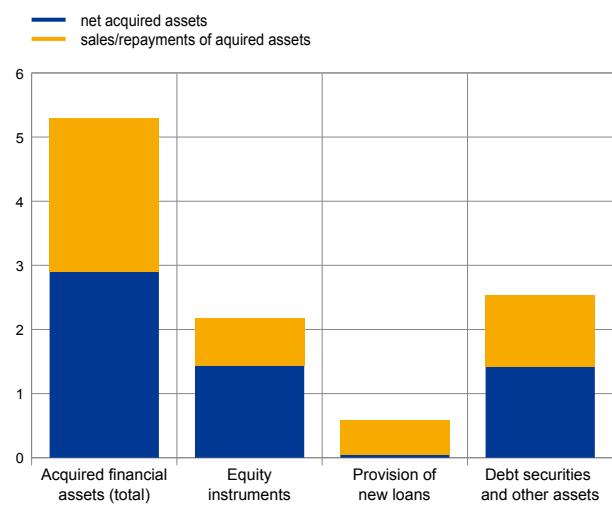
³ In the literature, there are two main approaches to estimating the fiscal costs of financial sector support (see also ECB, 2009, op. cit.). First, the bottom-up approach sums up all of the government interventions; see for example Laeven, L. and Valencia, F., “Systemic banking crises database: an update”, *Working Paper Series*, No 163, IMF, 2012. Second, the top-down approach assumes that changes in the government debt-to-GDP ratio since the crisis are related to the financial crisis, although this approach also includes debt changes which are unrelated to financial sector support. This approach is followed inter alia by Reinhart, C. and Rogoff, K., “Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes”, *American Economic Review*, Vol. 104(5), 2014, pp. 50–55.

⁴ Central bank liquidity measures are discussed, for example, in “The ECB’s non-standard measures – impact and phasing-out”, *Monthly Bulletin*, ECB, July 2011; “The ECB’s response to the financial crisis”, *Monthly Bulletin*, ECB, October 2010; and “The implementation of monetary policy since August 2007”, *Monthly Bulletin*, ECB, July 2009.

governments exchanged against cash or other collateral at their market value. Sometimes governments had to inject capital into ailing financial institutions by acquiring assets well above their market value. These recapitalisations aimed to cover the banks' accumulated losses and eventually resulted in government losses. Some governments were also forced to nationalise (systemic) banks. Moreover, some of the impaired assets were acquired by newly created asset management vehicles. In exchange for the transferred assets, financial institutions were provided with cash and/or bonds issued by the vehicles usually enjoying a state guarantee. Governments also provided explicit guarantees to financial institutions, such as time-restricted guarantees for interbank loans or bonds, and raised the coverage threshold for guaranteed bank deposits. Furthermore, the higher government debt resulting from most of these interventions led to indirect fiscal costs in the form of additional interest payments. At the same time, government interventions also implied indirect revenues in the form of fees for guarantees granted, dividends on acquired equity and interest receipts on the loans provided and debt securities bought.

Chart 1 Assets acquired over the period 2008-14

(percentages of 2014 GDP)



Source: ESCB.

Note: The sum of the net acquired assets (blue) and the sales/repayments (yellow) corresponds to the gross amount of the respective acquired assets.

Among the measures mentioned above, the acquisition of financial assets was used by euro area governments in particular in the early years of the financial crisis. Between 2008 and 2014 governments acquired financial assets in an amount of 5.3% of euro area GDP in gross terms (see Chart 1), two-thirds of which were purchased in the first three years of the crisis. When taking into account the fact that part of the assets has in the meantime been divested without losses, the net acquired assets amounted to 2.9% of GDP in 2014. Among the acquired assets, debt securities and equities together accounted for the bulk (around 90%) of the acquired assets, while new loans were used to a much lower degree over the period 2008-14. The net acquisition of financial assets was particularly pronounced in Germany, Ireland, Greece, Cyprus, Luxembourg, Portugal and Slovenia, with acquisitions being well above 5% of GDP (see column (A) of Table 2).

Moreover, euro area governments supported distressed financial institutions via capital transfers. Besides financial assets purchased at above-market prices, capital transfers reflected called government guarantees and other types of debt assumption. Capital transfers amounted to 2.1% of GDP over the period 2008-14. These deficit-increasing capital transfers played a role in particular in Ireland (above 25% of GDP), Greece, Cyprus and Slovenia, while in other countries their extent was more limited (see column (C) of Table 2).

3

Fiscal impact of financial assistance measures

General government debt in the euro area increased from 65% of GDP in early 2008 to 92% of GDP at the end of 2014. Only a relatively small part of this rise in government debt, which was particularly pronounced in the first years of the financial crisis, was driven by the support provided by euro area governments to ailing financial institutions in order to secure financial stability, although for some individual countries the impact on government debt was substantial. To better understand how government finances were affected by the financial crisis in general and by financial sector support interventions in particular, it is useful to decompose the government debt increase into its main driving factors (see Chart 2).

Chart 2

Change in government gross debt and its drivers

(percentages of GDP)

- change in government debt
- primary balance (-)
- interest rate-growth differential
- deficit-debt adjustment



Sources: Eurostat and ECB.

Notes: Deficit-debt adjustment is the difference between the government deficit and the change in government debt. For more details, see "From government deficit to debt: bridging the gap", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2007.

First, the debt-increasing impact of a positive interest rate-growth differential, which captures the difference between the interest rate paid to service government debt and the growth rate of the economy, was particularly strong in the early years of the crisis, following the cyclical downturn in the euro area triggered by the financial crisis. More recently, as a consequence of low interest rates and a cyclical recovery, its relative importance has started to decline.

Second, the rise in government debt was also driven by a sharp deterioration of the primary balance. This was inter alia the result of higher primary expenditure, reflecting the role of automatic stabilisers, such as higher unemployment benefits, as well as discretionary fiscal policy measures. The latter also

include part of the financial sector assistance measures, in particular the costs of capital transfers to cover accumulated losses of ailing banks. Moreover, lower government revenues following the cyclical downturn and the rebalancing process also contributed to the worsening of the primary balance via so-called second-round effects, as the decline in employment, corporate profits and asset values, triggered by the financial crisis, resulted in lower revenues.

Third, the debt increase was driven by deficit-debt adjustments. These had several causes. Among them are those financial sector support measures that did not affect the primary balance, but did affect general government debt, such as governments' acquisition of equities at market prices or the provision of government loans to the financial sector. As the governments acquired assets, these measures resulted in an increase in gross debt, while net debt remained largely unaffected. Deficit-debt adjustments were particularly pronounced until 2010 for the euro area as a whole.

To quantify the impact of the financial sector assistance measures on the government accounts, it is necessary to look at the individual transactions and the financing requirements resulting from them. Depending on the nature and the magnitude of the assistance measures, government finances are affected differently (see Table 1).

Table 1

Accounting framework for general government assistance to the financial sector

	Examples	Impact on general government debt	Impact on fiscal balance
Direct impact of interventions			
Acquisition of financial assets	Acquisition of equities (market price)	↑	0
	Acquisition of other assets, e.g. debt securities	↑	0
	Provision of loans	↑	0
	Sales of shares	↓	0
	Repayments of loans	↓	0
Capital transfers to banks	Acquisition of financial assets above market price	↑	↑
	Capital injections covering bank losses	↑	↑
	Debt assumptions	↑	↑
	Called government guarantees	↑	↑
Indirect impact of interventions			
Miscellaneous revenues and expenditures	Guarantee fees	↓	↓
	Dividends	↓	↓
	Interest payable/ receivable	↑↓	↑↓
Reclassification of entities and other flows (without transactions)			
Entities reclassified from financial sector to general government	Liabilities of entities (i.e. the non-consolidated liabilities)	↑	0
	Assets of entities (i.e. only the consolidated assets)	(↓)	0
Provision of guarantees			
Government guarantees	Guarantees on liabilities (contingent liabilities)	0	0
	Guarantees on assets	0	0

Source: ESCB.

- While all instruments, except for outstanding government guarantees, increase government debt, most of them do not affect the budget balance (see Table 1). In particular, net acquisitions of financial assets by governments, including equities, loans and debt securities at market prices, are debt-increasing.
- Acquisitions of financial assets usually only affect gross government debt, while net government debt remains broadly unchanged.
- By contrast, all financial sector support measures that include an irreversible annual expenditure for the government are recorded in the cumulated budget balance (see Table 1 and column (B) of Table 2). They include capital transfers, such as the debt of banks taken over by the government, called government guarantees, financial assets purchased at above-market prices and deficit-increasing capital injections into banks to cover past losses. In addition, the general government budget balance is also affected by revenues that are linked to financial support transactions, such as fees received by governments for granting guarantees, dividends from acquired equities as well as interest received on financial instruments acquired. The sum of the net acquisition of

financial assets and the cumulated impact on the budget balance represents the government's net fiscal costs of the financial assistance measure (see Table 2).

- The reclassification of entities from the financial sector to the general government sector (notably in the case of bank nationalisations) increases government debt.
- The provision of government guarantees has no direct impact on public finances, unless the guarantees are called.

Financial assistance measures led to a worsening of the euro area budget balance by a cumulated 1.8% of GDP between 2008 and 2014. How their impact on government accounts is treated in the Stability and Growth Pact is described in the box later in this article. The impact on the budget balance differed considerably across countries. The deficit impact was particularly strong in Ireland, where it led to a cumulated worsening of the budget balance of almost 25% of GDP (see Table 2). The budget balances of Greece, Cyprus and Slovenia were also substantially affected by the support measures, with a cumulated deficit impact of between 8% and 13% of GDP during 2008–14. In most other countries, the cumulated deficit impact was more limited, ranging from 0.4% of GDP in Belgium to 4.4% of GDP in Spain. For France, Italy and Luxembourg, the cumulated revenues from financial assistance measures even slightly exceeded the expenditures.

Table 2
Fiscal impact of financial sector support over the period 2008–14

(percentages of 2014 GDP)

	Net fiscal costs			(end of 2014) (D)	Memo item: Change in government debt (2008–14)
	Total (A)+(B)	Net acquisitions of financial assets (A)	Cumulated impact on budget balance (deficit (+), surplus (-))		
			total (B)		
BE	3.7	3.3	0.4	1.1	4.6
DE	8.0	6.7	1.3	1.8	8.2
IE	31.1	7.0	24.1	25.7	22.6
GR	22.1	9.6	12.5	14.9	22.2
ES	5.0	0.6	4.4	4.8	5.0
FR	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.1
IT	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1
CY	18.8	10.3	8.5	9.1	19.4
LV	5.2	1.9	3.3	3.3	5.5
LT	1.3	0.2	1.1	0.9	0.9
LU	5.5	5.6	-0.1	0.1	5.3
NL	4.8	4.1	0.7	0.7	5.5
AT	3.5	0.4	3.1	3.6	8.4
PT	11.3	8.4	2.9	2.6	11.0
SI	18.1	6.1	12.0	11.5	18.2
EA	4.7	2.9	1.8	2.1	4.8

Sources: ESCB and Eurostat.

Notes: Estonia, Malta, Slovakia and Finland are not included in the table as no financial support was provided to the financial sector. The difference between the cumulated budget balance (B) and capital transfers (C) includes net miscellaneous financing costs or revenues, such as fees on guarantees, dividends, and interest payable or receivable linked to acquired financial instruments. As regards column (D), in comparison to the net fiscal costs, the excessive deficit procedure (EDP) debt impact also includes the impact of reclassifications of financial entities (e.g. a bad bank) inside the government (without transactions), other flows and financial transactions not recorded in EDP debt.

General government debt in the euro area increased by 4.8% of GDP over the period from 2008 to 2014 owing to financial sector assistance. The impact on government debt resulted from the sum of the net fiscal costs of financial sector support (4.7% of GDP) and the impact of reclassifications and other flows (0.1% of GDP).⁵ The debt increase as a result of financial sector support corresponds to less than one-fifth of the increase in government debt over the same period (see Table 2). The debt impact of financial sector support varied considerably across countries. Financial sector support led to a substantial increase in government debt of around 20% of GDP in Ireland, Greece, Cyprus and Slovenia. It also had a high impact in Germany, especially owing to measures taken at the onset of the crisis, and in Austria and Portugal, mainly as a result of more recent interventions. By contrast, government debt in Italy and France was hardly affected by financial sector support.

Compared with past financial crises in advanced economies, the deterioration in euro area government finances was worse, despite a similar amount of financial sector assistance. According to a recent study from the International Monetary Fund (IMF), which measured the fiscal costs of 60 systemic banking crises between 1970 and 2011, the median increase in overall government debt was around 12% of GDP, of which 7 percentage points were accounted for by the direct fiscal costs of financial sector support.⁶ Regarding the recent crisis (2007–11), the IMF analysis looks at a sample of 25 systemic banking crises, mainly involving advanced economies. The median increase in government debt was 18% of GDP, of which 4.2 percentage points were due to direct fiscal costs, compared with an increase in government debt for the euro area of almost 22% of GDP, of which only 4.6 percentage points were explained by direct financial sector support. These differences suggest that the indirect macroeconomic costs of the financial crisis in the euro area have been even more pronounced compared with previous systemic banking crises.

The recovery rates, which represent the share of acquired assets which governments were able to successfully dispose of, are improving, but are still relatively low by historical standards. Recovery rates are derived from the difference between the acquired financial assets in gross terms and the assets in net terms. Up to now, eight years after the crisis started, only a small fraction of the fiscal costs of the euro area has been recovered (see Chart 3). Out of 8% of GDP of accumulated gross financial sector assistance measures,⁷ which corresponds to €800 billion, 3.3% of GDP has been recovered through sales of acquired assets and other miscellaneous revenues derived from the assets acquired and the guarantees granted (e.g. dividends, fees, interest receipts). This corresponds to a recovery rate

⁵ While the difference is usually very small, there are some exceptions. For example, in Ireland, some financial assistance measures have been financed through the disposal of assets held by government pension funds.

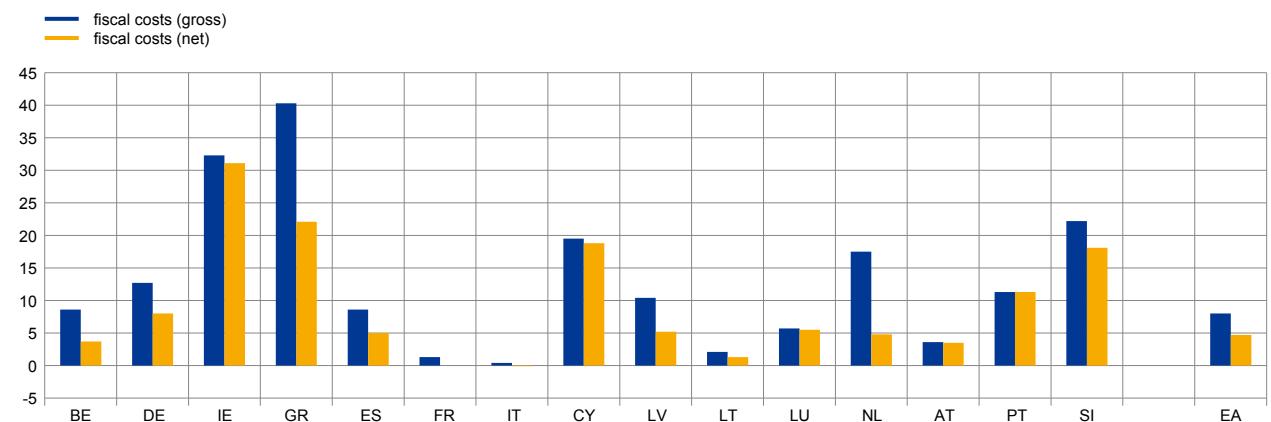
⁶ See “From Banking to Sovereign Stress – Implications for Public Debt”, IMF, 2015, which analyses how certain country and banking sector characteristics impact the fiscal costs of banking crises.

⁷ To get an idea of governments’ financial exposure arising from financial sector support, the net fiscal costs have to be supplemented by the amount of outstanding government guarantees and include the indirect revenues. In the literature, however, it is sometimes argued that gross fiscal costs (which encompass recovered assets) are a better metric to reflect the taxpayers’ money spent at the time of the support. This indicator could also serve as a basis for determining the financial buffers needed for government assistance in the context of possible future crises (see for example Laeven, L. and Valencia, F., op.cit.).

Chart 3

Fiscal costs and recovery rates over the period 2008-14

(percentages of 2014 GDP)



Sources: ESCB and Eurostat.

Notes: Estonia, Malta, Slovakia and Finland are not included in the chart as no financial sector support was provided in these countries. As regards Greece, see also footnote 9. The recovery rate is the difference between the acquired financial assets in gross and net terms.

of slightly more than 40% of gross fiscal costs, which is relatively low by international comparison. For example, Sweden was able to recover almost 95% of its budgetary outlays five years after the crisis in 1991.⁸ The recovery rates to date are particularly low in Ireland, Cyprus and Portugal, while they are relatively high in the Netherlands.⁹

The recovery rates, however, differ for different types of acquired assets.

Looking at the different instruments, most (92%) of the loans provided to banks had been paid back by the end of 2014 (see Chart 1). By contrast, governments still hold a large share of the acquired debt securities and equities, although they were able to sell 43% of the debt securities and 34% of the equities by end-2014. Consequently, the accumulated net acquisition of both debt securities and equities amounted to 1.4% of GDP by the end of 2014.

At the same time, the recovery rates also need to be carefully analysed, together with the accumulated losses related to the assistance measures. In fact, a low recovery rate might be due to very different scenarios and does not necessarily indicate high accumulated losses. For example, a limited recovery rate could indicate, in the best case, that a government retains ownership of a well-performing bank which would generate substantial gains in the event of a subsequent privatisation. In the worst case, a limited recovery rate could indicate that the interventions led to major irreversible losses, as in the case of Cyprus, with a holding loss for the government on equity instruments amounting to 10.5% of GDP owing to the restructuring of one of its largest banks. For the period 2008-14 the accumulated losses on average for the euro area amounted to 1.8% of GDP, thus indicating that almost 25% of the gross fiscal needs are currently accounted for as a loss which cannot be recovered.

⁸ See also Table 1 in ECB, July 2009, op. cit.

⁹ With regard to Greece, the substantial difference between gross and net fiscal costs is mainly explained by the following facts. Until 2012 the Hellenic Financial Stability Fund provided loans to the Greek banking system. These loans were subsequently used to bridge the time until recapitalisations in the form of equity acquisitions could take place (2013). Although this basically represents a shift in instruments, the gross fiscal costs include both loans and recapitalisations, while the net fiscal costs are adjusted for the loans cancelled after recapitalisations.

Box

Treatment of financial sector support in the Stability and Growth Pact

In the Stability and Growth Pact (SGP), financial sector support is treated in a special manner given its importance for safeguarding financial stability. At times of severe banking problems, Member States are generally not required to compensate for the fiscal costs arising from financial sector support, provided the measures are of a temporary nature.¹⁰ Given that the fiscal costs to secure financial stability are largely beyond the control of governments, this seems broadly justified. In fact, it is important that the SGP does not provide disincentives to effective public backstops. A similar approach has also been taken in the EU-IMF adjustment programmes, in which nominal fiscal targets are set explicitly by excluding the impact of financial sector support on the deficit.

Under the preventive arm of the SGP, capital injections are excluded from the calculation of the structural effort, provided they are temporary. The structural effort is the main indicator under the preventive arm to assess whether the adjustment path towards the medium-term objective (MTO) is fulfilled. The structural effort is calculated based on the change in the structural balance, which excludes temporary and one-off measures such as capital injections.

Under the corrective arm of the SGP, an excessive deficit procedure (EDP) may not be opened in the case of financial sector support. If a Member State were to be temporarily in breach of the deficit criterion as a result of financial sector support, but the deficit would remain close to 3% of GDP (i.e. not more than 0.5% of GDP above the reference rate), opening an EDP can be avoided. Likewise for the debt, when non-compliance with the debt reduction benchmark results from financial sector support, a debt-based EDP will not be opened. In both cases, financial sector support measures (including contingent liabilities) are accounted for as relevant factors, as under the debt-based EDP assessments for Belgium and Italy published in February 2015.

In addition, financial sector support would not lead to the stepping-up of an existing EDP. Compliance with the EDP requirements is assessed based on the structural effort, which excludes temporary and one-off measures. Thus, Member States providing financial sector support are not forced to make additional fiscal consolidation efforts, provided that the necessary structural efforts are made. For example, in the context of the 2013 extension of the EDP deadline for Slovenia, the Council recommendation also referred to deficit targets, netting out the expected fiscal costs of financial sector support. Moreover, if a country is not able to correct its excessive deficit by the agreed deadline as a result of financial sector support, the procedure will not be stepped up. Instead, the abrogation of the procedure would be delayed for some time (usually one year). However, when deciding on the abrogation of an EDP, the decision is based on the nominal (headline) deficit, which is not adjusted for financial sector support.

¹⁰ See the box entitled “The fiscal implications of financial sector support”, *Monthly Bulletin*, ECB, June 2013.

4

Fiscal risks related to government interventions in financial institutions

In addition to the above-mentioned fiscal costs, financial sector support can entail significant broader fiscal risks. If one were to include the amount of explicit contingent liabilities related to government guarantees granted to financial institutions, which have no immediate direct impact on government finances but pose a potential fiscal risk should they be called, the government's exposure would be much higher.¹¹ Moreover, governments also provided implicit guarantees to financial institutions, partly motivated by the too-big-to-fail argument and in order to avoid spillover effects. However, these implicit guarantees are difficult to quantify and are therefore not discussed further in this article.

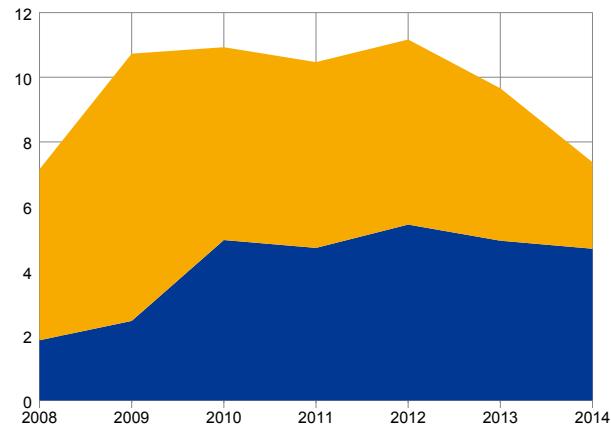
At the outbreak of the financial crisis, many euro area governments provided explicit guarantees to financial institutions to support financial stability. Most explicit government guarantees were granted to ailing financial institutions for different kinds of liabilities and assets, such as issued bonds, interbank deposits, senior unsecured debt, asset-backed securities and dated subordinated debt. Furthermore, in a few cases, for example in Ireland, Spain and France, government guarantees were also granted for the financing of asset management vehicles (on average these amounted to about 20% of outstanding government guarantees at the end of 2014). Explicit guarantees were mainly granted in the early years of the crisis. The level of government guarantees granted, expressed in terms of GDP, exceeded the net fiscal costs of financial sector support until 2012 (see Chart 4). Government guarantees in the euro area peaked at almost 8% of GDP in 2009 (excluding government guarantees on retail deposits) and declined to 2.7% of GDP by the end of 2014.

Chart 4

Financial exposure of governments arising from interventions in financial institutions

(percentages of GDP)

— net fiscal costs
— government guarantees



Source: ESCB.

Notes: The financial exposure of governments arising from interventions in financial institutions comprises the financial assistance measures recorded under direct net fiscal costs and the amount of outstanding government guarantees. Government guarantees and net fiscal costs are expressed as a percentage of annual GDP. Government guarantees do not include deposit insurance schemes.

of government guarantees granted, expressed in terms of GDP, exceeded the net fiscal costs of financial sector support until 2012 (see Chart 4). Government guarantees in the euro area peaked at almost 8% of GDP in 2009 (excluding government guarantees on retail deposits) and declined to 2.7% of GDP by the end of 2014.

Since 2012 the amount of outstanding government guarantees has declined strongly. This can be explained by three factors. First, a large share of guarantees has expired since then and, because financial stability has been re-established, it was not necessary to prolong them. There were no or only limited new guarantees granted to financial institutions in 2014. Second, in a few cases guarantees were called and the amounts were then recorded as general government debt. Third, some financial entities to which governments granted guarantees were recently reclassified inside the general government. This implied that the liabilities of the reclassified entities became part

¹¹ The immediate direct impact of state guarantees on government finances relates to the collection of fees that financial institutions usually have to pay in exchange for the state guarantee, which results in government revenues. However, the collected fees have been rather limited for most countries. For the euro area, they amounted to an annual average of less than 0.05% of GDP during 2008-14.

of general government debt, while the amount of government guarantees to these entities declined accordingly.

While most euro area countries provided explicit government guarantees, their outstanding amount varied across countries. By far the highest level of government guarantees in terms of GDP was observed in Ireland, which peaked at 190% of GDP in 2008, but substantially declined thereafter to around 13% of GDP by the end of 2014 (see Table 3). Government guarantees at end-2014 were still sizeable in Greece and to a lower degree in Belgium, while they had been almost fully phased out in the Netherlands and Austria. For the latter, the decrease in guarantees is explained by the fact that one financial institution is now classified inside the general government, which implies that the respective government guarantees are no longer recorded, whereas gross government debt has increased by the amount of the outstanding liabilities of this entity.

Table 3
Outstanding government guarantees

	Peak amount		End of 2014
	Percentage of GDP	Year	
BE	15.4	(2009)	9.3
DE	5.5	(2009)	0.8
IE	190.0	(2008)	12.9
GR	37.9	(2011)	28.5
ES	9.9	(2012)	5.2
FR	4.7	(2009)	2.2
IT	5.3	(2012)	1.4
CY	16.9	(2010)	5.7
LV	2.8	(2009)	0.2
LU	4.8	(2013)	4.6
NL	12.1	(2009)	0.0
AT	5.0	(2009)	0.0
PT	9.5	(2012)	3.6
SI	5.9	(2010)	0.3
EA	7.6	(2009)	2.7

Sources: ESCB and Eurostat.

Notes: Estonia, Lithuania, Malta, Slovakia and Finland are not included in the table as they did not provide government guarantees to financial institutions. The outstanding government guarantees do not include the guarantees on retail deposits and state guarantees for emergency liquidity assistance. The latter do not fall within the scope of the statistics on government guarantees

Several countries have experienced losses on government guarantees that were called. While for the euro area as a whole, the share of called guarantees seems to be rather limited, amounting to roughly 0.3% of total outstanding guarantees (less than 0.01% of GDP) in 2014, this figure might be somewhat misleading. In particular in cases of major restructuring of financial institutions, to which government guarantees were granted, the outstanding government guarantees decreased through the purchase of impaired assets previously guaranteed. In this respect, estimates of default probabilities can help form a view of the risk of government guarantees being called.¹²

¹² See “Fiscal implications of the global economic and financial crisis”, *Occasional Paper Series*, No 269, IMF, 2009. Based on the estimation of the expected default frequency-implied credit default swap spreads, using November 2008 market data, outlays from state guarantees were estimated to be in the order of 1-3% of GDP in cumulative terms for 2009-13 for advanced economies.

In addition, many countries lifted the coverage threshold of their deposit insurance schemes. At the beginning of the crisis, the coverage of the national schemes was increased to a minimum level of €50,000 per depositor per bank. This threshold was then further raised to €100,000 as part of the revisions to the EU Directive on deposit guarantee schemes, which also led to the banks – rather than governments – having to cover the insurance. In contrast to the explicit guarantees provided for financial institutions' assets, the deposit guarantee schemes are not time-restricted. Thus, they do not phase out unless it is decided to lower the threshold covered by the insurance. If claims were to be made, they would in the first instance be covered by the insurance, so the impact on budget balances would likely be limited.

Moreover, government guarantees might imply higher fiscal costs in the long run as they could, like other financial sector interventions, create adverse incentives for financial institutions. In fact, those institutions benefiting from government guarantees and other interventions might be inclined to take more risks or postpone a speedy repair of their balance sheets (see IMF, 2015, op. cit.). Moreover, government guarantees might not be fully credible, in particular if they are sizeable while the country's fiscal space is limited, in which case governments would be unable to pay if the guarantees were to be called.¹³ Credibility concerns, however, would make the resolution potentially more costly, as they would increase the likelihood of guarantees being called and the need for further measures in support of the financial sector. Thus, although government guarantees have almost no immediate direct impact on government finances, they might in the end result in higher direct fiscal costs.

Fiscal risks also relate to the newly created asset management vehicles for which fiscal costs could turn out higher than expected. More than half of the euro area countries created such vehicles in order to relieve the balance sheets of financial institutions by transferring impaired assets to these new entities at a reduced book value. Generally, asset management vehicles can be seen as an effective means for dealing with non-performing loans.¹⁴ However, the potential fiscal risks related to asset management vehicles vary considerably across countries, depending on their specific characteristics in terms of government ownership, governments' responsibilities in case of losses and the underlying financing strategy of the entities.¹⁵ In particular when asset management vehicles are classified within the general government sector, all their liabilities are part of general government debt, as for example in the case of the BAMC in Slovenia (see Table 4). The future impact on the budgetary balance depends on how future revenues and expenditures evolve. If, however, the asset management vehicles are classified within the financial

¹³ Partly as a result of substantial government guarantees, rating agencies have downgraded a number of euro area countries, which led to an increase in their financing costs (see Stoltz and Wedow, 2010, op. cit.).

¹⁴ See "Resolving the legacy of non-performing exposures in euro area banks", *Financial Stability Review*, ECB, May 2015.

¹⁵ Privately owned asset management vehicles usually impose larger haircuts on the acquired assets than publicly owned entities, which affects the profitability of the entities and the subsequent fiscal risks. The haircut applied to transferred assets has varied from 0% to more than 50%. See Gandrud, C. and Hallerberg, M., "Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules", *Working Paper Series*, No 15, Bruegel, 2014.

Table 4
Key features of selected asset management vehicles

	Year of creation	Government share	Financing (outstanding bond issuance) ¹⁾ percentage of GDP	Assets ¹⁾ percentage of GDP		Haircuts on transferred assets ²⁾ per cent	Net loss (-)/ profit (+) in 2014 percentage of GDP
				total	o/w bank loans		
NAMA (Ireland)	2009	49%	7.3	8.4	7.2	57	0.2
SAREB (Spain)	2012	45%	4.3	4.8	3.1	46/63	-0.1
BAMC (Slovenia)	2013	100%	4.2	4.7	3.8	71	0.1

Sources: Websites of the asset management vehicles, and Gandrud and Hallerberg (2014, op.cit.).

1) Data refer to outstanding amounts as at the end of 2014.

2) Average haircuts applied by selected asset management vehicles (see Gandrud and Hallerberg, 2014, op.cit.). As regards Ireland, the haircut relates to loans worth €74 billion in total transferred to NAMA by the five participating institutions (on payment of €31.8 billion as consideration) by the end of 2011. For Spain, the average haircut for the assets transferred was 46% in the case of loans and 63% in the case of foreclosed assets. For Slovenia, the figure given relates to assets transferred in 2013.

sector, the direct fiscal impact is likely to be more limited and mainly related to the risk that future dividends will not cover future losses, in which case the outstanding government guarantees would need to be called. In addition, ownership may be shared, as is the case with the asset management vehicles of Ireland (NAMA) and Spain (SAREB). Moreover, as demonstrated by NAMA and BAMC in 2014, asset management vehicles can also generate profits.

5 Conclusions

During the financial crisis, most euro area governments provided financial assistance to financial institutions with the aim of safeguarding financial stability and preventing a credit crunch. Accumulated gross financial sector assistance measures amounted to 8% of euro area GDP, of which only 3.3% has been recovered. The fiscal costs of the financial assistance measures over the period 2008-14 caused the euro area budget balance and debt to worsen by a cumulated 1.8% and 4.8% of GDP respectively. For the euro area as a whole, the financial sector support explains only a small part of the sharp increase in general government debt since the start of the crisis, while for some individual countries the impact on government debt has been substantial. Euro area countries used a variety of support measures, including bank recapitalisations, the provision of government loans, the acquisition of impaired assets, bank nationalisations and the granting of government guarantees. These measures impact recorded government debt and deficits to different extents. The size of these assistance measures is very heterogeneous across euro area countries. The interventions' overall recovery rate is on average relatively low by international comparison. However, the recovery process is still ongoing. To complete the picture, it is also important to take the fiscal risks related to financial sector support into account, which mainly include the remaining government guarantees granted (amounting to 2.7% of euro area GDP at the end of 2014) and the potential losses (or possible holding gains) of asset management vehicles.

Looking ahead, it is important to secure financial stability while limiting taxpayers' involvement. This requires in the first instance reducing the likelihood that financial institutions will face severe balance sheet problems. Much has already

been achieved in tightening banking legislation, strengthening banking supervision, and should financial institutions indeed face problems, having the appropriate resolution instruments at hand. One important way to reduce the potential fiscal costs of financial assistance measures is to ensure an appropriate contribution by private shareholders and bondholders. Indeed, the EU Capital Requirements Regulation and Capital Requirements Directive IV and the newly created Single Supervisory Mechanism will enhance the resilience of the banking sector and should help prevent the build-up of severe problems on banks' balance sheets which could ultimately result in a severe banking crisis. In addition, the EU Bank Recovery and Resolution Directive and the Single Resolution Mechanism will ensure private sector involvement ahead of government assistance. Taken together, these key pillars of the European banking union should ensure that the risk of additional taxpayer support gradually diminishes.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

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

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

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

1) „Svet“ in „industrijske države“ brez euroobmočja. Letni in četrteletni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesičnim 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
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 feb.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
mar.	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
apr.	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
maj	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
jun.	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
jul.	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
avg.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo 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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 feb.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
mar.	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
apr.	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
maj	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
jun.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
jul.	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
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

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo 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 materijali	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
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015 feb.	353,2	3.453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2.082,2	18.053,2
mar.	373,9	3.655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2.080,4	19.197,6
apr.	383,3	3.733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2.094,9	19.767,9
maj	373,4	3.617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2.111,9	19.974,2
jun.	364,0	3.521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2.099,3	20.403,8
jul.	366,3	3.545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2.094,1	20.372,6
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

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila					Sestavljeni indeks stroškov izposojanja			
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾			Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾							
		do 2 let	nad 2 leti			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
2014 avg.	0,22	0,96	1,20	1,66	7,30	17,00	5,51	6,71	7,05	3,06	2,55	2,74	2,71	2,86	2,96	2,73		
sep.	0,21	0,95	1,17	1,70	7,37	17,06	5,35	6,67	6,99	2,94	2,49	2,69	2,61	2,82	2,88	2,66		
okt.	0,20	0,94	1,09	1,65	7,20	16,96	5,38	6,59	6,98	2,89	2,42	2,63	2,54	2,78	2,81	2,60		
nov.	0,20	0,91	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53		
dec.	0,20	0,89	0,96	1,58	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,42	2,52	2,53	2,68	2,76	2,49		
2015 jan.	0,19	0,86	1,01	1,94	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,30	2,55	2,43	2,44	2,68	2,40		
feb.	0,18	0,84	0,97	1,51	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,07	2,47	2,32	2,49	2,58	2,37		
mar.	0,17	0,82	0,89	1,37	7,13	17,05	5,16	6,16	6,49	2,72	2,11	2,45	2,29	2,41	2,55	2,30		
apr.	0,16	0,79	0,87	1,15	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,24		
maj	0,16	0,82	0,83	1,08	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,09	2,29	2,45	2,17		
jun.	0,15	0,78	0,77	1,18	6,97	17,02	4,88	6,14	6,45	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18		
jul. ^(p)	0,15	0,74	0,67	1,10	6,82	17,04	5,09	6,22	6,50	2,60	2,04	2,26	2,21	2,36	2,56	2,22		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja	
	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		spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece	nad 1 leto	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece	nad 1 leto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2014 avg.	0,28	0,50	1,56	3,74	4,17	4,27	3,55	2,56	3,20	2,85	1,80	2,42	2,54	2,71	
sep.	0,26	0,51	1,46	3,72	4,01	4,03	3,53	2,46	3,01	2,77	1,83	2,38	2,42	2,68	
okt.	0,25	0,50	1,37	3,64	4,00	3,94	3,53	2,43	2,90	2,71	1,75	2,25	2,46	2,60	
nov.	0,25	0,44	1,16	3,57	3,82	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51	
dec.	0,24	0,43	1,26	3,49	3,68	3,75	3,26	2,35	2,78	2,50	1,74	2,16	2,13	2,46	
2015 jan.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,98	2,31	2,82	2,05	1,67	2,03	2,20	2,46	
feb.	0,22	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,12	2,24	2,71	2,39	1,52	1,99	2,14	2,37	
mar.	0,21	0,32	1,07	3,39	3,45	3,65	3,13	2,16	2,67	2,33	1,63	2,11	2,02	2,37	
apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,62	1,93	2,03	2,33	
maj	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,96	2,15	2,46	2,23	1,57	1,85	2,04	2,27	
jun.	0,18	0,31	1,10	3,25	3,19	3,48	2,91	2,09	2,33	2,23	1,60	1,91	2,04	2,26	
jul. ^(p)	0,17	0,31	0,87	3,19	3,27	3,60	2,86	2,07	2,36	2,22	1,51	1,73	2,05	2,19	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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														
2012	1.426	581	146	-	75	558	66	703	491	37	-	52	103	21
2013	1.247	477	122	-	67	529	53	508	314	30	-	44	99	21
2014	1.312	545	120	-	59	538	50	410	219	34	-	39	93	25
2015 jan.	1.388	599	127	-	66	543	54	378	186	28	-	33	94	36
feb.	1.400	606	134	-	70	534	56	351	162	37	-	30	83	39
mar.	1.420	604	137	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42
apr.	1.410	600	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
maj	1.396	591	135	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33
jun.	1.329	560	121	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32
Dolgoročne														
2012	15.205	4.814	3.166	-	842	5.758	624	255	98	45	-	16	84	12
2013	15.109	4.405	3.087	-	921	6.069	627	222	70	39	-	16	89	9
2014	15.120	4.040	3.158	-	994	6.286	643	219	65	43	-	16	85	10
2015 jan.	15.222	4.058	3.201	-	1.004	6.316	642	261	80	48	-	8	113	13
feb.	15.266	4.038	3.209	-	1.017	6.356	646	207	64	21	-	18	86	17
mar.	15.355	4.026	3.251	-	1.034	6.399	644	285	84	62	-	17	112	10
apr.	15.276	4.000	3.213	-	1.034	6.389	641	220	70	33	-	21	87	10
maj	15.356	3.982	3.235	-	1.037	6.462	640	185	49	41	-	6	85	4
jun.	15.344	3.938	3.255	-	1.032	6.485	634	207	69	34	-	13	87	5

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				Družbe, ki niso DFI		Nefinančne družbe			
		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			
Stanje													
2012	16.631,5	5.395,8	3.312,1	.	917,0	6.316,2	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,5		
2013	16.355,8	4.881,7	3.208,6	.	987,9	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9		
2014	16.432,4	4.585,5	3.277,8	.	1.052,3	6.823,7	693,1	5.949,4	591,0	787,9	4.570,6		
2015 jan.	16.609,5	4.657,1	3.327,9	.	1.069,7	6.859,1	695,6	6.423,2	573,0	836,0	5.014,3		
feb.	16.665,3	4.643,5	3.343,0	.	1.086,8	6.890,6	701,5	6.855,9	650,5	899,7	5.305,7		
mar.	16.775,5	4.630,4	3.388,6	.	1.104,8	6.941,6	710,1	7.056,1	688,7	933,3	5.434,0		
apr.	16.686,7	4.600,2	3.347,4	.	1.113,6	6.921,8	703,6	6.960,1	683,8	908,3	5.368,0		
maj	16.751,9	4.572,2	3.369,7	.	1.116,3	6.994,0	699,7	6.983,6	675,3	901,6	5.406,7		
jun.	16.672,3	4.498,3	3.375,7	.	1.106,5	7.001,4	690,4	6.803,4	664,2	879,4	5.259,8		
Stopnja rasti													
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4		
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3		
2014	-0,7	-7,8	0,1	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8		
2015 jan.	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7		
feb.	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7		
mar.	-0,2	-7,1	2,3	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8		
apr.	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8		
maj	-0,8	-7,2	0,1	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7		
jun.	-1,1	-7,7	0,8	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	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	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM ²⁾	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,6	95,0	93,3	88,3	99,7	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,5	99,1	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	102,8	100,7	114,7	96,1
2014 III	101,3	97,2	96,2	90,8	102,2	100,3	113,7	95,1
IV	99,0	94,9	94,3	89,1	99,7	98,1	112,3	93,5
2015 I	93,0	89,2	89,4	84,2	93,7	92,6	106,4	88,3
II	91,2	87,5	88,2	-	-	-	104,4	86,3
2015 mar.	90,6	86,9	87,4	-	-	-	103,8	86,0
apr.	89,7	86,1	86,9	-	-	-	102,4	84,8
maj	91,6	87,9	88,6	-	-	-	104,7	86,6
jun.	92,3	88,5	89,1	-	-	-	106,0	87,6
jul.	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
avg.	93,0	89,0	90,0	-	-	-	108,1	89,1
% sprememba glede na predhodni mesec								
2015 avg.	1,8	1,8	1,9	-	-	-	2,9	2,8
% sprememba glede na predhodno leto								
2015 avg.	-8,4	-8,7	-6,6	-	-	-	-5,2	-6,6

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-19.

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvatska kuna	Češka koruna	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 III	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
IV	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
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
2015 mar.	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
apr.	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
maj	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
jun.	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
jul.	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
avg.	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
% sprememba glede na predhodni mesec												
2015 avg.	3,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	-0,4	1,4	2,7	1,3
% sprememba glede na predhodno leto												
2015 avg.	-13,8	-1,0	-2,8	0,1	-0,7	0,0	0,1	-10,4	0,0	3,6	-11,1	-16,3

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 II	18.472,2	19.741,3	-1.269,2	7.542,8	5.630,5	5.960,8	9.449,4	-70,3	4.532,2	4.661,5	506,8	11.426,2			
III	19.220,1	20.468,0	-1.247,8	7.797,7	5.900,7	6.306,2	9.713,4	-55,7	4.652,3	4.853,9	519,7	11.836,4			
IV	19.351,7	20.748,8	-1.397,1	7.568,9	5.998,8	6.509,3	9.915,2	-43,6	4.782,7	4.834,7	534,4	11.869,4			
2015 I	21.087,3	22.381,9	-1.294,5	8.204,4	6.331,7	7.270,9	10.995,3	-21,0	5.029,9	5.054,9	603,1	12.632,8			
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>															
2015 I	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4			
<i>Transakcije</i>															
2014 III	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-			
IV	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-			
2015 I	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-			
II	62,2	-23,6	85,7	62,3	52,4	133,5	13,8	7,5	-138,8	-89,7	-2,4	-			
2015 jan.	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-			
feb.	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-			
mar.	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-			
apr.	111,8	121,5	-9,6	15,4	24,1	33,2	-19,5	5,8	61,3	116,8	-3,9	-			
maj	22,8	-0,5	23,3	31,1	13,2	74,6	54,2	4,3	-85,6	-67,9	-1,6	-			
jun.	-72,5	-144,5	72,0	15,8	15,0	25,7	-21,0	-2,5	-114,6	-138,6	3,1	-			
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>															
2015 jun.	834,4	606,1	228,4	347,3	245,2	459,8	291,1	65,3	-43,3	69,7	5,2	-			
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>															
2015 jun.	8,2	6,0	2,2	3,4	2,4	4,5	2,9	0,6	-0,4	0,7	0,1	-			

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog	Skupaj	Izvoz	Uvoz
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo	Intelektualna lastnina			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2012	9.840,1	9.581,2	5.544,4	2.065,4	1.979,3	1.035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4.288,9	4.030,0
2013	9.931,7	9.598,4	5.571,9	2.094,9	1.940,4	1.006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4.362,7	4.029,5
2014	10.103,5	9.729,9	5.651,1	2.127,7	1.970,9	1.001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4.494,4	4.120,8
2014 II	2.520,6	2.428,2	1.409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1.118,1	1.025,6
III	2.531,5	2.437,5	1.416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1.135,0	1.041,0
IV	2.544,9	2.444,2	1.423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1.142,1	1.041,4
2015 I	2.564,9	2.458,3	1.425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1.144,3	1.037,6
Odstotek BDP												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	-	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtletne spremembe v odstotkih												
2014 III	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	-	-	1,4	1,7
IV	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	-	-	0,8	0,8
2015 I	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	-	-	0,6	1,2
II	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Medletne spremembe v odstotkih												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	-	-	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	-	-	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	-	-	3,8	4,1
2014 III	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	-	-	4,1	3,9
IV	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	-	-	4,1	4,6
2015 I	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	-	-	4,2	5,1
II	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2014 III	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-	-
IV	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
2015 I	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
II	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	-	-
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	-	-
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	-	-
2014 III	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	-	-
IV	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-	-
2015 I	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-	-
II	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

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

	Skupaj	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)										Davki brez subvencij za proizvode
		Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2012	8.845,3	151,3	1.728,4	467,2	1.675,9	410,3	439,1	1.016,3	924,6	1.717,9	314,4	994,8
2013	8.924,2	154,5	1.740,7	460,1	1.684,8	407,2	440,6	1.032,5	937,1	1.748,0	318,7	1.007,5
2014	9.068,0	148,9	1.763,9	461,3	1.709,3	410,9	450,0	1.054,0	960,2	1.784,1	325,2	1.035,5
2014 II	2.261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
III	2.272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
IV	2.283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 I	2.306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
Odstotek dodane vrednosti												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtletne spremembe v odstotkih												
2014 II	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
III	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
IV	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 I	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
Medletne spremembe v odstotkih												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 II	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
III	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
IV	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 I	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2014 II	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 I	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 II	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
III	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-
IV	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 I	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	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 gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne 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	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 II	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
III	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
IV	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 I	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
Opravljene delovne ure													
<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	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 II	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
III	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
IV	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 I	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
Opravljene delovne ure na zaposlenega													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 II	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
III	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
IV	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 I	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	0,2

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temelijo 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				
2012	159,111	3,9	18,187	11,4	5,2	14,630	10,1	3,557	23,6	9,758	11,3	8,429	11,5	1,6		
2013	159,334	4,6	19,233	12,0	5,9	15,640	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,926	12,1	1,5		
2014	160,315	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,917	11,5	8,708	11,8	1,7		
2014 III	160,475	4,4	18,544	11,6	5,9	15,148	10,4	3,397	23,6	9,817	11,3	8,726	11,8	1,6		
IV	160,966	4,6	18,402	11,5	6,1	15,081	10,3	3,322	23,2	9,753	11,3	8,649	11,7	1,8		
2015 I	160,084	4,7	17,981	11,2	5,9	14,741	10,1	3,240	22,7	9,560	11,1	8,422	11,4	1,7		
II	.	.	17,759	11,1	.	14,589	10,0	3,170	22,3	9,402	10,9	8,356	11,3	.		
2015 feb.	-	-	17,956	11,2	-	14,720	10,1	3,236	22,7	9,542	11,0	8,415	11,4	-		
mar.	-	-	17,912	11,2	-	14,688	10,1	3,224	22,6	9,513	11,0	8,399	11,4	-		
apr.	-	-	17,790	11,1	-	14,594	10,0	3,196	22,4	9,412	10,9	8,378	11,3	-		
maj	-	-	17,741	11,1	-	14,588	10,0	3,153	22,2	9,417	10,9	8,323	11,2	-		
jun.	-	-	17,745	11,1	-	14,584	10,0	3,161	22,3	9,377	10,9	8,368	11,3	-		
jul.	-	-	17,532	10,9	-	14,439	9,9	3,093	21,9	9,265	10,7	8,267	11,2	-		

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- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov			
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Trgovina na drobno						
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	Skupaj			Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0			
Medletne spremembe v odstotkih																
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1			
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4			
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7			
2014 III	0,6	1,2	0,4	1,5	1,9	-3,1	-1,4	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3	4,1			
IV	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,8	2,9	1,5	1,6			
2015 I	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,6	1,0	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0			
II	1,2	1,5	0,7	2,6	0,8	-0,9	-1,0	4,7	2,1	1,1	3,1	2,3	6,9			
2015 jan.	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,3	2,6	0,4	0,6	2,4	2,0	2,9	2,7	11,0			
feb.	2,0	1,2	-0,3	1,4	2,5	6,9	-3,5	0,9	2,4	1,0	3,5	3,1	8,1			
mar.	2,1	1,9	0,2	1,2	4,1	4,5	-2,0	1,5	1,6	0,2	2,9	1,0	8,2			
apr.	0,8	0,9	0,0	2,1	-0,1	0,9	-1,2	2,8	2,6	1,4	3,6	2,9	6,4			
maj	1,6	2,3	2,0	4,1	0,3	-3,6	0,2	4,3	2,6	1,9	3,4	2,2	6,8			
jun.	1,2	1,4	0,2	1,7	2,1	0,0	-2,3	7,0	1,2	0,1	2,3	1,8	7,5			
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																
2015 jan.	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,5	1,5	1,0	-2,2	0,6	0,7	1,1	0,5	1,5			
feb.	1,0	1,0	0,1	0,6	2,5	1,3	-1,4	0,1	0,0	-0,6	0,5	-0,7	0,0			
mar.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	-1,8	0,6	0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,8	-0,6			
apr.	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,4	-1,0	-0,3	2,4	0,7	1,0	0,2	0,6	0,8			
maj	-0,2	0,2	0,1	1,2	-0,3	-2,9	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	-1,5			
jun.	-0,4	-0,9	-0,5	-1,8	-0,3	3,2	-1,9	2,1	-0,6	-0,8	-0,2	0,0	1,6			

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	Predelovalne dejavnosti	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Indeks v-dij nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovanje v storitvenih dejavnostih	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,8	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7	
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,0	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2	
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,7	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7	
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,1	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7	
2014 III	101,2	-4,6	80,4	-10,0	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8	
IV	100,8	-4,5	80,8	-11,3	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5	
2015 I	102,6	-4,0	81,1	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3	
II	103,7	-3,2	81,1	-5,3	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9	
2015 mar.	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0	
apr.	103,8	-3,2	81,2	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,5	52,0	53,4	54,1	53,9	
maj	103,8	-3,0	-	-5,6	-25,0	1,5	7,9	-	52,2	53,3	53,8	53,6	
jun.	103,5	-3,4	-	-5,6	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2	
jul.	104,0	-2,9	81,1	-7,2	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9	
avg.	104,2	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,1	10,2	-	52,3	53,9	54,3	54,1	

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)

	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Stopnja zadolženosti	Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje
	kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih						kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,7	.	3,0	10,1	2,0
2012	12,6	97,4	-1,8	1,7	-4,6	0,6	-2,3	31,0	1,8	133,3	1,4	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,4	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,1	131,9	2,2	-1,7	1,1
2014 II	12,6	95,5	0,4	1,5	-0,2	2,7	-0,1	30,9	3,2	132,4	2,4	2,0	1,2
III	12,7	95,0	1,6	1,7	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,1	2,0	1,9	1,0
IV	12,7	95,1	1,3	1,7	-0,5	2,3	0,7	32,2	2,6	133,1	1,9	0,9	1,1
2015 I	12,7	94,7	2,2	1,9	-0,1	3,8	1,3	.	2,7	135,3	2,5	1,0	1,5

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 III	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
IV	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015 I	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
II	870,2	801,9	68,3	520,0	439,3	182,6	166,8	141,8	134,8	25,9	61,0	9,7	5,7
2015 jan.	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
feb.	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
mar.	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
apr.	292,8	269,0	23,8	174,3	145,8	59,7	56,2	50,9	45,7	7,9	21,3	2,4	1,3
maj	291,5	272,4	19,1	172,9	147,9	62,2	55,6	46,8	46,0	9,6	22,9	3,7	1,5
jun.	285,9	260,5	25,4	172,8	145,6	60,6	55,0	44,1	43,1	8,4	16,8	3,5	2,9
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2015 jun.	3.414,0	3.485	265,5	2.025,4	1.731,0	718,1	654,9	571,4	529,0	99,1	233,6	37,7	18,1
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2015 jun.	33,6	31,0	2,6	19,9	17,0	7,1	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

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	Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi	Nafta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)
2014 III	2,9	0,4	486,1	236,1	96,9	139,5	397,7	439,5	269,4	62,1	101,0	287,7	73,3	
IV	4,5	0,0	498,3	237,4	102,4	145,1	409,4	435,6	260,3	63,3	102,9	293,5	65,9	
2015 I	5,1	1,5	503,9	240,5	103,7	148,5	420,0	444,1	258,9	69,5	108,7	312,5	58,3	
II	7,8	3,8	517,4	.	.	.	429,8	452,6	.	.	.	313,7	.	
2015 jan.	-0,7	-5,6	163,9	78,4	34,0	47,6	135,9	143,0	83,1	22,4	35,1	100,2	19,2	
feb.	4,3	1,0	168,6	80,5	35,1	49,7	141,0	147,4	86,1	23,3	36,0	104,4	18,9	
mar.	11,0	9,1	171,4	81,6	34,6	51,3	143,1	153,7	89,8	23,9	37,6	107,9	20,2	
apr.	8,6	4,8	173,4	81,7	35,4	51,3	144,0	151,8	89,1	23,7	36,3	105,4	19,3	
maj	2,5	-0,2	170,8	80,7	34,3	50,9	141,4	149,5	86,8	22,3	36,7	103,0	19,0	
jun.	12,3	6,6	173,1	.	.	.	144,4	151,3	.	.	.	105,4	.	
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2014 III	1,2	2,1	114,5	112,6	114,4	116,4	114,7	101,5	101,1	100,4	103,0	104,6	88,8	
IV	3,1	2,0	117,2	113,7	119,3	121,0	116,9	102,0	101,9	98,5	102,5	104,2	97,0	
2015 I	2,5	4,8	117,3	114,5	118,7	121,9	117,7	105,1	105,7	103,5	104,8	107,3	111,0	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 jan.	-1,5	-0,3	115,8	113,0	117,9	119,7	115,3	103,8	104,1	102,8	103,1	105,0	117,3	
feb.	1,5	4,7	117,7	115,0	120,7	121,9	118,8	104,7	105,6	105,2	103,6	107,7	108,9	
mar.	7,0	10,1	118,3	115,6	117,6	124,1	119,2	106,8	107,4	102,6	107,8	109,3	106,8	
apr.	3,1	2,8	118,3	114,6	119,0	122,4	118,5	104,0	104,6	101,8	102,8	105,8	98,8	
maj	-2,5	-2,3	116,2	113,0	116,5	120,2	116,3	102,0	101,0	97,3	103,5	104,0	91,2	
jun.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 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	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 III	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,2	1,6
IV	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,4	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 I	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,1	-4,2	0,2	-0,5	1,2
II	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
2015 mar.	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,1	1,7	0,0	-0,3	1,1
apr.	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
maj	118,5	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,9	0,3	0,3	1,0
jun.	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,9
jul.	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,7	0,2	0,1	0,9
avg. ²⁾	117,8	0,2	1,0	.	1,2	-0,1	0,0	0,8	0,1	-2,2	0,1	.	.
Blago													
Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobačnimi izdelki)				Industrijsko blago				Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno	
Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	18	19	20						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	.	.
% od skupaj v letu 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5	.
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0	.
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7	.
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	.
2014 III	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3	.
IV	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4	.
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	-1,4	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2	.
2015 mar.	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3	.
apr.	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2	.
maj	1,2	0,6	2,1	-1,2	0,2	-4,8	1,2	1,2	1,6	-0,8	1,8	1,3	.
jun.	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1	.
jul.	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0	.
avg. ²⁾	1,2	0,6	2,3	.	0,6	-7,1	.	.	.	.	.	.	.

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⁾⁽²⁾				
	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								
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,1					
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,6					
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	1,3					
2014 III	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,5	2,1					
IV	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,8					
2015 I	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,1	.					
II	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	.	.	.					
2015 feb.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,7	-1,3	0,3	-8,1	-	-	-					
mar.	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,3	-6,8	-	-	-					
apr.	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-					
maj	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,3	-	-	-					
jun.	104,9	-2,1	-1,8	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-					
jul.	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,2	-6,5	-	-	-					

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).

2) Podatki se nanašajo na 19 držav euroobmočja.

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deser- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	Tehtano z uvozom ²⁾			Tehtano s porabo ²⁾				
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja			Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
% od skupaj															
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 III	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
IV	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 I	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
II	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
2015 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-0,2	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-7,5	4,7	-13,7	-4,0	5,5	-11,6

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	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9	
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8	
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2	
2014 III	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4	
IV	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1	
2015 I	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6	
II	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0	
2015 mar.	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6	
apr.	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9	
maj	-0,6	2,4	2,6	-13,7	-0,6	56,0	55,4	50,0	49,3	
jun.	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9	
jul.	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5	
avg.	-2,4	3,1	2,1	-13,2	0,3	49,6	53,2	50,5	49,1	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾	
			1	2	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			
2012	100,0	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2		
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8		
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7		
2014 III	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7		
IV	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7		
2015 I	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4		
II	.	.	.	.	.	.	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 nimi	Strokovne, poslovne in podporne stорите	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	2,2	1,8	3,8	2,4	0,0	0,0	1,3	3,7	0,6	3,1
2013	103,8	1,3	0,2	1,8	0,1	1,0	0,8	2,6	-1,9	1,2	1,7	1,7
2014	105,0	1,2	-3,8	1,8	0,5	0,7	1,2	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2014 II	104,8	1,1	-4,7	1,8	0,3	0,9	0,9	0,9	0,2	2,4	1,1	1,2
III	105,3	1,3	-4,8	1,8	1,2	1,0	1,0	0,6	1,2	2,3	1,3	1,1
IV	105,5	1,3	-0,7	2,3	1,1	0,7	1,7	0,9	0,4	2,1	1,5	1,5
2015 I	105,8	1,2	1,3	1,7	2,0	0,5	0,4	0,0	3,5	2,5	1,6	0,9
Sredstva za zaposlene												
2012	103,6	1,5	0,3	1,9	2,3	1,7	1,5	1,2	1,1	2,1	0,9	1,9
2013	105,3	1,6	3,9	2,8	1,6	1,0	0,7	2,0	-0,1	1,1	1,7	1,4
2014	106,8	1,4	-1,1	2,3	1,6	1,2	2,0	1,4	1,0	1,6	1,3	1,1
2014 II	106,7	1,3	-1,3	2,1	1,7	1,1	1,8	1,7	0,9	1,5	1,2	1,4
III	107,1	1,3	-0,7	2,1	0,6	1,1	1,9	1,3	1,6	1,7	1,3	1,0
IV	107,6	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,1	1,9	1,8	0,8	1,5	1,4	0,5
2015 I	108,2	1,5	1,3	1,9	0,5	1,2	1,4	1,3	2,9	2,0	1,6	1,1
Produktivnost dela na zaposlenega												
2012	101,1	-0,4	-1,9	0,1	-1,4	-0,7	1,5	1,2	-0,2	-1,5	0,3	-1,1
2013	101,4	0,3	3,7	1,0	1,5	0,1	-0,1	-0,6	1,9	-0,1	0,0	-0,3
2014	101,7	0,3	2,7	0,5	1,1	0,5	0,8	0,4	0,5	-0,5	0,0	0,1
2014 II	101,8	0,2	3,5	0,4	1,3	0,3	1,0	0,8	0,7	-0,9	0,0	0,2
III	101,7	0,1	4,3	0,3	-0,6	0,1	0,9	0,7	0,4	-0,6	0,0	-0,1
IV	102,0	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,5	-0,1	-1,1
2015 I	102,2	0,2	-0,1	0,2	-1,4	0,7	0,9	1,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2
Sredstva za delovno uro												
2012	104,8	2,9	2,3	3,5	5,1	3,4	2,0	1,7	1,7	3,2	1,4	2,9
2013	107,2	2,3	4,2	3,0	3,0	1,8	1,0	2,5	1,4	2,1	2,2	2,1
2014	108,6	1,3	-0,9	1,8	1,3	1,2	1,9	1,7	1,1	1,5	1,1	1,3
2014 II	108,4	1,4	-0,6	2,5	1,7	1,3	1,7	2,2	1,5	1,4	0,9	0,9
III	108,8	1,3	-0,6	1,9	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2	1,4
IV	109,0	1,1	-1,5	1,6	0,7	0,9	1,5	2,5	0,3	1,3	1,1	0,5
2015 I	109,9	1,6	1,0	2,0	0,4	1,6	1,1	2,0	2,7	2,2	1,7	0,6
Produktivnost dela na uro												
2012	102,3	0,9	-0,9	1,7	1,2	0,7	2,1	2,0	0,8	-0,4	0,9	-0,1
2013	103,3	1,0	4,1	1,2	2,8	0,6	0,2	-0,1	2,9	0,7	0,5	0,5
2014	103,5	0,2	2,9	0,0	0,8	0,5	0,9	0,7	1,0	-0,4	-0,2	0,5
2014 II	103,6	0,4	4,1	0,7	1,4	0,4	1,0	1,5	1,4	-0,6	-0,1	0,3
III	103,4	0,2	4,5	0,1	-0,3	0,2	1,2	1,4	1,5	-0,5	-0,1	0,5
IV	103,4	-0,2	-1,6	-0,7	-0,6	0,3	0,2	1,6	0,0	-0,7	-0,3	-0,8
2015 I	103,9	0,4	-1,2	0,2	-1,3	1,2	1,3	1,8	-1,1	-0,1	0,1	0,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2		M2-M1		Repo posli		Točke/delnice skladov denarnega trga		Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let	
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Stanja											
2012	863,4	4.244,0	5.107,5	1.803,3	2.081,5	3.884,8	8.992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9.781,0
2013	908,8	4.482,6	5.391,4	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.205,8	120,0	417,8	86,5	624,3	9.830,0
2014	967,3	4.949,1	5.916,4	1.605,0	2.129,6	3.734,5	9.650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10.304,8
2014 III	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,0	68,8	610,2	10.087,7
IV	967,3	4.949,1	5.916,4	1.605,0	2.129,6	3.734,5	9.650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10.304,8
2015 I	993,7	5.173,7	6.167,4	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10.489,2
II	1.015,0	5.303,2	6.318,2	1.478,8	2.162,1	3.640,9	9.959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10.585,2
2015 feb.	992,4	5.106,6	6.099,0	1.535,3	2.123,3	3.658,6	9.757,6	132,4	443,0	108,9	684,3	10.441,9
mar.	993,7	5.173,7	6.167,4	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10.489,2
apr.	1.003,3	5.189,9	6.193,2	1.518,9	2.151,1	3.670,0	9.863,2	129,5	451,7	103,5	684,7	10.547,9
maj	1.006,7	5.264,9	6.271,6	1.486,1	2.157,2	3.643,3	9.914,9	111,7	442,9	92,7	647,3	10.562,2
jun.	1.015,0	5.303,2	6.318,2	1.478,8	2.162,1	3.640,9	9.959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10.585,2
jul. (p)	1.021,1	5.377,6	6.398,7	1.469,8	2.163,1	3.632,9	10.031,5	105,7	456,2	90,5	652,3	10.683,9
	Transakcije											
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,6	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,2	428,1	-91,9	3,6	-88,3	339,8	0,8	10,7	12,5	24,0	363,7
2014 III	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
IV	19,1	125,9	145,1	-40,9	-9,0	-50,0	95,1	-0,5	11,2	18,4	29,1	124,2
2015 I	25,2	188,7	213,9	-63,3	4,8	-58,5	155,4	2,3	4,9	-8,7	-1,6	153,9
II	21,3	151,6	172,8	-49,1	15,0	-34,1	138,7	-34,3	1,5	1,9	-30,9	107,9
2015 feb.	7,6	47,2	54,8	-19,3	2,7	-16,6	38,2	12,8	4,4	6,9	24,1	62,3
mar.	1,3	59,8	61,1	-8,9	10,4	1,5	62,6	-7,0	-6,6	-13,2	-26,8	35,8
apr.	9,6	37,7	47,4	-8,5	4,0	-4,5	42,8	4,1	15,3	7,5	26,9	69,7
maj	3,4	70,9	74,3	-34,1	6,0	-28,1	46,2	-18,0	-8,8	-11,1	-37,9	8,3
jun.	8,2	43,0	51,2	-6,5	5,0	-1,5	49,7	-20,4	-4,9	5,4	-19,9	29,8
jul. (p)	6,1	70,5	76,6	-14,1	1,0	-13,1	63,4	14,4	18,2	-6,4	26,2	89,7
	Stopnje rasti											
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2014 III	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
IV	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2015 I	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
II	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
2015 feb.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,1	4,8	4,1
mar.	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
apr.	8,2	11,0	10,5	-8,0	0,5	-3,3	4,9	6,2	9,2	40,0	11,6	5,3
maj	8,3	11,8	11,2	-10,3	0,7	-4,1	5,0	-9,5	7,7	15,1	4,7	5,0
jun.	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
jul. (p)	8,9	12,7	12,1	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,1	7,9	25,6	3,6	5,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Posojila kot protipostavka 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													
2012	1.618,7	1.112,8	406,9	88,1	10,8	5.308,6	2.360,4	977,3	1.960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1.710,6	1.198,6	400,8	94,7	16,5	5.414,0	2.542,6	875,7	1.991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1.813,6	1.329,4	368,3	96,5	19,5	5.556,9	2.753,4	810,7	1.989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2014 III	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
IV	1.813,6	1.329,4	368,3	96,5	19,5	5.556,9	2.753,4	810,7	1.989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2015 I	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
II	1.851,9	1.407,1	320,7	111,9	12,2	5.649,4	2.911,5	734,7	2.000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
2015 feb.	1.851,7	1.393,7	347,1	97,0	13,9	5.566,5	2.810,2	771,1	1.980,9	4,3	905,4	224,4	349,6
mar.	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
apr.	1.844,5	1.387,5	333,3	112,8	10,9	5.611,5	2.859,2	756,7	1.991,9	3,7	959,3	229,8	344,3
maj	1.852,0	1.403,6	324,3	111,9	12,2	5.624,4	2.878,1	745,8	1.996,7	3,8	966,4	230,7	346,4
jun.	1.851,9	1.407,1	320,7	111,9	12,2	5.649,4	2.911,5	734,7	2.000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
jul. (p)	1.889,1	1.440,1	323,2	113,0	12,8	5.667,8	2.945,3	721,5	1.997,8	3,2	980,9	233,7	344,6
Transakcije													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,2	-25,4	1,4	2,5	140,4	209,1	-65,6	-14,4	-1,7	46,4	6,3	20,9
2014 III	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
IV	7,1	16,3	-12,1	-1,2	4,0	26,0	67,7	-33,0	-6,6	-2,0	56,4	-8,2	-5,7
2015 I	29,6	49,1	-17,2	2,5	-4,9	39,1	81,4	-43,3	-0,1	1,1	50,5	4,6	8,6
II	8,8	29,4	-19,0	1,0	-2,6	52,9	71,6	-27,2	9,6	-1,1	16,9	3,9	0,7
2015 feb.	11,7	13,5	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,3	-4,6	5,8
mar.	-9,0	-3,9	-8,0	2,0	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,3	-10,7
apr.	1,6	10,0	-6,3	1,9	-3,9	14,9	18,9	-5,0	1,3	-0,3	10,2	5,1	5,4
maj	5,2	14,4	-9,5	-0,9	1,2	12,0	18,3	-11,2	4,7	0,2	4,8	0,7	2,0
jun.	2,0	5,0	-3,2	0,0	0,1	25,9	34,4	-11,1	3,6	-1,1	1,8	-1,9	-6,7
jul. (p)	33,3	31,4	0,3	1,1	0,5	17,6	33,2	-13,6	-2,4	0,4	13,0	4,8	3,2
Stopnje rasti													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2014 III	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
IV	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2015 I	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
II	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
2015 feb.	4,8	9,9	-8,9	1,3	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
mar.	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
apr.	4,4	9,9	-11,4	5,5	-37,8	2,9	10,0	-11,4	0,1	-35,3	15,6	1,5	7,5
maj	4,4	10,4	-13,9	4,5	-24,1	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,3	13,4	1,8	8,5
jun.	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
jul. (p)	5,5	11,7	-14,3	4,6	-11,1	3,1	11,2	-15,1	0,2	-35,4	14,4	-1,6	4,9

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 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Posojila finančnim posrednikom v euroobmočju¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)				
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj		Posojila				Zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾							
					Skupaj	Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje 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																
2012	3.410,8	1.169,3	2.241,5	13.069,5	10.860,0	-	4.544,6	5.242,3	984,3	89,0	1.435,9	773,6				
2013	3.407,5	1.096,3	2.311,2	12.709,4	10.546,4	-	4.354,1	5.221,4	872,6	98,3	1.363,9	799,1				
2014	3.609,7	1.131,7	2.478,0	12.562,5	10.512,2	-	4.280,3	5.199,3	904,6	128,1	1.276,5	773,8				
2014 III	3.508,9	1.102,2	2.406,7	12.561,8	10.444,8	-	4.288,1	5.194,6	858,8	103,3	1.307,0	810,1				
IV	3.609,7	1.131,7	2.478,0	12.562,5	10.512,2	-	4.280,3	5.199,3	904,6	128,1	1.276,5	773,8				
2015 I	3.674,0	1.153,4	2.520,6	12.674,3	10.613,9	-	4.310,1	5.233,7	935,5	134,6	1.273,1	787,3				
II	3.684,8	1.137,6	2.547,1	12.624,5	10.590,4	-	4.291,7	5.257,2	905,0	136,5	1.243,7	790,3				
2015 feb.	3.638,7	1.146,7	2.492,0	12.650,5	10.588,3	-	4.312,8	5.221,0	917,4	137,1	1.272,9	789,3				
mar.	3.674,0	1.153,4	2.520,6	12.674,3	10.613,9	-	4.310,1	5.233,7	935,5	134,6	1.273,1	787,3				
apr.	3.702,3	1.151,6	2.550,7	12.654,0	10.610,4	-	4.303,9	5.236,3	933,1	137,1	1.262,0	781,7				
maj	3.698,4	1.144,0	2.554,4	12.659,4	10.611,2	-	4.300,4	5.243,4	923,2	144,2	1.257,2	791,0				
jun.	3.684,8	1.137,6	2.547,1	12.624,5	10.590,4	-	4.291,7	5.257,2	905,0	136,5	1.243,7	790,3				
jul. (p)	3.727,5	1.132,7	2.594,8	12.712,5	10.608,6	-	4.300,0	5.260,5	916,7	131,5	1.297,4	806,5				
Transakcije																
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5				
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6				
2014	73,6	16,3	57,3	-106,8	-50,7	19,2	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	33,9				
2014 III	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-10,6	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7				
IV	47,5	12,8	34,7	1,7	22,8	33,6	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,6				
2015 I	38,5	21,5	17,0	34,6	45,8	52,9	8,3	20,1	11,5	6,0	-4,0	-7,2				
II	59,8	-15,4	75,2	-13,1	4,0	22,3	1,2	29,7	-28,9	2,0	-24,3	7,1				
2015 feb.	-20,1	2,7	-22,8	10,6	8,3	15,5	10,3	1,4	-1,5	-1,9	-5,7	8,0				
mar.	27,2	5,4	21,9	14,0	21,5	20,9	-3,0	12,9	14,2	-2,6	-1,1	-6,4				
apr.	39,3	-1,5	40,8	-1,9	12,5	23,1	2,2	7,1	0,6	2,7	-8,9	-5,6				
maj	8,9	-7,8	16,7	1,2	-1,7	6,6	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-4,9	7,8				
jun.	11,6	-6,0	17,6	-12,4	-6,8	-7,4	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-10,5	4,9				
jul. (p)	31,6	-5,0	36,7	77,2	21,2	35,9	9,7	4,5	12,1	-5,0	44,9	11,0				
Stopnje rasti																
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2				
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9				
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2				
2014 III	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8				
IV	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2				
2015 I	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9				
II	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6				
2015 feb.	1,9	1,5	2,1	-0,5	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,0				
mar.	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9				
apr.	3,9	2,4	4,7	0,0	0,1	0,9	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,5	2,7				
maj	4,1	0,9	5,6	0,2	0,6	1,0	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-5,4	3,7				
jun.	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6				
jul. (p)	5,8	0,8	8,1	0,7	0,9	1,4	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,8	3,0				

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

5 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⁾	7			
Stanja										
2012	4.544,6	-	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	-	602,0	3.823,6	816,7
2013	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5	796,4
2014	4.280,3	-	1.081,2	725,1	2.474,0	5.199,3	-	563,3	3.860,1	776,0
2014 III	4.288,1	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
IV	4.280,3	-	1.081,2	725,1	2.474,0	5.199,3	-	563,3	3.860,1	776,0
2015 I	4.310,1	-	1.089,9	738,9	2.481,3	5.233,7	-	567,9	3.890,4	775,4
II	4.291,7	-	1.084,5	744,4	2.462,8	5.257,2	-	578,5	3.907,6	771,1
2015 feb.	4.312,8	-	1.090,4	734,7	2.487,7	5.221,0	-	565,2	3.882,2	773,6
mar.	4.310,1	-	1.089,9	738,9	2.481,3	5.233,7	-	567,9	3.890,4	775,4
apr.	4.303,9	-	1.090,4	738,0	2.475,5	5.236,3	-	566,9	3.894,8	774,6
maj	4.300,4	-	1.085,2	742,7	2.472,5	5.243,4	-	568,3	3.901,7	773,4
jun.	4.291,7	-	1.084,5	744,4	2.462,8	5.257,2	-	578,5	3.907,6	771,1
jul. (p)	4.300,0	-	1.086,9	744,7	2.468,3	5.260,5	-	578,7	3.911,7	770,1
Transakcije										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-58,3	-45,0	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	41,2	-3,0	-3,2	-8,8
2014 III	-18,4	-19,9	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
IV	4,3	6,8	-7,3	8,5	3,0	5,1	13,9	-2,2	9,3	-2,1
2015 I	8,3	11,2	-0,7	7,3	1,8	20,1	24,2	2,2	17,9	0,0
II	1,2	10,7	-0,1	11,6	-10,2	29,7	38,7	9,1	21,7	-1,2
2015 feb.	10,3	12,4	3,1	-1,1	8,4	1,4	6,4	-0,7	3,8	-1,7
mar.	-3,0	-2,0	-1,8	3,7	-4,9	12,9	11,6	2,9	7,5	2,4
apr.	2,2	4,2	3,7	0,7	-2,2	7,1	15,4	-0,7	7,5	0,3
maj	-4,8	1,1	-6,2	4,3	-2,8	6,9	9,2	1,7	6,4	-1,1
jun.	3,8	5,4	2,5	6,5	-5,2	15,7	14,0	8,2	7,8	-0,3
jul. (p)	9,7	14,6	2,1	0,3	7,2	4,5	14,0	0,8	4,4	-0,7
Stopnje rasti										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 III	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
IV	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 I	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
II	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
2015 feb.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	0,9	-0,5	0,0	-1,1
mar.	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
apr.	-0,4	0,0	0,4	1,4	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,7
maj	-0,2	0,2	0,4	2,4	-1,2	1,0	1,5	0,5	1,4	-1,0
jun.	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
jul. (p)	0,4	0,9	-0,2	3,1	-0,2	1,3	1,9	1,8	1,6	-0,5

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)

Enoto 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 odpoklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj			
	1	2	3	4	5		7	8	9	10
Stanja										
2012	305,4	7.578,1	2.395,9	106,0	2.680,8	2.395,4	1.029,8	154,4	260,8	201,2
2013	260,2	7.311,0	2.373,3	91,5	2.506,3	2.340,0	1.153,9	130,6	183,8	122,1
2014	262,0	7.175,5	2.253,5	92,2	2.375,1	2.454,6	1.388,8	181,2	185,3	139,8
2014 III	249,7	7.336,1	2.278,6	92,4	2.457,0	2.507,9	1.419,3	183,5	163,6	121,7
IV	262,0	7.175,5	2.253,5	92,2	2.375,1	2.454,6	1.388,8	181,2	185,3	139,8
2015 I	287,6	7.314,0	2.259,8	90,5	2.394,8	2.568,8	1.511,5	230,9	234,8	159,1
II	265,1	7.155,8	2.219,9	86,5	2.331,5	2.517,9	1.457,0	239,8	224,5	143,7
2015 feb.	263,0	7.292,9	2.263,3	91,8	2.396,3	2.541,5	1.450,8	257,8	226,3	144,5
mar.	287,6	7.314,0	2.259,8	90,5	2.394,8	2.568,8	1.511,5	230,9	234,8	159,1
apr.	260,3	7.227,8	2.238,2	88,7	2.355,3	2.545,6	1.450,6	229,0	209,3	132,1
maj	275,9	7.220,5	2.232,7	87,4	2.343,2	2.557,2	1.467,0	233,7	222,9	140,7
jun.	265,1	7.155,8	2.219,9	86,5	2.331,5	2.517,9	1.457,0	239,8	224,5	143,7
jul. (p)	248,1	7.148,2	2.228,9	85,7	2.316,0	2.517,5	1.391,7	248,5	202,2	137,4
Transakcije										
2012	-4,9	-112,8	-156,3	-10,2	-106,4	160,1	99,5	31,3	9,4	41,5
2013	-46,0	-90,8	-18,6	-14,3	-137,6	79,7	359,2	-66,6	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,4	-120,1	2,1	-154,9	110,5	246,0	-18,3	1,5	17,7
2014 III	-20,9	-1,8	-28,4	2,3	-28,5	52,7	38,4	26,4	-7,7	2,6
IV	4,5	-94,1	-25,5	1,2	-77,4	7,5	37,8	-52,4	21,7	18,1
2015 I	22,4	-50,8	-31,1	-2,8	-47,2	30,3	3,6	48,8	49,4	19,3
II	-22,5	-80,8	-39,3	-4,0	-48,3	10,8	-8,1	-34,0	-10,3	-15,4
2015 feb.	-43,1	-17,5	-8,6	-1,0	-12,1	4,2	-21,1	32,3	23,0	11,3
mar.	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,8	28,8	-24,8	8,4	14,6
apr.	-27,3	-38,1	-19,2	-1,8	-18,9	1,8	-30,3	-2,7	-25,4	-27,0
maj	15,6	-17,7	-6,9	-1,3	-23,9	14,4	4,3	-8,1	13,6	8,6
jun.	-10,8	-25,0	-13,2	-0,9	-5,5	-5,4	17,9	-23,2	1,6	3,1
jul. (p)	-17,0	-6,2	12,7	-0,7	-21,5	3,4	-55,1	12,7	-22,3	-6,4
Stopnje rasti										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2014 III	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
IV	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2015 I	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
II	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
2015 feb.	-4,3	-2,5	-5,8	0,9	-5,9	4,2	-	-	27,0	28,4
mar.	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
apr.	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,3	-	-	28,6	33,0
maj	-2,5	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	-	-	51,4	51,4
jun.	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
jul. (p)	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	-	-	19,0	13,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 DRŽAVNE FINANCE

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-2,9	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
2014	-2,4	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2
2014 Q2	-2,6	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,4	.	.	.	.	0,3
Q4	-2,4	.	.	.	.	0,2
2015 Q1	-2,4	.	.	.	.	0,2

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki			
	Tekoči prihodki							Tekoči odhodki								
	Skupaj	Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki				Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki ³⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2011	44,8	44,4	11,7	12,6	15,1	0,4	49,0	44,7	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3			
2012	45,9	45,5	12,2	12,9	15,3	0,4	49,5	45,1	10,4	5,3	3,0	22,6	4,4			
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,4	45,4	10,4	5,3	2,8	22,9	4,0			
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7			
2014 II	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9			
III	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7			
IV	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7			
2015 I	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	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 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8	
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2	
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0	
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0	
2014 II	92,7	2,7	16,7	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	92,1	2,6	16,7	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	92,0	2,7	16,9	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 I	92,9	2,7	16,7	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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		
			Skupaj	Skupaj	Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno					
					Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2011	2,1	1,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	0,8	3,9			
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0			
2013	1,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7			
2014	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7			
2014 II	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,6			
III	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	0,3	1,2	2,7			
IV	1,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,1	2,7			
2015 I	0,9	-0,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,0	2,7			

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	
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2	
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	
2014 II	16,6	14,5	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6	
III	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6	
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	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7	
2015 feb.	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7	
mar.	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7	
apr.	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7	
maj	16,0	13,9	5,1	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	-0,2	3,4	2,8	0,4	1,6	
jun.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4	
jul.	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	-0,3	3,4	2,8	0,3	1,5	

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	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2014 II	-3,3	0,3	-0,3	-5,1	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9	
III	-3,1	0,5	-0,2	-4,6	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
IV	-3,2	0,6	0,6	-4,0	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2015 I	-3,5	0,7	0,4	-3,9	-4,6	-5,8	-3,9	-2,9	-0,2	
Javni dolg										
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
2014 II	108,9	75,8	10,5	114,5	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8	
III	108,3	75,3	10,5	112,6	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7	
IV	106,6	74,9	10,6	107,6	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5	
2015 I	111,1	74,4	10,5	104,8	168,8	98,0	97,5	135,1	106,8	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 II	-0,3	-1,3	1,3	-3,4	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,7
III	0,0	-0,7	0,7	-2,8	-2,8	-0,4	-4,4	-12,8	-2,8	-2,8
IV	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,4	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,1
2015 I	-1,9	-0,8	0,3	-2,5	-2,0	-1,9	-4,4	-4,6	-2,8	-3,0
Javni dolg										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 II	41,0	38,6	22,4	74,8	68,6	82,2	130,8	78,2	55,7	58,5
III	40,4	38,1	22,1	72,2	68,0	80,7	132,2	77,7	55,4	57,8
IV	40,0	40,8	22,1	68,5	67,9	84,4	130,2	80,9	53,6	59,3
2015 I	35,0	38,1	21,6	70,3	68,9	84,7	129,6	81,9	54,0	60,3

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2015

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

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB. Prevode 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. september 2015.

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