

## Ekonomski bilten

št. 6 / 2016

# Kazalo

<b>Ekonomski in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1    Zunanje okolje	5
2    Finančna gibanja	11
3    Gospodarska aktivnost	14
4    Cene in stroški	19
5    Denar in krediti	23
6    Javnofinančna gibanja	28
<b>Okvirji</b>	<b>31</b>
1    Dejavniki upočasnjene rasti svetovne trgovinske menjave: kaj je novo normalno stanje?	31
2    Finančne omejitve v regijah euroobmočja	35
3    Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. aprila do 26. julija 2016	39
4    Globalni proizvodni vzorci z vidika Evrope: spoznanja iz ankete med velikimi podjetji v euroobmočju	44
5    Vzroki za nedavno razhajanje med deflatorjem BDP ter HICP brez energentov in hrane v euroobmočju	47
6    Dejavniki gibanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo od leta 2008	50
<b>Članek</b>	<b>54</b>
<b>Statistični podatki euroobmočja</b>	<b>S1</b>

# Ekonomika in denarna gibanja

## Povzetek

**Svet ECB je na seji o denarni politiki, ki je potekala 8. septembra 2016, ocenil ekonomske podatke in podatke o denarju, ki so postali razpoložljivi po julijski seji, ter razpravljal o novih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB.** Obširni ukrepi denarne politike, ki so bili sprejeti, še naprej zagotavljajo ugodne pogoje financiranja in podpirajo zagon okrevanja v euroobmočju. Svet ECB zato še naprej pričakuje, da bo realni BDP počasi, a vztrajno rasel, inflacija v euroobmočju pa se bo v prihodnjih mesecih postopno krepila, kar je v skladu z gibanjem, ki so ga nakazale že junajske projekcije. Čeprav doslej razpoložljivi podatki kažejo, da je gospodarstvo euroobmočja sposobno kljubovati vztrajni svetovni gospodarski in politični negotovosti, osnovni scenarij v splošnem ostaja pod vplivom navzdol usmerjenih tveganj.

### Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB na dan 8. septembra 2016

**V prvi polovici leta 2016 se je nadaljevala zmerna svetovna gospodarska rast.** V prihodnjem obdobju bo svetovna rast predvidoma postopno okrevala. Čeprav gospodarske obete v razvitih gospodarstvih podpirajo nizke obrestne mere, izboljševanje razmer na trgu dela in vse večje zaupanje, pa bo negotovost, ki je posledica britanskega referendumu o članstvu v EU, vseeno zavirala povpraševanje v Združenem kraljestvu. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, se bo gospodarska aktivnost na Kitajskem po pričakovanjih upočasnila, medtem ko obeti za velike izvoznice primarnih surovin ostajajo oslabljeni, čeprav se kažejo negotovi znaki stabilizacije. Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost ostajajo usmerjena navzdol.

**Finančni trgi v euroobmočju in na svetovni ravni so med začetkom junija in začetkom septembra ostali razmeroma mirni, kar pa ne velja za čas tik pred britanskim referendumom in po njem.** Tako so svetovni finančni trgi v času pred referendumom, ki je potekal 23. junija, doživljali močno volatilnost, ki je vrhunec dosegla dan po referendumu. Volatilnost finančnih trgov se je od takrat umirila, večina razredov finančnega premoženja pa je nadomestila izgubo. Obenem je bila dolgoročna donosnost obveznic v euroobmočju precej pod ravnijo izpred referendumu, vrednost bančnih delnic pa je bila še naprej nižja od širšega tržnega indeksa.

**Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se nadaljuje.** BDP v euroobmočju se je v drugem četrletju 2016 medčetrletno realno povečal za 0,3%, potem ko je rast v prvem četrletju znašala 0,5%. Rast sta spodbujala neto izvoz in še naprej pozitiven prispevek domačega povpraševanja. Najnovejši podatki kažejo, da se bo rast

nadaljevala tudi v tretjem četrletju 2016, in sicer s približno tolikšno stopnjo kot v drugem četrletju.

**Svet ECB pričakuje, da se bo gospodarsko okrevanje tudi v prihodnjem obdobju nadaljevalo z umirjenim, a hkrati zanesljivim tempom.** Transmisija ukrepov denarne politike v realno gospodarstvo še naprej krepi domače povpraševanje, medtem ko ugodni pogoji financiranja ter izboljšani obeti glede povpraševanja in dobičkonosnosti podjetij spodbujajo okrevanje naložb. Vztrajno izboljševanje zaposlenosti, h kateremu so pripomogle pretekle strukturne reforme, ter še vedno razmeroma nizke cene nafte zagotavljajo dodatno podporo realnemu razpoložljivemu dohodku gospodinjstev in s tem zasebni potrošnji. Poleg tega je pričakovati, da bo javnofinančna politika v letu 2016 zmerno ekspanzivna, v letih 2017 in 2018 pa bo postala v glavnem nevtralna. Okrevanje gospodarstva v euroobmočju pa bodo verjetno zavirali dejavniki, med katerimi so še vedno šibko zunanje povpraševanje – delno povezano z negotovostjo, ki je posledica izida britanskega referenduma – prilaganje bilanc, ki je nujno v številnih sektorjih, in počasno izvajanje strukturnih reform.

**Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2016 znašala 1,7%, v letih 2017 in 2018 pa 1,6%.** V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2016 so bile napovedi za realno rast BDP popravljene rahlo navzdol. Svet ECB ocenjuje, da tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti in so povezana predvsem z zunanjim okoljem.

**Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta 2016 znašala 0,2%, kar je enako kot julija.** Medtem ko se je medletna rast cen energentov še naprej povečevala, se je rast cen storitev in industrijskega blaga razen energentov julija rahlo zmanjšala. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo glede na sedanje terminske cene nafte stopnja inflacije v naslednjih nekaj mesecih najverjetneje ostala nizka, nato pa naj bi se proti koncu leta 2016 začela krepiti, in sicer v veliki meri zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen energentov. Inflacija naj bi se ob podpori ukrepov denarne politike ECB in ob pričakovanem gospodarskem okrevanju v letih 2017 in 2018 še zvišala.

**Makroekonomski projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2016 pripravili strokovnjaki ECB, predvidevajo inflacijo v višini 0,2% za leto 2016, 1,2% za leto 2017 in 1,6% za leto 2018.** V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so obeti za rast inflacije približno nespremenjeni.

**Ukrepi denarne politike, ki so v veljavi od junija 2014, prispevajo k izboljšanju posojilnih pogojev za podjetja in gospodinjstva, s čimer vse bolj spodbujajo kreditne tokove povsod v euroobmočju.** Široki denarni agregat (M3) je julija 2016 še naprej hitro rasel, rast posojil pa se je postopoma krepila. Rast širokega denarja so spet spodbujali predvsem domači viri ustvarjanja denarja. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike še naprej prispevajo nizke obrestne mere in nestandardni ukrepi denarne politike ECB. Banke prenašajo ugodne pogoje financiranja naprej v obliki

nižjih obrestnih mer in blažjo kreditne standarde, s čimer spodbujajo krepitev rasti posojil. Glede na ocene so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v drugem četrtletju 2016 povečali.

## Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter še vedno pričakuje, da bodo ostale na sedanji ali nižji ravni še daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil, da bo ECB mesečne nakupe vrednostnih papirjev v višini 80 milijard EUR predvidoma izvajala do konca marca 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju.

**Svet ECB bo še naprej zelo pozoren in bo za doseganje cilja cenovne stabilnosti po potrebi tudi ukrepal.** Glede na prevladajočo negotovost bo Svet ECB v prihodnje še naprej natančno spremjal gospodarska gibanja in gibanja na finančnih trgih. Ohranil bo izjemno veliko spodbudo s strani denarne politike, ki je upoštevana v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB in je potrebna za to, da se raven inflacije srednjeročno vrne pod 2%, vendar blizu te meje. Če bo potrebno, bo Svet ECB ukrepal z vsemi instrumenti, ki so mu na voljo v okviru mandata. Svet ECB je zadolžil ustrezne odbore, da ovrednotijo možnosti, ki bodo zagotavljale nemoteno izvajanje Eurosistemovega programa nakupov vrednostnih papirjev.

## Zunanje okolje

*Zmerna svetovna gospodarska rast, zabeležena proti koncu lanskega leta, se je nadaljevala tudi v prvi polovici leta 2016. V prihodnjem obdobju bo svetovna rast predvidoma postopno okrevala. Obete za razvita gospodarstva podpirajo nizke obrestne mere, izboljševanje razmer na trgu dela in trdno zaupanje, čeprav bo negotovost, ki je nastala z britanskim referendumom o članstvu v EU, zavirala povpraševanje v Združenem kraljestvu. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, se bo na Kitajskem gospodarska aktivnost po pričakovanjih upočasnila, medtem ko so obeti za velike izvoznice primarnih surovin kljub previdnim znakom stabilizacije še naprej šibki. Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost ostajajo usmerjena navzdol.*

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

**Svetovna gospodarska rast je še naprej zmerna.** V ZDA se je po manjšem upadu v prvem četrletju gospodarska rast v drugem četrletju samo malo okrepila, kar odraža velik zaviralni učinek zalog in nadaljnje zmanjševanje naložb zaradi upada kapitalskih naložb v energetskem sektorju. Po drugi strani je bila rast v Združenem kraljestvu v drugem četrletju bolj odporna. Nasprotno se je na Japonskem upočasnila, čeprav so jo v prvem četrletju spodbudili učinki prestopnega leta. Na Kitajskem se je v drugem četrletju stabilizirala v skladu s ciljno ravnjo, ki jo je za gospodarsko rast določila kitajska vlada, čeprav je bila aktivnost močno odvisna od državne podpore preko infrastrukturnih naložb ter nadaljnje rasti kreditov. Za Brazilijo in Rusijo kratkoročni kazalniki sicer nakazujejo, da je stopnja rasti počasi dosegla dno, vseeno pa se je v drugem četrletju v obeh državah še nadalje znižala. Najnovejši anketni kazalniki na splošno kažejo, da se bo svetovna gospodarska aktivnost še naprej krepila razmeroma počasi. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost je julija ostal večinoma nespremenjen, saj je strm upad v Združenem kraljestvu izravnala okrepitev v nastajajočih tržnih gospodarstvih (glej graf 1).

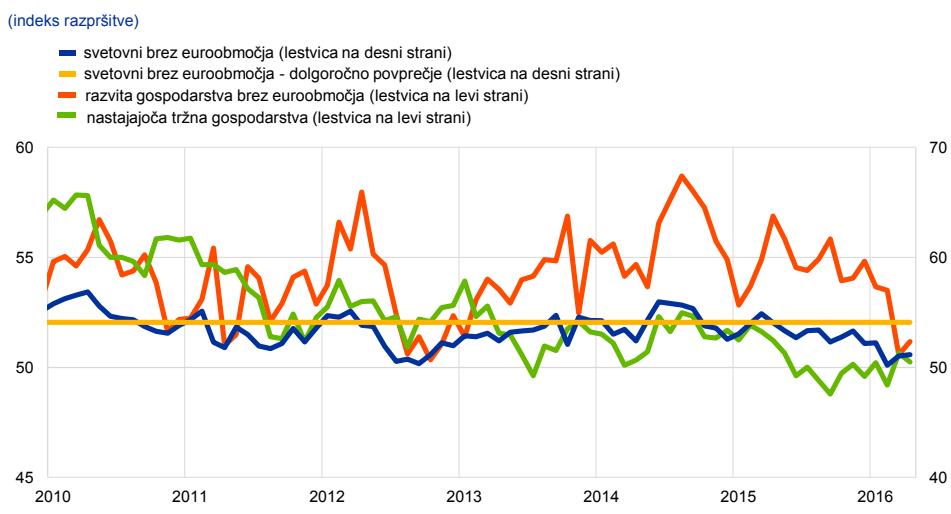
**Izid britanskega referendumu o članstvu v EU je presenetil finančne trge, vendar je volatilnost trajala razmeroma kratek čas, saj so jo nekoliko omilila pričakovanja, da bodo glavna razvita gospodarstva v odgovor sprejela proticiklične ukrepe.**

Britanski funt je po referendumu upadel, sicer pa je bil vpliv na večini svetovnih trgov zunaj Evrope kratkotrajen. Kapitalski tokovi v nastajajoča tržna gospodarstva so spričo splošnega izboljševanja finančnih pogojev v teh državah ostali močni, kar je morda povezano s tokovi ven iz razvitih gospodarstev zaradi iskanja donosa. Bank of England je na avgustovski seji znižala obrestne mere in napovedala nadaljnje kvantitativno popuščanje. Poleg tega je britanska vlada sporočila, da bo po sedanjih pričakovanjih javnofinančna konsolidacija napredovala počasneje, kot se je pričakovalo v prejšnjih obdobjih. V ZDA so tržna pričakovanja, da bo centralna banka v letu 2016 dvignila obrestne mere, takoj po referendumu upadla, kasneje pa zaradi nepričakovano močnih podatkov o trgu dela ponovno zvišala. Japonska centralna banka je na julijski seji sprejela nove monetarne

spodbude, vlada pa je napovedala fiskalne spodbude v dodatnem proračunu za poslovno leto 2016–2017.

### Graf 1

#### Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost



Vira: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2016.

**Vseeno se je makroekonomska negotovost zaradi referendumskega izida povečala.** V Združenem kraljestvu se je negotovost glede prihodnje gospodarske politike po referendumu povečala. Vpliv na druge države je bil manjši, kar kaže, da je referendum očitno sprožil prej regionalni kot globalni šok. Vseeno k povišani negotovosti v drugih državah, zlasti v ZDA in na Kitajskem, verjetno prispevajo tudi drugi dejavniki.

**Šibka gibanja, ki so bila v svetovni trgovinski menjavi zabeležena v letu 2015, so se nadaljevala tudi v zgodnjem obdobju letosnjega leta.** Po podatkih CPB se je obseg svetovnega uvoza blaga v drugem četrletju glede na četrletje prej zmanjšal za 0,8% (glej graf 3). Svetovna trgovinska menjava je bila v zadnjem letu še posebej šibka, kar je deloma posledica velikega zmanjšanja uvoza, ki ga je povzročila globoka recesija v Braziliji in Rusiji. Ko bosta ta dva šoka popustila, se bo pritisk na svetovni uvoz predvidoma zmanjšal, tako da bo rast svetovnega uvoza nekoliko okrevala. Skromno okrevanje napovedujejo tudi anketni kazalniki, ki merijo svetovno trgovinsko menjavo. Tako se je svetovni PMI za nova izvozna naročila avgusta ponovno zvišal in presegel prag 50 točk. Vseeno se bo svetovna trgovinska menjava v srednjeročnem obdobju predvidoma povečevala razmeroma počasi (glej okvir 1). Dohodkovna elastičnost svetovne trgovine, ki upada že vse od leta 2012, se bo verjetno še naprej zmanjševala, saj strukturni dejavniki, ki so trgovinsko menjavo poganjali v preteklosti – zniževanje stroškov prevoza, liberalizacija trgovine, širitev svetovnih vrednostnih verig in finančno poglabljanje – v prihodnje po pričakovanjih ne bodo več delovali tako močno. Zato bo na srednji rok trgovinska menjava verjetno ostala daleč pod ravnimi, ki jih je dosegala pred finančno krizo.

**V prihodnjem obdobju bo svetovna gospodarska rast predvidoma ostala zmerna.** V razvitih gospodarstvih bodo nizke obrestne mere v kombinaciji z

izboljševanjem razmer na trgu dela in stanovanjskih nepremičnin ter trdnim zaupanjem predvidoma podpirale gospodarsko aktivnost, čeprav bo povečana negotovost v Združenem kraljestvu po pričakovanjih omejevala naložbe. Hkrati bo gospodarsko rast verjetno zaviralo postopno ponovno uravnovešanje kitajskega gospodarstva. Kapitalski tokovi v nastajajoča tržna gospodarstva so si v zadnjem času opomogli, vseeno pa mnoge države še vedno pesti zaostrovanje pogojev zunanjega financiranja, ki je povezano s pričakovanim postopnim umikom spodbujevalno naravnane denarne politike v ZDA. Postopno popuščanje globoke recesije v dveh večjih izvoznicah primarnih surovin bo v prihodnjih letih nekoliko prispevalo k svetovni gospodarski rasti, kljub temu pa obeti ostajajo šibki, saj imajo številne izvoznice surovin težave pri prilagajanju na nizke cene surovin. V več regijah povpraševanje omejujejo tudi vse večja politična negotovost in geopolitične napetosti.

**Kot kaže podrobnejši pregled po posameznih državah, bo v ZDA gospodarska aktivnost predvidoma okrevala.** Močni temeljni dejavniki v domačem gospodarstvu, ki se izražajo v hitri rasti zaposlenosti in postopnem zviševanju nominalnih plač, ko se gospodarstvo približuje polni zaposlenosti, ter pozitivni učinki na premoženje gospodinjstev (večinoma zaradi zviševanja cen stanovanjskih nepremičnin), bodo po pričakovanjih spodbujali zasebno potrošnjo. Zniževanje dolgoročnih obrestnih mer in konec krčenja aktivnosti v energetskem sektorju bosta poleg tega v obdobju projekcij spodbujala naložbe. Po drugi strani bosta izvoz zavirala naraščanje tečaja ameriškega dolarja in skromna rast zunanjega povpraševanja.

**Obeti za Japonsko ostajajo šibki.** Na kratki rok bodo proizvodnjo omejevale motnje v dobavnih verigah po aprilskem potresu. Na daljši rok pa bo zasebna potrošnja zaradi zviševanja realnih dohodkov predvidoma postopno okrevala, ugodni finančni pogoji pa bodo verjetno pospeševali rast naložb. Gospodarsko aktivnost bodo podpirali tudi odlog zvišanja DDV, ki je bilo predvideno za april 2017, in dodatni spodbujevalni ukrepi, ki so napovedani v dodatnem proračunu. Poleg tega denarna politika ostaja naravnana zelo spodbujevalno. Na izvoz bo predvidoma pozitivno vplivalo postopno izboljševanje zunanjega povpraševanja, čeprav ga bo po drugi strani nekoliko zaviralo okrevanje jena tekom lanskega leta.

**Povečana negotovost v Združenem kraljestvu bo predvidoma slabila gospodarsko rast.** Institucionalna in politična negotovost, povezana s pogajanjami o izstopu iz EU, bo omejevala domače povpraševanje, še zlasti naložbe, čeprav zadnji podatki kažejo, da je imel referendum kratkoročno doslej razmeroma majhen vpliv. Na daljši rok bi spodbujevalno naravnana denarna politika in upočasnitev tempa javnofinančne konsolidacije moralno ugodno vplivati na gospodarsko aktivnost.

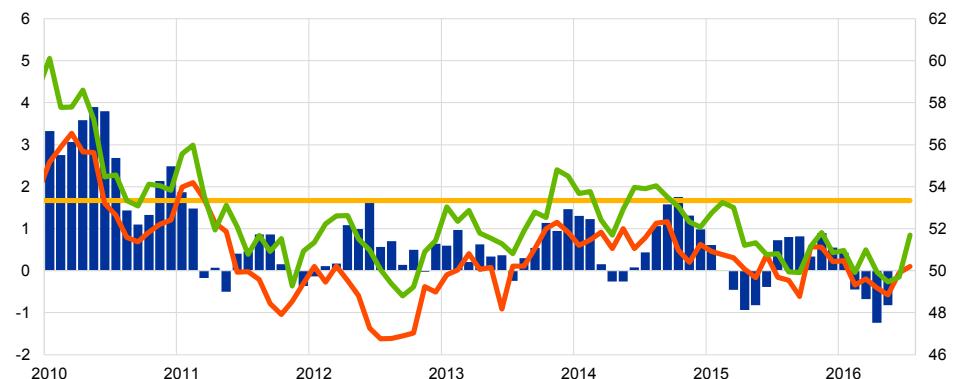
**V državah srednje in vzhodne Evrope bo realna gospodarska aktivnost po projekcijah ostala razmeroma trdna.** Zasebno potrošnjo bosta spodbujala povečevanje realnega razpoložljivega dohodka in nizka inflacija. Vseeno bosta negotovost, ki jo je sprožil britanski referendum, in njegov morebitni vpliv na gospodarstvo Združenega kraljestva in euroobmočja, ki predstavljajo glavne trgovinske partnerice teh držav, v prihodnjih četrletljih verjetno zavirala gospodarsko aktivnost.

## Graf 2

### Svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: trimesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; lestvica na desni strani: indeks razpršitve)

- svetovna trgovinska menjava (lestvica na levi strani)
- svetovna trgovinska menjava - povprečje 1991–2007 (lestvica na levi strani)
- svetovni PMI nova izvozna narocišča (lestvica na desni strani)
- svetovni PMI brez predelovalnih dejavnosti v euroobmočju (lestvica na desni strani)



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2016 za indeksa PMI ter za junij 2016 za svetovno trgovinsko menjavo.

**Na Kitajskem se bo gospodarska rast predvidoma postopno umirjala.** V kratkoročnem obdobju jo bosta podpirala še vedno močna potrošnja in krepitev povpraševanja na stanovanjskem trgu v povezavi s še nadalje spodbujevalno naravnano denarno politiko in javnofinančnimi spodbudami. Na daljši rok pa se bo gospodarska rast zaradi večjega poudarka na ponovnem uravnovešanju gospodarstva, ki obsega zmanjševanje presežnih zmogljivosti v nekaterih panogah težke industrije in ukrepe za reševanje nedonosnih posojil, po pričakovanjih upočasnila.

**Čeprav proizvodnja v velikih izvoznicah primarnih surovin kaže znake stabilizacije, obeti ostajajo šibki.** V Rusiji so se finančni pogoji po odločitvi centralne banke, da zniža obrestne mere, nekoliko izboljšali, vseeno pa negotovost ostaja visoka, zaupanje podjetij pa šibko. Po drugi strani bo v Braziliji gospodarsko aktivnost po pričakovanjih zavirala kombinacija velike politične negotovosti, zaviralno naravnane denarne politike, zaostrenih pogojev financiranja ter načrtovanih ukrepov za javnofinančno konsolidacijo.

**Na splošno se pričakuje, da bo svetovna gospodarska rast še naprej okrevala počasi in neenakomerno.** Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, objavljenih septembra 2016, se bo medletna rast realnega BDP na svetovni ravni brez euroobmočja zvišala s 3,0% v letu 2016 na 3,5% v letu 2017 in na 3,7% v letu 2018. Medletna rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju se bo po projekcijah okreplila z 1,6% v letu 2016 na 2,6% v letu 2017 in na 3,5% v letu 2018. Zmerna okrepitev gospodarske aktivnosti in trgovinske menjave, ki je za obdobje projekcij predvidena v osnovnem scenariju, odraža trdno rast v razvitih gospodarstvih in postopno popuščanje globoke recesije v dveh velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, namreč Braziliji in Rusiji, kar bo predvidoma izravnalo postopno upočasnjevanje kitajskega gospodarstva. V primerjavi z junijskimi projekcijami so bili obeti za svetovno gospodarsko rast popravljeni rahlo navzdol. Nasprotno so bili obeti

za zunanje povpraševanje euroobmočja navzdol popravljeni bolj izrazito, kar odraža mnogo šibkejšo rast uvoza iz Združenega kraljestva.

**Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost so še vedno usmerjena navzdol, in sicer predvsem za nastajajoča tržna gospodarstva.** Glavno navzdol usmerjeno tveganje je možnost, da se bo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vključno s Kitajsko, upočasnila bolj, kot je pričakovano. Poleg tega bi zaostrovanje pogojev financiranja in stopnjevanje politične negotovosti lahko zaostriла obstoječa makroekonomska neravnovesja, oslabila zaupanje in povzročila nepričakovano močno upočasnitev. Zaradi negotovosti glede gospodarske tranzicije na Kitajskem bi se lahko povečala volatilnost na svetovnih finančnih trgih. Na obete še naprej negativno vplivajo tudi geopolitična tveganja. Poleg tega bi bile gospodarske posledice britanskega izstopa iz EU lahko hujše, kot je pričakovano, kar bi povečalo negotovost in negativno vplivalo na trgovinsko menjavo, zaupanje podjetij in naložbe.

## Svetovna cenovna gibanja

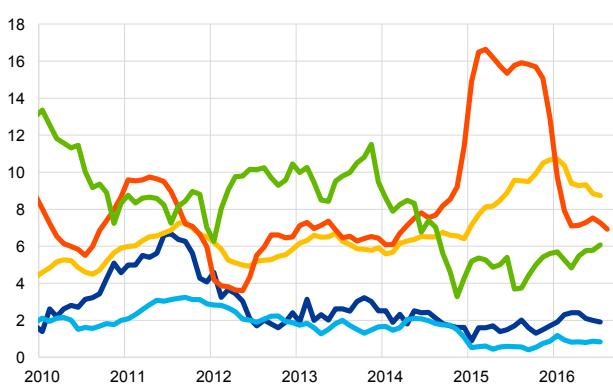
**Učinki znižanj cen nafte v prejšnjih obdobjih še naprej zavirajo rast skupne inflacije na svetovni ravni.** Povprečna medletna inflacija, merjena s CPI, je v državah OECD julija padla na 0,8%, potem ko je mesec prej znašala 0,9% (glej graf 3). Rast inflacije so še naprej zavirali energenti, saj je povprečna inflacija v državah OECD brez hrane in energentov julija znašala 1,8%. Med večjimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi je na Kitajskem inflacija upadla, v Braziliji je ostala visoka, v Indiji in Rusiji pa se je malenkost zvišala.

**Graf 3**

Inflacija cen živiljenjskih potrebščin

(medletne spremembe v odstotkih)

- Kitajska
- Brazilija
- Rusija
- Indija
- države OECD



Viri: Nacionalni viri in OECD.

Opomba: Zadnji podatki so za julij 2016 za posamezne države razen Rusije, kjer se nanašajo na avgust 2016, in za julij 2016 za agregat OECD.

## Cene nafte so se v zadnjih mesecih zvišale.

Cenovno dinamiko so oblikovala gibanja na strani ponudbe, saj so veliki izpadi v vrsti držav OPEC (Libija, Nigerija in Venezuela) in eni nečlanici OPEC (Kanada) omejevali presežno ponudbo. Vseeno je bolj nedavno proizvodnja v Saudski Arabiji doseгла najvišjo raven vseh časov, zmanjševanje ponudbe ameriške nafte iz skrilavcev se je upočasnilo, Kanada pa je hitreje obnovila proizvodnjo, kot je bilo pričakovano. Obenem je povpraševanje po nafti v prvi polovici leta 2016 ostalo močnejše, kot je bilo pričakovano. V prihodnjih mesecih bo cene nafte podpiralo ponovno uravnovešanje ponudbe in povpraševanja. Cene primarnih surovin razen nafte so na agregatni ravni v zadnjih treh mesecih ostale skoraj nespremenjene.

## V prihodnjem obdobju se bo svetovna inflacija

**predvidoma postopno zviševala.** Kratkoročno bodo učinki preteklega znižanja cen nafte in drugih primarnih surovin popuščali in tako manj zavirali gibanje skupne inflacije. Bolj dolgoročno pa navzgor usmerjena krivulja terminskih cen nakazuje, da

se bo cena nafte v obdobju projekcij zviševala. Obenem bodo gibanje osnovne inflacije v srednjeročnem obdobju verjetno omejevale obsežne proste zmogljivosti na svetovni ravni.

## 2

## Finančna gibanja

Razmere na finančnih trgih v euroobmočju in na svetovni ravni so bile med začetkom junija in začetkom septembra – razen v času neposredno pred referendumom v Združenem kraljestvu in tik po njem – razmeroma mirne. V obdobju do referendumu, ki je potekal 23. junija, so bili finančni trgi vse bolj volatilni, na dan po referendumu pa se je volatilnost skokovito povečala. Od takrat se zmanjšuje, večina kategorij finančnega premoženja pa je medtem že nadomestila svoje izgube. Glavne izjeme pri normalizaciji so donosnost dolgoročnih obveznic v euroobmočju, ki je še vedno precej nižja kot pred referendumom, in bančne delnice, ki še naprej dosegajo nižje donose v primerjavi s širšim tržnim indeksom.

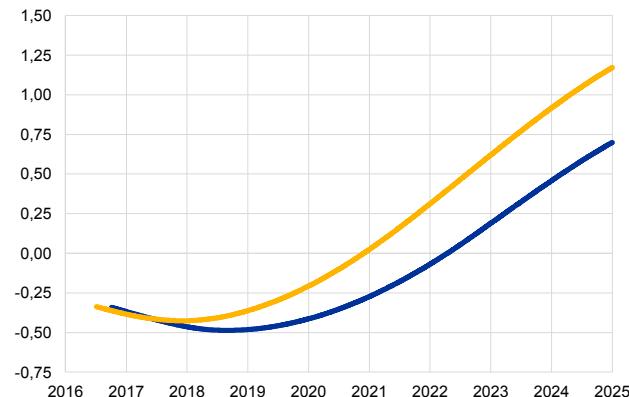
**Razmeroma umirjena gibanja na finančnih trgih, zabeležena v drugem četrletju 2016, so se nadaljevala.** Zaradi rahlega izboljšanja svetovnih gospodarskih obetov, h kateremu so prispevala predvsem gospodarska gibanja v ZDA, so finančni trgi v euroobmočju in na svetovni ravni dobro prestali takojšnje posledice izida glasovanja na referendumu v Združenem kraljestvu o izstopu iz EU. V euroobmočju se je prvi odziv na izid referendumu pokazal v močni depreciaciji eura v razmerju do ameriškega dolarja, izravnava krivulje terminskih obrestnih mer EONIA, povečanju razmikov v donosnosti državnih in podjetniških obveznic, povečanju implicitne volatilnosti ter padcu vrednosti delnic, zlasti bančnih. Od takrat se je volatilnost finančnih trgov zmanjšala, prav tako so se zmanjšali razmiki v donosnosti državnih obveznic, večina drugih kategorij finančnega premoženja pa je nadomestila svoje izgube. Čeprav ni mogoče izključiti možnosti, da se bodo finančni trgi ponovno odzvali, ko bo z večjo gotovostjo znano, kako poteka razmerje Združenega kraljestva z EU, so bili takojšnji negativni učinki tega dogodka kratkotrajni.

**Graf 4**

Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)

- 7. september 2016
- 2. junij 2016



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih (EONIA) je v obravnavanem obdobju (tj. od 2. junija do 7. septembra) ostalo nespremenjeno, medtem ko se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA izravnala, kar je mogoče pripisati predvsem referendumu v Združenem kraljestvu (glej graf 4).**

Tržna pričakovanja glede prihodnje obrestne mere EONIA se postopno znižujejo. Dne 2. junija se je pričakovalo, da bo EONIA postala pozitivna leta 2021, po pričakovanjih ob koncu obravnavanega obdobia pa naj bi do tega prišlo najmanj eno leto pozneje.

Popravljena je bila tudi pričakovana smer krivulje terminskih obrestnih mer EONIA. Iz grafa 4 je razvidno, da se je krivulja v obravnavanem obdobju časovno oddaljila in še bolj pomaknila navzdol. Iz teh gibanj je mogoče sklepati, da trgi morda pričakujejo dodatne ukrepe spodbujevalno naravnane denarne politike. EONIA se je gibala med –32 in –35 bazičnimi točkami,

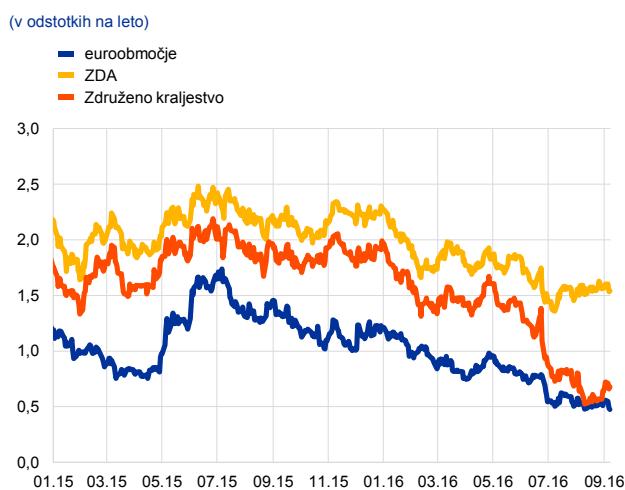
razen ob koncu drugega četrletja 2016, ko se je prehodno zvišala na –29 bazičnih točk. Presežna likvidnost se je zaradi Eurosistemovih nakupov v okviru razširjenega

programa nakupa vrednostnih papirjev povečala za okrog 192 milijard EUR na okrog 1.040 milijard EUR. Likvidnostne razmere v euroobmočju in operacije denarne politike so podrobnejše obravnavane v okvirju 3.

**Medtem ko se je pred britanskim referendumom donosnost dolgoročnih obveznic v euroobmočju večinoma gibala precej skladno s svetovno dolgoročno donosnostjo, se je po referendumu razmik med donosnostjo v ZDA in euroobmočju rahlo povečal, donosnost dolgoročnih obveznic v Združenem kraljestvu pa se je izrazito zmanjšala (glej graf 5).** Ta gibanja so verjetno posledica ocen tržnih udeležencev glede različnih gospodarskih razmer in denarnih politik v teh gospodarskih območjih. Ob majhni volatilnosti trgov obveznic se je povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, od konca junija do 7. septembra gibala na nizki ravni. Med posameznimi državami so bile še vedno razlike, pri čemer je bila donosnost nemških 10-letnih obveznic negativna, donosnost portugalskih, španskih in italijanskih 10-letnih obveznic pa se je dodatno, čeprav le malenkostno, znižala. Ta gibanja bi bilo treba obravnavati tudi v luči sedanjega programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

#### Graf 5

Donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, ZDA in Združenem kraljestvu

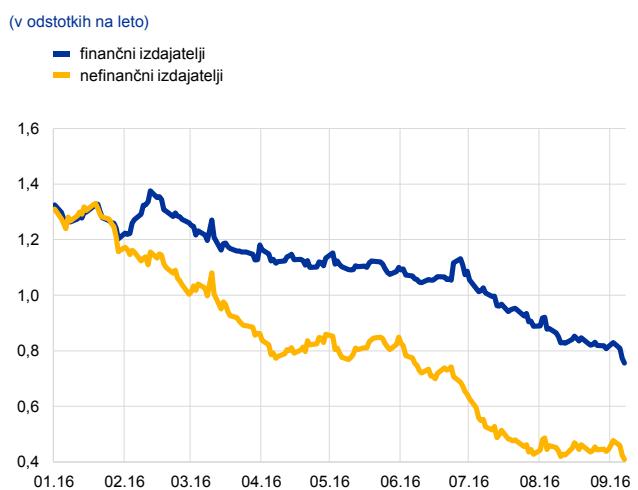


Vir: Thomson Reuters.

Opomba: Postavka »euroobmočje« označuje povprečno donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtano z BDP. Postavka »ZDA« označuje donosnost 10-letnih državnih obveznic. Postavka »Združeno kraljestvo« označuje donosnost 10-letnih državnih obveznic. Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2016.

#### Graf 6

Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju



Vir: Thomson Reuters.

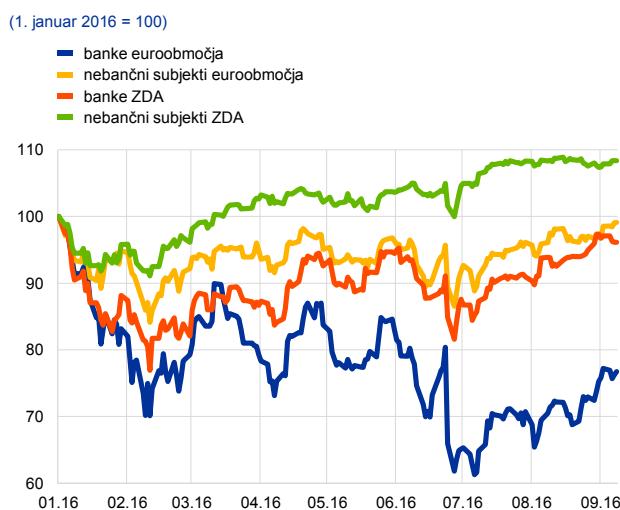
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2016.

**Na donosnost obveznic nefinančnih družb še naprej pozitivno vpliva program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.** Donosnost obveznic nefinančnih družb, ki se je pred tem zniževala, se je proti koncu julija ustalila na ravni okrog 0,45%. Sedanja raven je za več kot 80 bazičnih točk nižje kot na začetku leta in jo je mogoče v veliki meri pripisati programu nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja (glej tudi okvir 2, *Economic Bulletin*, številka 5/2016, avgust 2016). Donosnost bančnih obveznic je sledila podobni dinamiki, čeprav se je znižala manj izrazito.

**Svetovni delniški trgi so se močno odzvali na izid referendumu o članstvu Združenega kraljestva v EU, ki je najbolj vplival na banke v euroobmočju.** Tečaji nebančnih delnic v euroobmočju ter tečaji bančnih in nebančnih delnic v ZDA so nadomestili izgube iz obdobja neposredno po referendumu. Tečaji teh delnic so bili ob koncu obravnavanega obdobja višji kot na začetku junija. Čeprav so se bančne delnice v euroobmočju močno zvišale glede na najnižjo točko, doseženo 6. julija, še naprej dosegajo precej niže donose kot širši trg, zlasti z dolgoročnejšega vidika.

**Graf 7**

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

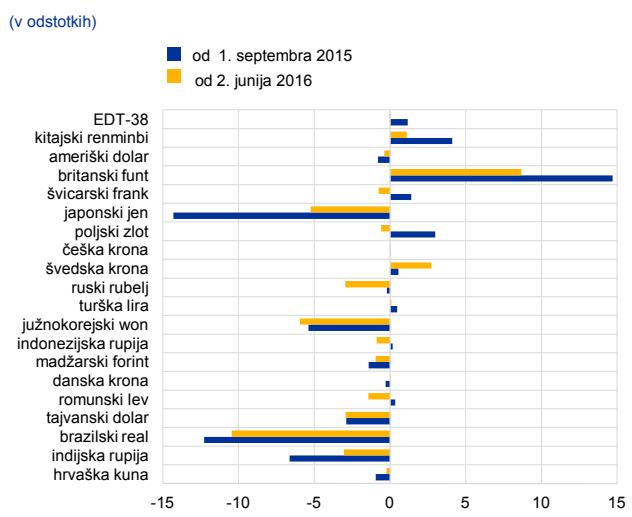


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2016.

**Graf 8**

### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut



Vir: ECB.

Opomba: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

**Na deviznih trgih se euro efektivno skoraj ni spremenil.** To je bilo predvsem posledica dejstva, da se je euro ob povečani negotovosti zaradi izida britanskega referenduma v razmerju do britanskega funta okreplil za 9,3%, medtem ko je v razmerju do večine drugih glavnih valut, razen ameriškega dolarja, oslabel. V razmerju do japonskega jena, na katerega sta spodbudno vplivala večja volatilnost in zmanjšanje naklonjenosti tveganju, je tako depreciral za okrog 5,9%. Nekoliko je depreciral tudi v razmerju do švicarskega franka ter v večji meri do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev in držav izvoznic surovin (glej graf 8).

### 3

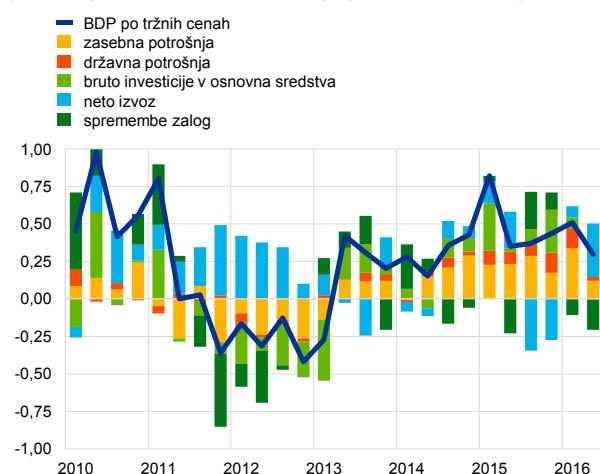
## Gospodarska aktivnost

Realna rast BDP v euroobmočju se je po dobrih rezultatih v prvem četrtletju v drugem četrtletju normalizirala. K rasti sta prispevala neto izvoz in še naprej pozitivno domače povpraševanje. Najnovejši anketni kazalniki kažejo na vztrajno nadaljnjo zmersko rast v tretjem četrtletju. V prihodnje naj bi bilo gospodarsko okrevanje v euroobmočju zmersko, toda vztrajno. Na domače povpraševanje še naprej spodbudno vpliva transmisija ukrepov denarne politike ECB v realno gospodarstvo. Naložbe še vedno spodbujajo ugodni pogoji financiranja, zmanjšana zadolženost in izboljšana dobičkonosnost podjetij. Vztrajno zviševanje zaposlenosti, k čemur so pripomogle tudi pretekle strukturne reforme, in še vedno relativno nizke cene nafte naj bi zagotovili dodatno podporo realnemu razpoložljivemu dohodku gospodinjstev in zasebni potrošnji. Poleg tega se pričakuje, da bo naravnost fiskalne politike v euroobmočju leta 2016 rahlo ekspanzivna, v letih 2017 in 2018 pa bolj ali manj nevtralna. Obete za gospodarsko rast v euroobmočju pa še naprej zavirajo šibko zunanje okolje, počasno izvajanje strukturnih reform ter prilaganje bilanc v številnih sektorjih. Zunanje povpraševanje bo predvidoma še dodatno zaviral tudi izid referendumu o EU v Združenem kraljestvu. Letošnje septembriske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB predvidevajo, da se bo BDP v euroobmočju realno povečal za 1,7% leta 2016 ter 1,6% v letih 2017 in 2018.

**Graf 9**

### Realni BDP in komponente v euroobmočju

(četrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2016.

**Gospodarska rast v euroobmočju se nadaljuje, pri čemer se je realna rast BDP po visoki rasti v prvem četrtletju 2016 v drugem četrtletju normalizirala.**

Realna rast BDP se je v drugem četrtletju 2016 medčetrtletno zmanjšala na 0,3%, potem ko je v prvem četrtletju znašala 0,5%. Na proizvodni strani se je dodana vrednost medčetrtletno povečala za 0,3%, k čemur so prispevale industrija (brez gradbeništva) in storitvene dejavnosti, medtem ko se je dodana vrednost v gradbeništvu zmanjšala. Na ravni posameznih držav se je BDP v primerjavi s predhodnim četrtletjem realno povečal v Nemčiji, Španiji in na Nizozemskem, medtem ko v Franciji in Italiji ni dosegel rasti. Na splošno se je gospodarska aktivnost povečala ob podpori pozitivnega prispevka neto izvoza in nadaljnega pozitivnega prispevka domačega povpraševanja, čeprav je bil manjši kot v predhodnem četrtletju.

### Zasebna potrošnja, ki je najbolj spodbujala

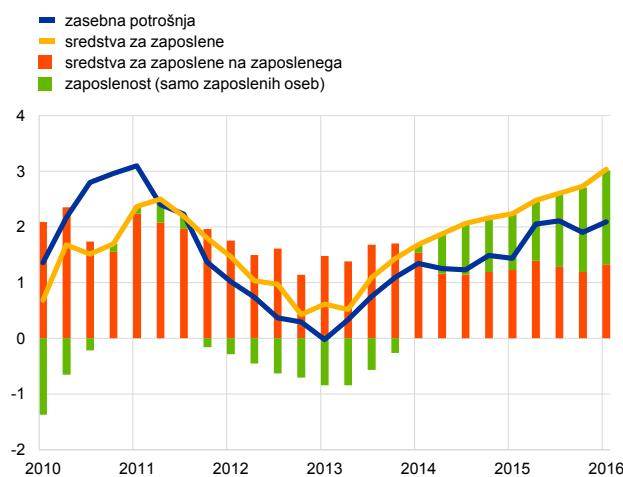
**gospodarsko okrevanje v zadnjih letih, se je v drugem četrtletju le zmersno povečala.** Umiritev v primerjavi s prvim četrtletjem najbrž kaže, da se je potrošnja nekoliko normalizirala, potem ko je v prvem četrtletju doseglala visoko rast. Kljub temu bo potrošnja verjetno ostala eden glavnih dejavnikov, ki bodo podpirali nadaljnje

okrevanje, zlasti zdaj, ko trgi dela še naprej okrevojo in zaupanje potrošnikov ostaja veliko.

#### Graf 10

#### Nominalni dohodki od dela in zasebna potrošnja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opombe: Žadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2016. Zasebna potrošnja in dohodek od dela sta prikazana v nominalni vrednosti.

#### Najnovejše izboljšanje zasebne potrošnje v euroobmočju je predvsem posledica povečane zaposlenosti.

Čeprav zasebno potrošnjo v zadnjih dveh letih podpirajo nizke cene nafte, pa postajajo dohodki od dela vse bolj pomemben dejavnik, ki povečuje razpoložljivi dohodek gospodinjstev. Ker se je prispevek nominalne rasti plač k skupni rasti razpoložljivega dohodka med okrejanjem zmanjševal, skupnih nominalnih dohodkov od dela v zadnjem času niso spodbujale plače, ampak zaposlenost (glej graf 10). To odraža nadaljnje izboljševanje razmer na trgih dela v euroobmočju, ki so okrevali bolj, kot bi lahko pričakovali na podlagi realne rasti BDP (glej članek z naslovom »The employment-GDP relationship since the crisis« v tej številki Ekonomskega biltena). Rast zasebne potrošnje v prihodnje bi morali nadalje podpreti tudi vse boljši bančni posojilni pogoji, podkrepljeni z ukrepi denarne politike ECB. Čeprav so nizke obrestne mere vplivale na obrestne prihodke, pa

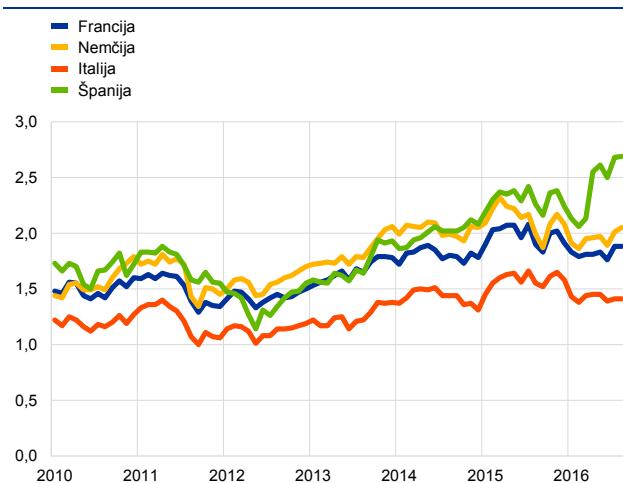
so obenem vplivale tudi na obrestne odhodke, tako da v povprečju niso toliko vplivale na neto obrestne prihodke gospodinjstev v euroobmočju. Za neto posojilojemalce je značilna večja mejna nagnjenost k potrošnji v primerjavi z neto varčevalci, zato naj bi prerazporeditev obrestnih prihodkov oz. odhodkov nadalje podprla skupno zasebno potrošnjo (glej tudi okvir 3 z naslovom »Nizke obrestne mere in neto obrestni prihodki gospodinjstev«, Ekonomski bilten, ECB, junij 2016).

**Trgi dela v euroobmočju še naprej okrevojo, kar je razvidno iz upadanja stopnje brezposelnosti, večje zaposlenosti in večjega pričakovanega zaposlovanja.** Zaposlenost je v prvem četrletju 2016 še naprej naraščala, in sicer medčetrtletno za 0,3%. Posledično je bila stopnja zaposlenosti v euroobmočju za 1,4% višja kot leto prej, kar predstavlja najhitrejše medletno povečanje od prve polovice leta 2008 dalje. Več zgodnjih informacij, na primer iz anket, še naprej kaže nadaljnje zmerno izboljšanje razmer na trgih dela v euroobmočju. Vseeno pa skupno število opravljenih delovnih ur v euroobmočju zaostaja za naraščanjem zaposlenosti, kar je deloma posledica večjega števila zaposlitv s krajskim delovnim časom (glej tudi okvir z naslovom »Dejavniki gibanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo od leta 2008« v tej številki Ekonomskega biltena). Kar zadeva stopnjo brezposelnosti v euroobmočju, se je nadaljeval trend upadanja, ki se je začel na začetku leta 2013, saj je v drugem četrletju 2016 ta stopnja znašala 10,1%, kar je najmanj od sredine leta 2011 dalje. Julija je stopnja brezposelnosti ostala na tej ravni. Širša merila neizkorščenega potenciala na trgu dela – ki upoštevajo tudi segmente prebivalstva, ki neprostovoljno delajo s krajskim delovnim časom ali so se umaknili s trga dela – so še naprej velika in upadajo počasneje kot brezposelnost.

**Rast investicij se je v drugem četrtletju zelo upočasnila zaradi manjše industrijske proizvodnje investicijskega blaga ter manjše aktivnosti v gradbeništvu.** Razmeroma slabi rezultati glede skupnih investicij v drugem četrtletju so verjetno posledica manjšega obsega stanovanjskih naložb, potem ko so ugodne vremenske razmere v predhodnem četrtletju omogočile relativno velik obseg proizvodnje v gradbenem sektorju v omenjenem četrtletju. Podjetniške investicije so poleg manjše stopnje izkoriščenosti zmogljivosti zavirale tudi šibka proizvodnja investicijske blaga, deloma povezana z umirjenim zunanjim okoljem.

### Graf 11

Razmerje med tržno in knjigovodska vrednostjo



Vir: Thomson Reuters.

Opombe: Razmerje med tržno in knjigovodska vrednostjo je kazalnik, s katerim se primerja tržna vrednost delnice z njeno knjigovodska vrednostjo. Tržna vrednost delnice je v prihodnost usmerjena metrika, ki zrcali prihodnje denarne tokove podjetja. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2016.

### Z izboljševanjem razmer v euroobmočju bodo v bližnji prihodnosti verjetno okrevale tako podjetniške kot tudi gradbene investicije.

Izboljševanje finančnih razmer, večje zaupanje v gradbenem sektorju in vse več izdanih gradbenih dovoljenj na splošno kažejo na večjo rast investicij v tretjem četrtletju. Poleg tega je anketa Evropske komisije pokazala, da je povpraševanje od leta 2013 po ocenah vse šibkejši dejavnik omejevanja proizvodnje investicijskega blaga, v tretjem četrtletju pa je dosegl raven, ki ni bila zabeležena že od začetka leta 2012. Podjetniške in tudi gradbene investicije bodo verjetno še naprej spodbujali okrevanje povpraševanja, spodbujevalno naravnana denarna politika in boljši pogoji financiranja. V prihodnje bosta skupne investicije verjetno spodbudila tudi vse večji dobiček v zadnjih nekaj mesecih (glej graf 11) in potreba po nadomestitvi kapitala po več letih umirjenih investicij v osnovna sredstva. Vseeno bi lahko investicijske obete omejevale

negotovost, povezana s prihodnjimi odnosi EU z Združenim kraljestvom, in morebitne posledice za gospodarstvo euroobmočja. Poleg tega lahko rast investicij zavirajo tudi potrebe po razdolževanju in počasno izvajanje reform, zlasti v nekaterih državah, ter morebitna umirjena potencialna rast.

**Vztrajno šibko zunanje okolje letos še naprej omejuje izvoz blaga v države zunaj euroobmočja (glej graf 12).** Na šibko svetovno trgovinsko menjavo vpliva več dejavnikov (glej okvir 1 v tej številki Ekonomskega biltena), med katerimi se eden nanaša na vse večjo lokalno proizvodnjo na lokalnih prodajnih trgih zaradi spremenjanja vzorcev svetovnega povpraševanja, problema stroškov dela in zahtev glede lokalnih virov (glej okvir 4 v tej številki Ekonomskega biltena). Šibka rast izvoza blaga v države zunaj euroobmočja je bila v drugem četrtletju v glavnem posledica upadanja izvoza v Azijo (brez Kitajske) ter v države proizvajalke nafte v OPEC in v Latinski Ameriki. ZDA in Rusija sta k rasti izvoza blaga prispevali bolj ali manj nevtralno, Kitajska in evropske države zunaj euroobmočja pa pozitivno. Rast izvoza blaga v države zunaj euroobmočja je sicer še vedno zelo šibka, vendar je v prvi polovici leta 2016 presegla rast svetovnega uvoza blaga, kar je privedlo do večjega deleža na izvoznih trgih v primerjavi z drugo polovico leta 2015 deloma po zaslugu še vedno pozitivnih zapoznelih učinkov gibanja efektivnega tečaja eura. Takšne ugodne razmere bodo verjetno postopoma popustile, medtem ko je na podlagi anket,

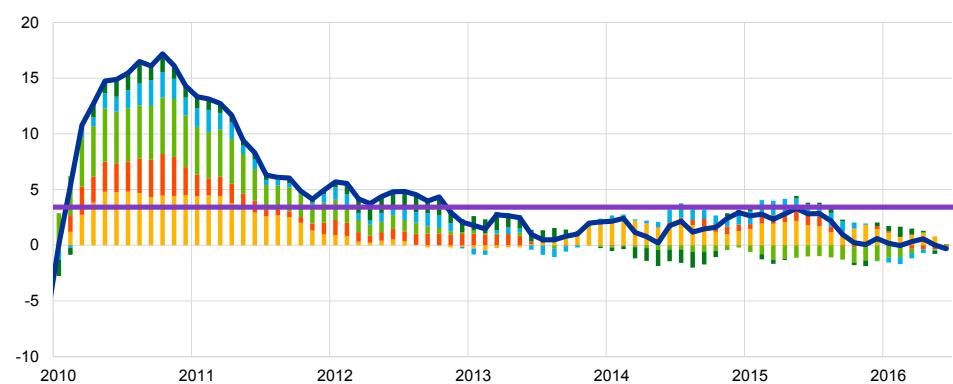
izvoznih naročil in industrijske proizvodnje mogoče sklepati, da bo izvozna dinamika v bližnji prihodnosti še naprej šibka. Gledano dolgoročneje, bo izvoz v države zunaj euroobmočja predvidoma naraščal močneje po postopni oživitvi svetovne trgovinske menjave.

### Graf 12

#### Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja

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

- skupaj
- evropske države zunaj euroobmočja
- Azija (brez Kitajske)
- Brazilija, Rusija, Kitajska in Turčija
- ZDA
- druge države
- povprečna rast izvoza v države zunaj euroobmočja, 2001-2015



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na maj 2016 za evropske države zunaj euroobmočja in na junij 2016 za vse druge države. Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja je izražen v obsegu.

**Tveganja, ki spremljajo trgovinske obete, ostajajo na strani nižje rasti in se v glavnem nanašajo na negativne posledice referendumu v Združenem kraljestvu o članstvu v EU.** Rast izvoza blaga v Združeno kraljestvo je začela pešati že na začetku leta 2016. To je še poslabšala precešnja depreciacija funta v razmerju do eura. Šibkejše povpraševanje po uvozu v Združenem kraljestvu bo verjetno neposredno negativno vplivalo na trgovinsko menjavo euroobmočja, saj je ta država ena največjih trgovinskih partneric euroobmočja, pa tudi posrednih partneric preko trgovinske menjave z drugimi državami.

#### Kratkoročni kazalniki na splošno kažejo nadaljnjo zmerno rast v tretjem

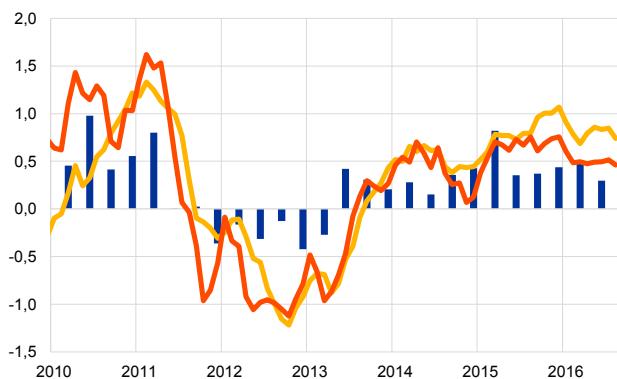
**četrletju.** Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je avgusta znižal, pri čemer je zmanjšanje zajelo vse sektorje in je posledica slabših ocen sedanjega stanja in nižjih pričakovanj. Negativni rezultati so bili povezani predvsem z oceno skupnih in tudi izvoznih naročil v predelovalnih dejavnostih, zlasti v sektorju investicijskega blaga, kjer je bilo avgusta zabeleženo veliko znižanje. Avgusta se je znižal tudi sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti. Kljub temu je bila povprečna vrednost obeh kazalnikov v juliju in avgustu bolj ali manj enaka kot v drugem četrletju in višja od dolgoročne povprečne vrednosti, kar kaže na nadaljnjo zmerno gospodarsko rast (glej graf 13).

### Graf 13

Realni BDP, sestavljeni indeks vodij nabave o gospodarski aktivnosti in kazalnik gospodarske klime

(medčetrtletne stopnje rasti in normalizirana ravnotežja v odstotkih; difuzijski indeksi)

- realni BDP (medčetrtletne stopnje)
- kazalnik gospodarske klime
- sestavljeni PMI o gospodarski aktivnosti



Viri: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

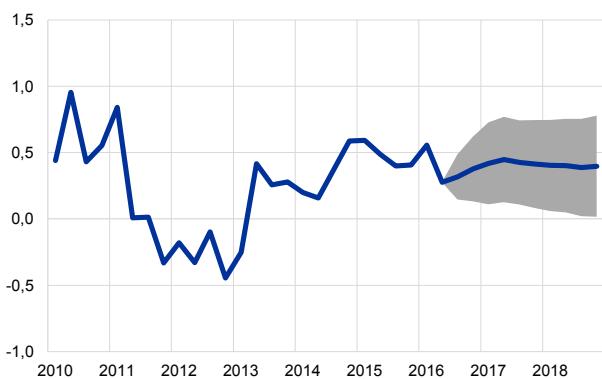
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2016 pri BDP ter na avgust 2016 pri kazalniku gospodarske klime in pri indeksu vodij nabave (PMI).

### Graf 14

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)

- BDP
- razpon projekcij



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 8. septembra 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razlikah med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razponov je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je dostopen na spletnem mestu ECB.

**V prihodnje se bo predvidoma nadaljevala zmerna, toda vztrajna gospodarska rast v euroobmočju.** Leta 2016 naj bi se domače povpraševanje še naprej vztrajno krepilo ob podpori spodbujevalno naravnane denarne politike in fiskalne politike. Investicije naj bi spodbujalo nadaljnje izboljševanje dobičkonosnosti podjetij ter potreba po posodobitvi osnovnega kapitala po več letih umirjenih investicij. Zasebno potrošnjo bodo po pričakovanjih ohranjali vztrajno zviševanje zaposlenosti, boljši bančni posojilni pogoji in še vedno relativno nizke cene nafte. Okrevanje gospodarstva v euroobmočju pa bodo verjetno zavirali še vedno umirjeno zunanje povpraševanje, deloma povezano z negotovostjo, ki je sledila rezultatom referendumu v Združenem kraljestvu, nujno prilagajanje bilanc v številnih sektorjih in počasno izvajanje strukturnih reform.

**Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP znašala 1,7% v letu 2016 ter 1,6% v letih 2017 in 2018 (glej graf 14).** V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bile napovedi realne rasti BDP popravljene nekoliko navzdol. Tveganja za gospodarsko rast v euroobmočju, ki so še naprej usmerjena navzdol, so povezana predvsem z zunanjim okoljem.

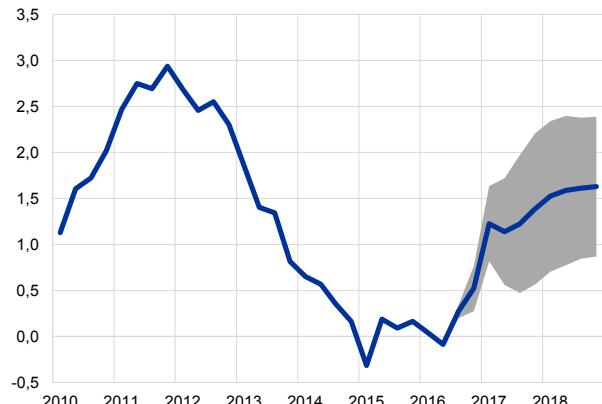
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta 2016 znašala 0,2%, kar je enako kot julija. Medtem ko se je medletna rast cen energentov še naprej povečevala, se je rast cen storitev in industrijskega blaga razen energentov julija rahlo zmanjšala. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo glede na sedanje terminske cene nafte stopnja inflacije v naslednjih nekaj mesecih predvidoma ostala nizka, nato pa naj bi se proti koncu leta 2016 začela krepiti, in sicer v veliki meri zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen energentov. Zatem naj bi se ob podpori ukrepov denarne politike ECB in pričakovanem gospodarskem okrevanju inflacija še zvišala. Takšno splošnejšo dinamiko inflacije kažejo tudi letošnje septembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2016 znašala 0,2%, v letu 2017 1,2%, v letu 2018 pa 1,6%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so obeti za rast inflacije približno nespremenjeni.

**Graf 15**

## Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)

— HICP  
█ razpon projekcij



Vira: Eurostat in članek z naslovom »Septembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 8. septembra 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2016 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2018 (projekcije).

**Skupna inflacija je avgusta 2016 ostala na nizki ravni.**

Po Eurostatovi prvi oceni je skupna inflacija avgusta znašala 0,2%, kar je enako kot julija, pri čemer se je povečanje rasti cen energentov izravnalo z rahlim zmanjšanjem rasti cen storitev in industrijskega blaga razen energentov (glej graf 16). To je sledilo vztrajnemu zviševanju skupne inflacije z –0,2% v aprilu na 0,2% v juliju, k čemur sta prispevali predvsem manj negativna rast cen energentov in višja rast cen hrane.

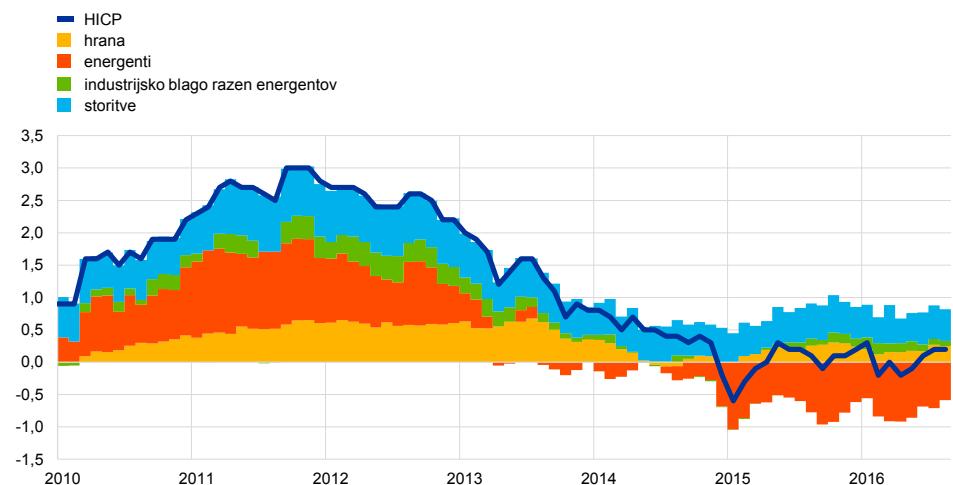
**Večina merit osnovne inflacije ne kaže nikakršnega jasnega trenda naraščanja.**

Po povečanju v prvi polovici leta 2015 se medletna inflacija brez hrane in energentov od lanskega poletja dalje giblje na ravni okrog 1%. Podobno tudi druga merila osnovne inflacije ne kažejo nobenih jasnih znakov, da se zvišujejo (glej graf 17). To je lahko deloma posledica posrednih navzdol delujočih učinkov, ki izhajajo iz preteklega strmega padca cen nafte in drugih primarnih surovin. Še bolj bistveno pa je, da so domači stroškovni pritiski – zlasti rast plač – ostali umirjeni.

### Graf 16

#### Prispevek skupin k skupni inflaciji v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2016 (prva ocena).

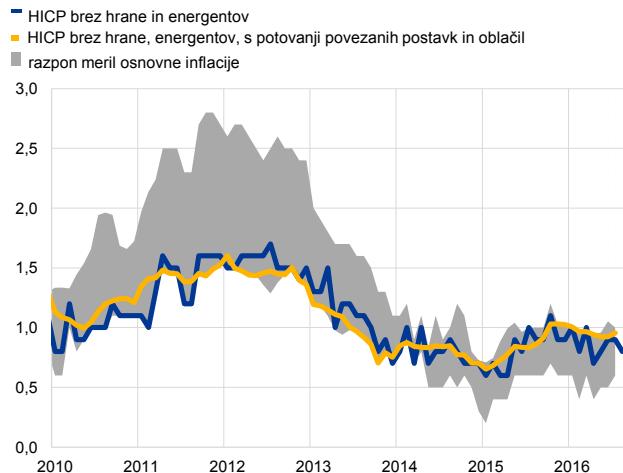
**Pritiski iz proizvodne verige so ostali šibki.** Medletna stopnja rasti uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo se je julija v primerjavi z junijem zmanjšala z  $-0,7\%$  na  $-1,3\%$ , tako je bila blizu zadnje najniže vrednosti ( $-1,4\%$ ), zabeležene v aprilu (glej graf 18). Takšna dinamika je predvsem odraz gibanja nominalnega efektivnega tečaja eura. Nižje vzdolž cenovne verige so ostale proizvajalčeve cene v domači prodaji neživilskih proizvodov za široko porabo nespremenjene, pri čemer je njihova medletna stopnja rasti julija znašala  $0,0\%$ , kar je enako kot junija. Čeprav naj bi izboljšanje gospodarskih razmer najverjetneje povzročalo pritiske na rast cen pri proizvajalcih, pa bi jih lahko izravnale nižje cene surovinskih inputov.

**Gibanje deflatorja BDP kaže, da so se domači cenovni pritiski od sredine leta 2014 okreplili.** To odraža povečanje profitnih marž, saj so stroški dela ostali umirjeni. Povečanje profitnih marž je najverjetneje posledica spremenjenih pogojev menjave, kar je povezano s padanjem cen nafte (glej okvir z naslovom »Vzroki za nedavno razhajanje med deflatorjem BDP ter HICP brez emergentov in hrane v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena). Rast plač je ostala umirjena zaradi številnih dejavnikov, med katerimi je še vedno precejšen neizkorščen potencial na trgu dela in šibka rast produktivnosti.<sup>1</sup> Medletna stopnja rasti dogovorjenih plač je v drugem četrtletju 2016 znašala  $1,4\%$ , kar je enako kot v prvem četrtletju.

<sup>1</sup> Glej okvir z naslovom »Recent wage trends in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

**Graf 17****Merila osnovne inflacije**

(medletne spremembe v odstotkih)



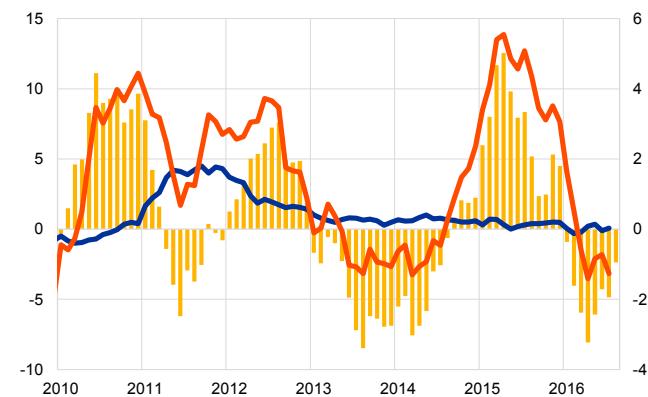
Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Med merili osnovne inflacije so: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela. Zadnji podatki so za avgust 2016 pri inflaciji brez hrane in energentov (prva ocena) in za julij 2016 pri vseh drugih merilih.

**Graf 18****Cene pri proizvajalcih in uvozne cene**

(medletne spremembe v odstotkih)

indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (lestvica na desni strani)  
NEDT-38 (obrnjeno; lestvica na lev strani)  
uvozne cene - države zunaj euroobmočja (lestvica na desni strani)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Mesečni podatki. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2016 pri uvoznih cenah in cenah pri proizvajalcih oziroma na avgust 2016 pri nominalnem efektivnem deviznem tečaju eura (NEDT-38). NEDT-38 je obrnjen.

**Tržna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so se še dodatno znižala in ostala precej nižja od anketnih meril inflacijskih pričakovanj.** Tržna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so se med začetkom junija in začetkom septembra znižala. Petletna terminska stopnja inflacije čez pet let se je namreč znižala z 1,48% v začetku junija na 1,29% v začetku septembra (glej graf 19). Še posebno veliko znižanje je bilo zabeleženo v času okrog britanskega referenduma (deloma zaradi tehničnih dejavnikov, povezanih s preusmerjanjem v varne nominalne naložbe). Razmere na finančnem trgu so se nato normalizirale, vendar se je 5-letna terminska stopnja inflacije čez pet let le rahlo dvignila z najnižje točke (1,25%), zabeležene 10. julija. Obenem pa trgi še naprej vračunavajo zgolj omejeno tveganje deflacji. Nasprotno so anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj za euroobmočje (na primer anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov) ostala bolj ali manj nespremenjena.

**V prihodnje naj bi se inflacija v euroobmočju proti koncu leta 2016 okreplila, nato pa se bo v letih 2017 in 2018 predvidoma še dodatno zvišala.** Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi avgusta, ko so strokovnjaki ECB pripravili septembridske makroekonomske projekcije za euroobmočje, bo inflacija v letu 2016 znašala 0,2%, nato pa se bo v letih 2017 in 2018 še okreplila, ko bo znašala 1,2% oziroma 1,6% (glej graf 15).<sup>2</sup> V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so obeti za rast inflacije približno nespremenjeni.

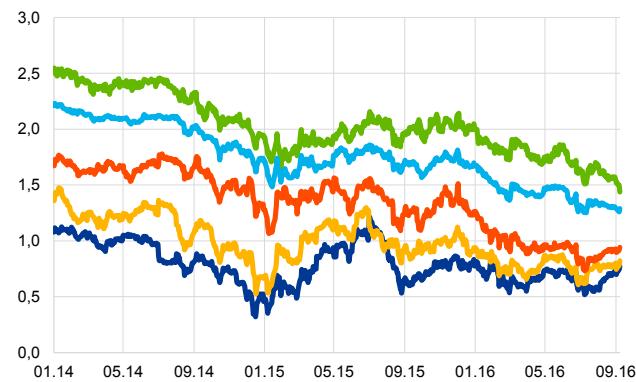
<sup>2</sup> Glej članek z naslovom »Septembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 8. septembra 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

## Graf 19

### Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

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



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2016.

**Osnovna inflacija se bo v obdobju projekcij predvidoma postopoma zviševala, saj se počasi kopijo pritiski na rast cen, ki izhajajo iz vse manjšega neizkoriščenega gospodarskega potenciala.**

Izboljšane razmere na trgu dela, ki se kažejo v opaznem zmanjšanju stopnje brezposelnosti, bodo v času projekcij po pričakovanjih podprle postopno pospešitev rasti plač in osnovne inflacije. V okviru sedanjega gospodarskega okrevanja naj bi osnovno inflacijo deloma spodbudila tudi okrepljena moč podjetij pri določanju cen in s tem povezan cikličen porast profitnih marž. K pričakovanemu zvišanju osnovne inflacije bi moralo prispevati tudi pojemanje zaviralnih posrednih učinkov, ki izhajajo iz gibanja cen energentov in drugih primarnih surovin. Navzgor deluječe vplive je v splošnem sicer mogoče pričakovati tudi od vse večjih svetovnih cenovnih pritiskov, a bo postopno pojemanje navzgor usmerjenih pritiskov, ki so posledica preteklega zmanjšanja vrednosti eura, v prihodnjih letih predvidoma zaviralo rast osnovne

inflacije. Gledano v celoti naj bi postopna krepitev osnovne inflacije med leti 2017 in 2018 spodbudila tudi porast skupne inflacije.

## 5

## Denar in krediti

Rast denarja je bila v drugem četrtletju 2016 in julija še naprej močna. Nadalje je postopoma okrevala tudi rast posojil. Rast širokega denarja še naprej najbolj spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike prispevajo nizke obrestne mere in nestandardni ukrepi denarne politike ECB. Banke prenašajo ugodne pogoje svojega financiranja naprej v obliki nižjih obrestnih mer, okrevanje rasti posojil pa spodbujajo blažji kreditni standardi. Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v drugem četrtletju 2016 po ocenah povečali.

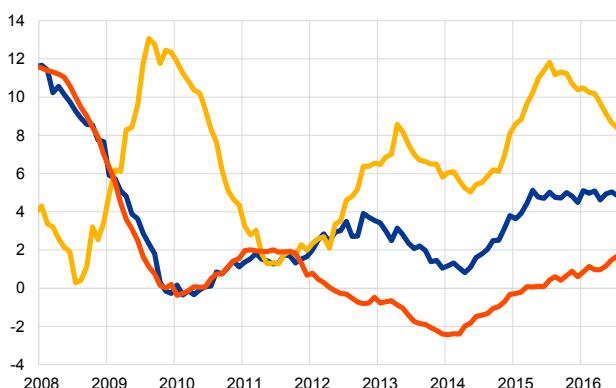
**Rast širokega denarja je ostala močna.** Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3, ki se od aprila 2015 giblje na ravni okoli 5,0%, se je julija 2016 nekoliko upočasnila na 4,8% (glej graf 20). Rast denarnega agregata M3 so še naprej podpirale najlikvidnejše komponente ob nizkih oportunitetnih stroških imetja takšnih vlog v okluju zelo nizkih obrestnih mer in položne krivulje donosnosti. Poleg nizkih oportunitetnih stroškov imetja likvidnosti je močna rast M3 tudi posledica nestandardnih ukrepov denarne politike, zlasti prilivov zaradi prodaje vrednostnih papirjev s strani nedenarnega sektorja v okviru Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev in ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Stopnja rasti agregata M1 se je od rekordne vrednosti v juliju 2015 v zadnjih mesecih znižala, vendar še vedno ostaja na visoki ravni.

**Graf 20**

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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

- M3
- M1
- posojila zasebnemu sektorju



Vir: ECB.

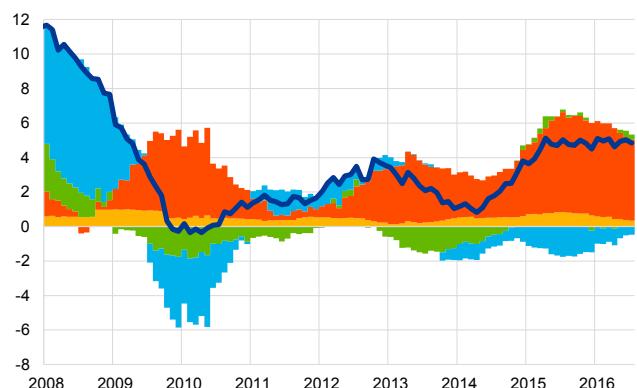
Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno zdrževanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2016.

**Graf 21**

M3 in komponente

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

- M3
- gotovina v obotku
- vloge čez noč
- tržni instrumenti
- druge kratkoročne vloge



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2016.

**Vloge čez noč, ki predstavljajo približno polovico stanja agregata M3 in večji del aggregata M1, so še naprej najbolj spodbujale rast aggregata M3** (glej graf 21).

Še naprej so močno rasle zlasti vloge zasebnega nefinančnega sektorja, vloge nebančnih finančnih institucij pa so se še naprej umirjale. Ta razlika je pomembna, saj lastnost aggregata M1 kot vodilnega kazalnika gospodarske rasti temelji predvsem na dinamiki v nefinančnem sektorju. Stopnja rasti gotovine v obtoku se je še naprej umirjala: zaradi zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer ni nobenih znakov, ki bi v nedenarnem sektorju kazali na zamenjavo vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so se v drugem četrtletju 2016 in julija nasprotno še naprej zmanjševale. Stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), majhne komponente M3, je v tem obdobju nekoliko okrevala zaradi solidne rasti točk/delnic skladov denarnega trga in povečanih imetij kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev bank.

**Rast širokega denarja še naprej spodbujajo predvsem domači viri ustvarjanja denarja.**

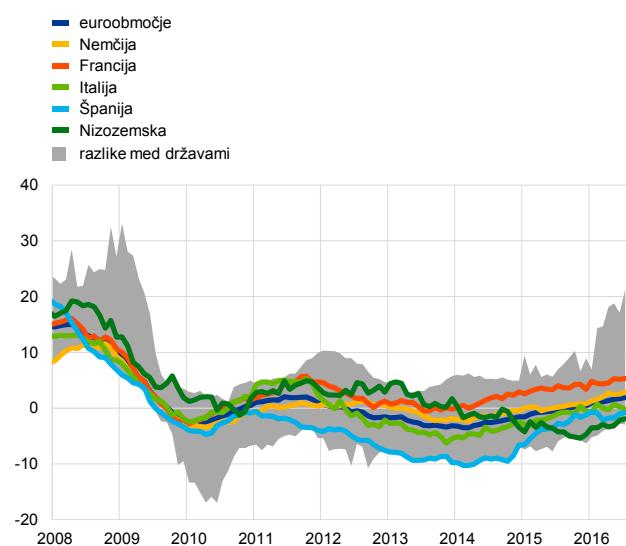
Najpomembnejši dejavnik ustvarjanja denarja ostaja kreditiranje širše opredeljene države, krediti zasebnemu sektorju pa so še naprej postopoma okrevali. Prvi dejavnik je posledica nestandardnih ukrepov denarne politike ECB, predvsem nakupov ECB v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Dolgoročnejše finančne obveznosti denarnih finančnih institucij (DFI) (razen kapitala in rezerv), katerih medletna stopnja spremembe je od drugega četrtletja 2012 negativna, so se v drugem četrtletju 2016 in julija še naprej zmanjševale. To je predvsem posledica nove serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ki nadomešča dolgoročnejše tržno financiranje bank. Zaradi položne krivulje donosnosti so imetja dolgoročnih vlog in bančnih obveznic za vlagatelje manj privlačne. Medtem je neto tuja aktiva sektorja DFI še naprej najbolj zavirala medletno rast M3 zaradi nadaljnjih odlivov kapitala iz euroobmočja, k čemur prispevajo tudi prodaje državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, saj se njihovi prihodki v glavnem vlagajo v instrumente zunaj euroobmočja.

**Rast posojil je še naprej postopoma okrevala.** V drugem četrtletju 2016 in julija se je medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) še povečala (glej graf 20). Stopnja rasti posojil, zlasti nefinančnim družbam, se je v tem obdobju povečala (glej graf 22), saj se je precej dvignila z najnižje vrednosti iz prvega četrtletja 2014. Izboljšanje je bilo na splošno zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še vedno negativne. V primerjavi s tem se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom v drugem četrtletju 2016 rahlo povečala in je ostala julija nespremenjena (glej graf 23). Takšna gibanja sta podpirala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Rast posojil pa še naprej zavirajo sedanja konsolidacija bančnih bilanc in še vedno visoka raven slabih posojil v nekaterih državah.

## Graf 22

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



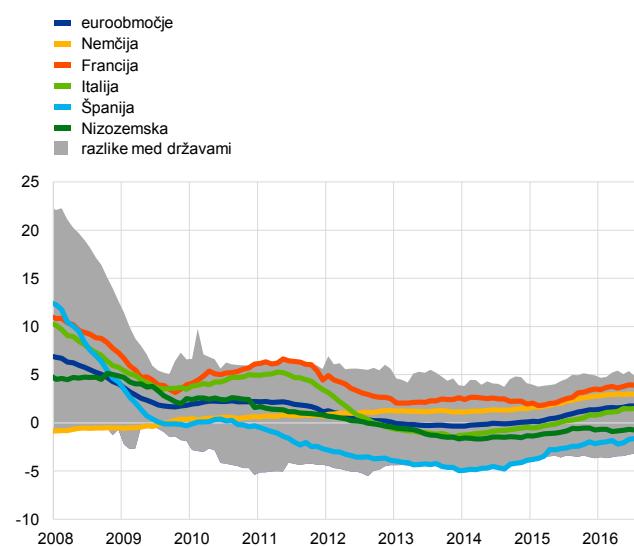
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2016.

## Graf 23

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2016.

**K okrejanju rasti posojil sta še naprej prispevala nadaljnja neto ublažitev kreditnih standardov in nadaljnje povečanje povpraševanja podjetij in gospodinjstev po posojilih.** Anketa o bančnih posojilih za euroobmočje je julija 2016 pokazala, da na ublažitev kreditnih standardov najbolj vplivajo konkurenčni pritiski. Naraščanje povpraševanja po posojilih je bilo posledica številnih dejavnikov,<sup>3</sup> med katerimi so na splošno nizke obrestne mere, potrebe po financiranju prevzemov in združitev ter ugodni obeti na stanovanjskem trgu (glej [anketo](#)). V povezavi s tem so ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja vplivale predvsem na ublažitev kreditnih standardov in pogojev kreditiranja. Banke so poročale tudi, da se je dodatna likvidnost, pridobljena v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, uporabila predvsem za odobritev posojil. Banke v euroobmočju so poročale, da so ciljno usmerjene operacije pozitivno vplivale na njihovo dobičkonosnost.

**Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so se julija zmanjšali na novo najnižjo raven doslej, potem ko so se v drugem četrtletju 2016 večinoma stabilizirali** (glej graf 24). Precejšnje zmanjšanje julija je bilo predvsem posledica znižanja donosnosti obveznic, stroški vlog pa so se le malo zmanjšali. K zmanjšanju skupnih stroškov dolžniškega financiranja so prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto unovčenje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih. Banke v euroobmočju so v skladu z najnovejšimi gibanji v anketi o bančnih posojilih

<sup>3</sup> Glej okvir z naslovom »Finančne omejitve v regijah euroobmočja« v tej številki Ekonomskega biltena.

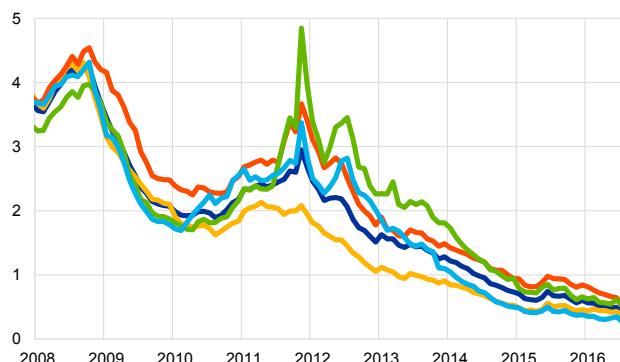
julija 2016 poročale o izboljšanju dostopa do financiranja z dolžniškimi vrednostnimi papirji v drugem četrtletju 2016.

#### Graf 24

##### Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



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

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

#### Bančne obrestne mere za posojila zasebnemu

##### sektorju so se še naprej zniževale tudi v drugem

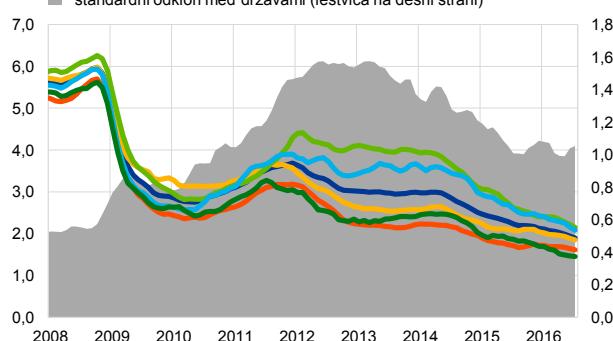
**četrtletju 2016 in julija** (glej grafa 25 in 26). Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so se od junija 2014 znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere, kar kaže na boljšo transmisijo ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. Znižanje skupnih posojilnih obrestnih mer so spodbujali manjši skupni stroški bančnega financiranja. Od maja 2014 do julija 2016 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam euroobmočja in stanovanjska posojila gospodinjstvom znižale za okoli 100 bazičnih točk. Znižanje bančnih posojilnih obrestnih mer je bilo zlasti veliko v občutljivih državah euroobmočja, kar kaže, da se fragmentacija na finančnih trgih euroobmočja zmanjšuje. V istem obdobju se je v euroobmočju zmanjšal tudi razmak med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR). To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

#### Graf 25

##### Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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

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

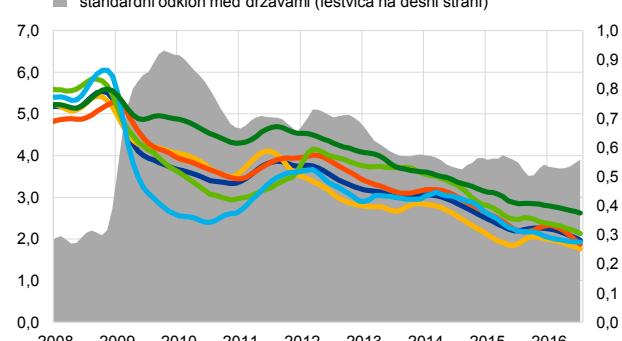


#### Graf 26

##### Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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

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



Vir: ECB.

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

Vir: ECB.

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

**Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se v drugem četrtletju 2016 po ocenah povečali.** Zunanje financiranje nefinančnih družb je trenutno na ravni, zabeleženi ob koncu leta 2004 (pred začetkom obdobja pretirane rasti kreditov). Okrevanje zunanjega financiranja nefinančnih družb od začetka leta 2014 so spodbujali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov bančnih posojil, ublažitev bančnih posojilnih pogojev, zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja ter veliko število prevzemov in združitev. Hkrati se je zaradi rekordno visokih denarnih imetij v nefinančnih družbah zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

**Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb v euroobmočju se je aprila in maja 2016 še okrepilo, junija pa se je zmanjšalo.** Krepitev aprila in maja je med drugim spodbujal sveženj ukrepov denarne politike ECB, objavljen marca 2016, vključno s programom nakupa podjetniških obveznic, krepitev pa je bila zabeležena v vseh državah.<sup>4</sup> Junajska upočasnitev je bila najverjetnejše povezana z zaskrbljenostjo zaradi britanskega referendumu. Razpoložljivi podatki kažejo, da se je izdajanje podjetniških obveznic julija in avgusta ponovno zmerno okrepilo. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb je v zadnjih mesecih ostalo precej umirjeno.

**Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju so julija 2016 po ocenah padli na novo najnižjo raven, avgusta pa na raven, ki je bila zabeležena v drugem četrtletju 2016.** Julijsko zmanjšanje je bilo posledica znižanja stroškov financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji in znižanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja, avgustovsko povečanje pa lahko pripisemo samo povečanju stroškov financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji. Stroški financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji so sledili gibanju delniških tečajev in pričakovanemu dobičku. Stroški tržnega dolžniškega financiranja pa so se od junija do avgusta še naprej zmanjševali zaradi letošnjih marčnih ukrepov denarne politike ECB in zniževanja donosnosti po vsem svetu.

---

<sup>4</sup> Glej tudi okvir z naslovom »The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2016.

## Javnofinančna gibanja

*Proračunski primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij (2016–2018) še naprej zmanjševal, in sicer zlasti zaradi nižjih plačil obresti in ugodnih cikličnih razmer. Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2016 predvidoma ekspanzivna, vendar naj bi v obdobju 2017–2018 postala večinoma nevtralna. Čeprav naj bi se v obdobju projekcij skupni delež javnega dolga v razmerju do BDP zmanjšal, so med državami precejšnje razlike. V močno zadolženih državah bi bila tako potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati, medtem ko bi morale države, ki imajo fiskalni manevrski prostor, tega uporabiti za spodbujanje povpraševanja.*

**Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij postopoma zmanjševal.** Strokovnjaki ECB v letošnjih septembriskih makroekonomskih projekcijah<sup>5</sup> napovedujejo zmanjšanje proračunskega primanjkljaja z 2,1% BDP v letu 2015 na 1,5% BDP v letu 2018 (glej tabelo). V letu 2016 naj bi nižja plačila obresti in ugodne ciklične razmere predvidoma več kot odtehtali popuščanje javnofinančne politike. Nizka plačila obresti naj bi v letih 2017 in 2018 še naprej pomembno prispevala k zmanjševanju primanjkljaja. Javnofinančni obeti ostajajo v obdobju projekcij večinoma nespremenjeni v primerjavi z junijskimi projekcijami.<sup>6</sup> Podrobnejše informacije o proračunih za leto 2017 bodo na voljo šele takrat, ko bodo države euroobmočja do sredine oktobra predložile osnutke proračunskih načrtov.

**Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2016 po napovedih ekspanzivna, v letih 2017 in 2018 pa naj bi postala večinoma nevtralna.**<sup>7</sup> Popuščanje agregatne naravnosti fiskalne politike leta 2016 je posledica ekspanzivnih ukrepov na strani prihodkov, kot je na primer zmanjšanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v številnih državah euroobmočja. Ekspanzivna naravnost fiskalne politike naj bi bila v glavnem primerna glede na to, da je treba najti ravnotežje med obsegom prostih zmogljivosti v gospodarstvu in omejenim fiskalnim manevrskim prostorom, zlasti v močno zadolženih državah. Kar zadeva obdobje 2017–2018, naj bi bila naravnost fiskalne politike predvidoma večinoma nevtralna, saj bo ukrepe na strani prihodkov, ki povečujejo primanjkljaj, verjetno odtehtala manj dinamična rast postavk primarnih javnofinančnih odhodkov. Te vključujejo zlasti sredstva za zaposlene in vmesno potrošnjo, katerih rast naj bi bila po napovedih manjša od nominalne rasti BDP, medtem ko naj bi rast drugih

<sup>5</sup> Glej septembriske makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje na spletni strani <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201609.sl.pdf?71a1987b09d6d26da4f246625d14b52d>.

<sup>6</sup> Predhodne ocene nemških računov javnega financiranja so na voljo šele po presečnem datumu. Javnofinančni presežek, ki je bil dosežen v prvi polovici leta 2016 in je znašal 1,2% BDP, je bil precej višji od uravnoteženega proračuna, predvidenega v nemškem programu stabilnosti za celo leto. Čeprav bodo vrednosti za celo leto verjetno nižje od vrednosti za prvo polletje 2016, bo presežek verjetno precejšen.

<sup>7</sup> Naravnost fiskalne politike se meri kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je na primer državna pomoč finančnemu sektorju. Razprava o konceptu naravnosti fiskalne politike v euroobmočju je v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2016.

postavk, kot so socialni transferji in državne investicije, presegla potencialno gospodarsko rast.

### Tabela

#### Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Skupaj prihodki	46,6	46,7	46,4	45,9	45,7	45,7
b. Skupaj odhodki	49,6	49,3	48,4	47,8	47,4	47,1
od tega:						
c. Odhodki za obresti	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9
d. Primarni odhodki (b – c)	46,8	46,7	46,1	45,7	45,4	45,3
<b>Proračunski saldo (a – b)</b>	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
<b>Primarni proračunski saldo (a – d)</b>	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4
<b>Ciklično prilagojeni proračunski saldo</b>	-2,2	-1,9	-1,7	-2,0	-1,8	-1,6
<b>Strukturni saldo</b>	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
<b>Bruto dolg</b>	91,1	92,0	90,3	89,5	88,4	87,0
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	-0,2	1,1	1,9	1,7	1,6	1,6

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

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno. Rahlo odstopanje od potrjenih podatkov Eurostata iz letosnje pomladi so posledica zadnjih revizij podatkov, ki so bile upoštevane v septembridskih projekcijah.

**Visoka raven javnega dolga v euroobmočju naj bi se dodatno znižala.** Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil najvišji leta 2014, naj bi se po napovedih postopno zmanjšal z 90,3% BDP v letu 2015 na 87,0% BDP do konca leta 2018. Predvideno zmanjšanje javnega dolga podpirajo različni dejavniki, med drugim ugodna gibanja na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi boljših makroekonomskeih obetov in pričakovano nizkimi obrestnimi merami. K spodbudnejšim obetom glede javnega dolga bodo prispevali tudi majhen primarni presežek ter negativne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom. V primerjavi z junijskimi projekcijami se pričakuje, da bo delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP do konca obdobja projekcij nekoliko manjši, kar je povezano predvsem z močnim popravkom irskega nominalnega BPD za leto 2015 navzgor.<sup>8</sup> Kar zadeva primerjave med državami, naj bi bil delež javnega dolga v razmerju do BDP v posameznih državah še vedno različen, pri čemer naj bi v več kot polovici držav euroobmočja do konca obdobja projekcij presegel mejno vrednost 60%. Poleg tega naj bi se v nekaterih državah v obdobju projekcij še povečal.

**Nujna so nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, zlasti v močno zadolženih državah.** Te države morajo začeti odločno zniževati raven javnega dolga, saj so ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali zvišanju obrestnih mer še posebno ranljive. Po drugi strani bi morale države euroobmočja, ki imajo fiskalni manevrski prostor, tega tudi izkoristiti, na primer s povečanjem javnih naložb, medtem ko bi si morale vse države prizadevati za tako sestavo svojega proračuna, ki bi bolj prispevala h krepitevi gospodarske rasti.

<sup>8</sup> Zaradi popravka irskega nominalnega BDP za leto 2015 navzgor se je delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP zmanjšal za približno 0,4 odstotne točke.

**S celovitim izpolnjevanjem Pakta za stabilnost in rast bi države lažje odpravile proračunska neravnovesja in s tem zagotovile ustrezeno dinamiko gibanja javnega dolga.** V zvezi s tem je Ekonomsko-finančni svet (ECOFIN) 12. julija izrazil strinjanje z oceno Komisije, da niti Portugalska niti Španija nista sprejeli učinkovitih ukrepov za odpravo svojega čezmernega primanjkljaja v zahtevanem roku, tj. do leta 2015 oziroma 2016. Svet je zato 2. avgusta pozval k sprejetju ukrepov za odpravo čezmernega primanjkljaja. Portugalski je priporočil, naj čezmerni primanjkljaj odpravi letos na podlagi dodatnega fiskalnega napora v višini 0,25% BDP, skupni proračunski primanjkljaj pa zniža na 2,5% BDP. Španiji je bil po drugi strani rok za odpravo čezmernega primanjkljaja podaljšan za dve leti, tj. do leta 2018, pri čemer naj bi se njen strukturni primanjkljaj letos poslabšal za 0,4% BDP, njen strukturni saldo pa bi se nato vsako leto izboljšal za 0,5% BDP. Državi sta pozvani, naj do 15. oktobra predstavita načrt o tem, kako nameravata slediti priporočilom Sveta. Kljub oceni, da nobena od obeh držav ni sprejela učinkovitih ukrepov, je Svet 8. avgusta upošteval priporočilo Komisije, naj se državama ne naložijo sankcije, ki bi se morale v primeru trajajočega neizpolnjevanja zahtev iz pakta načeloma uporabiti avtomatično (kot je bilo leta 2011 določeno z zakonodajnim »šesterčkom«). Komisija bo v prihajajočem strukturiranem dialogu z Evropskim parlamentom predstavila priporočilo glede tega, ali naj se zato, ker Portugalska in Španija ne izpolnjujeta obveznosti iz pakta, zamrzne del strukturnih sredstev.

**V prihodnje si bo treba prizadevati za to, da bodo osnutki proračunskih načrtov učinkовiti pri zgodnjem opozarjanju in odpravljanju neravnovesij.** To pomeni, da bo treba določbe »dvojčka« uredb ves čas in v vseh državah v celoti in dosledno izvajati. Komisija bo potem, ko ji bodo države euroobmočja do sredine oktobra predložile osnutke proračunskih načrtov, presodila, ali so ti v celoti skladni z zahtevami iz pakta, ter jih v primeru neskladnosti vrnila zadevnim državam.

# Okvirji

## 1 Dejavniki upočasnjene rasti svetovne trgovinske menjave: kaj je novo normalno stanje?

### **Svetovna trgovinska menjava je bila v zadnjih petih letih izjemno šibka.**

Medletna rast svetovnega uvoza je že vse od sredine leta 2011 pod dolgoletnim povprečjem, kar v zadnjih petdesetih letih pomeni najdaljše obdobje, ko je rast nižja od trendne. Pred veliko recesijo je svetovna trgovinska menjava v povprečju rasla približno dvakrat tako hitro kot svetovna gospodarska aktivnost, po letu 2012 pa komajda dosega stopnjo rasti BDP (glej graf A). Zaradi tega je razmerje med svetovnim uvozom in BDP prenehalo strmo naraščati in je v zadnjih petih letih večinoma stagniralo (glej graf B). Zmanjšanje bruto dohodkovne elastičnosti trgovinske menjave – opredeljene kot povprečna stopnja rasti svetovnega uvoza, deljena s povprečno stopnjo rasti svetovnega BDP – odpira vprašanje, ali šibka trgovinska menjava pomeni zgolj začasen odklon od trenda ali dolgotrajnejši pojav, ki je posledica globljih strukturnih sprememb. To vprašanje, ki je bilo v zadnjem času predmet številnih raziskav,<sup>9</sup> je izjemnega pomena za centralne banke, ki pri predvidevanju domače aktivnosti, potencialnega proizvoda in inflacije skušajo razumeti vlogo zunanjega povpraševanja in mednarodnih povezav. Strokovnjaki Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) v nedavnem poročilu ugotavljajo, da bo svetovna trgovinska menjava glede na svetovni BDP verjetno ostala šibka daljše časovno obdobje, saj nanjo večinoma vplivata dve gibanji.<sup>10</sup>

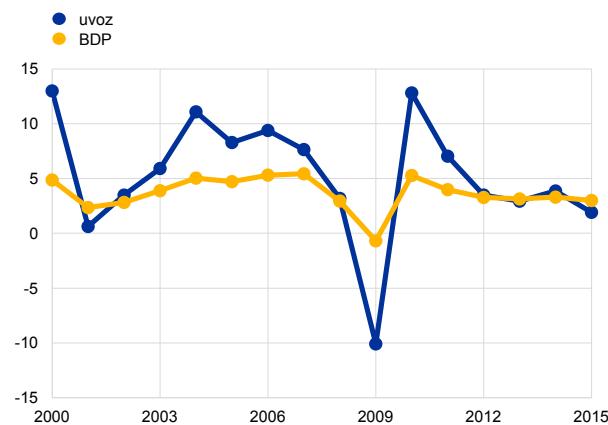
<sup>9</sup> Glej na primer Hoekman, B., »The Global Trade Slowdown: A New Normal?«, VoxEU.org eBook, CEPR Press in EUI, London, 2015; ECB, »Understanding the weakness in world trade«, Economic Bulletin, številka 3, 2015; Borin, A. in Mancini, M., »Follow the value added: bilateral gross export accounting«, *Working Paper*, št. 1026, Banca d'Italia, 2015.

<sup>10</sup> IRC Trade Task Force, »Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?«, Occasional Paper Series, št. 178, ECB, september 2016. Medtem ko je svetovni BDP v omenjenem poročilu agregiran z utežmi tržnega tečaja, je v tem okvirju agregiran z utežmi paritete kupne moči (PKM), zato da so rezultati bolj usklajeni s projekcijami strokovnjakov Eurosistema glede svetovnega BDP.

### Graf A

#### Rast svetovnega uvoza in BDP

(medletne spremembe v odstotkih)



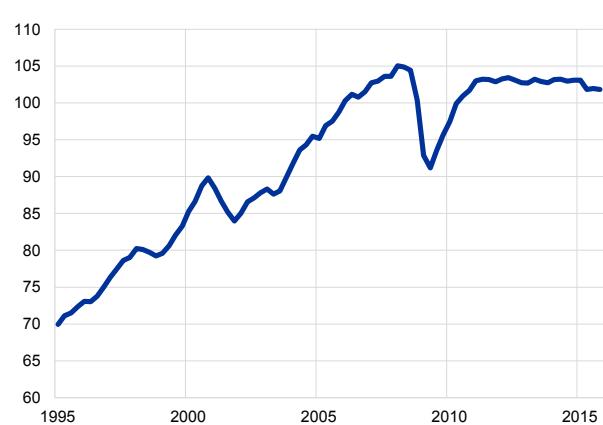
Viri: nacionalni viri in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Uvoz blaga in storitev. Svetovni BDP je agregirjan z utežmi PKM.

### Graf B

#### Razmerje med svetovnim uvozom in BDP

(razmerje med ravnema)



Viri: nacionalni viri in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Svetovni BDP je agregirjan z utežmi PKM. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2015.

### Prvič, dohodkovno elastičnost svetovne trgovinske menjave zmanjšujejo učinki spremenjene sestave.

Spremembe elastičnosti svetovne trgovinske menjave so lahko posledica tako spremenjene elastičnosti v posameznih državah kot tudi spremenjenih relativnih uteži vsake države znotraj svetovnega agregata. Tako spremembe elastičnosti na svetovni ravni poleg nihanj elastičnosti na nacionalni ravni odražajo tudi spremembe deleža uvoza in relativne rasti v državah z različno trgovinsko intenzivnostjo. Na elastičnost svetovne trgovinske menjave še zlasti vpliva vse večji pomen nastajajočih tržnih gospodarstev, katerih rast je navadno manj trgovinsko intenzivna.<sup>11</sup> Premik težišča rasti trgovinske menjave in BDP z visoko razvitetimi gospodarstvami na nastajajoča tržna gospodarstva kaže na šibkejšo povezavo med trgovinsko menjavo in gospodarsko aktivnostjo na svetovni ravni. Z omenjeno spremembijo geografske sestave lahko pojasnimo približno polovico zmanjšanja elastičnosti svetovne trgovinske menjave v obdobjih 1980–2007 in 2012–2015 (glej graf C). K upočasnitvi svetovne trgovinske menjave so sicer nekoliko manj prispevali tudi učinki spremenjene sestave povpraševanja. Ker so se uvozno intenzivne sestavine BDP – denimo investicije – glede na druge sestavine povpraševanja zmanjšale, se je umirila tudi rast uvoza.<sup>12</sup>

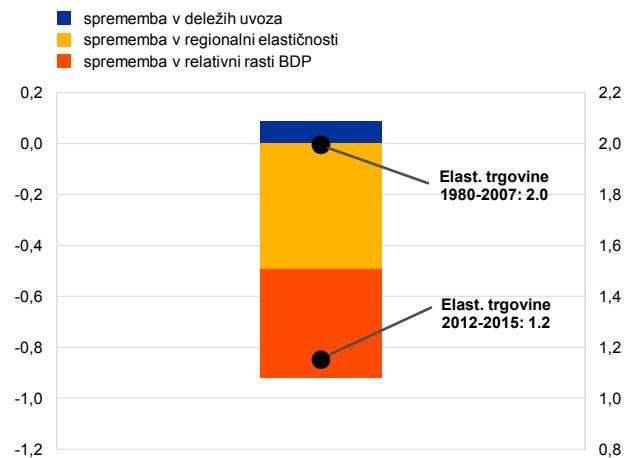
<sup>11</sup> Razčlenitev temelji na Slopek, U., »Why has the Income Elasticity of Global Trade Declined?«, *mimeo*, Deutsche Bundesbank, 2015.

<sup>12</sup> Glej tudi Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. in Yamano, N., »Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–2009«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, letnik 5, št. 3, 2013, str. 118–151.

### Graf C

Prispevki k spremembi elastičnosti svetovne trgovinske menjave: 1980–2007 v primerjavi z 2012–2015

(lestvica na levi strani: prispevki k spremembi elastičnosti trgovine; lestvica na desni strani: elastičnost svetovne trgovine)



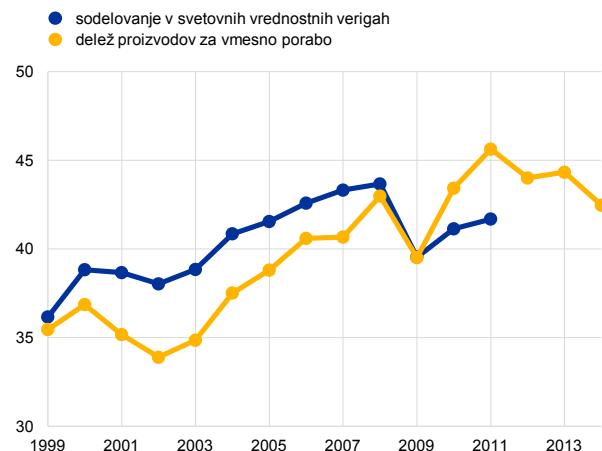
Vira: IRC Trade Task Force (2016) in Slopek (2015).

Opombe: Analiza temelji na agregatih za 24 visoko razvitih in 18 nastajajočih tržnih gospodarstev. Modro in oranžno osečeni polji predstavljata prispevki spremenjajoče se geografske sestave trgovinske menjave in gospodarske aktivnosti k zmanjšanju elastičnosti trgovine, rumeno polje pa pomeni zmanjšanje elastičnosti, ki je posledica manjše elastičnosti na regionalni ravni.

### Graf D

Prispevek svetovnih vrednostnih verig v primerjavi z deležem proizvodov za vmesno porabo v skupnem uvozu blaga

(indeks)



Viri: Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD), World Input-Output Database (WIOD) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Obe merili izključujejo trgovino z energentimi. Delež proizvodov za vmesno porabo je srednja varianca, prilagojena merilu prispevka svetovnih vrednostnih verig. Merilo prispevka svetovnih vrednostnih verig temelji na Borin in Mancini (2015).

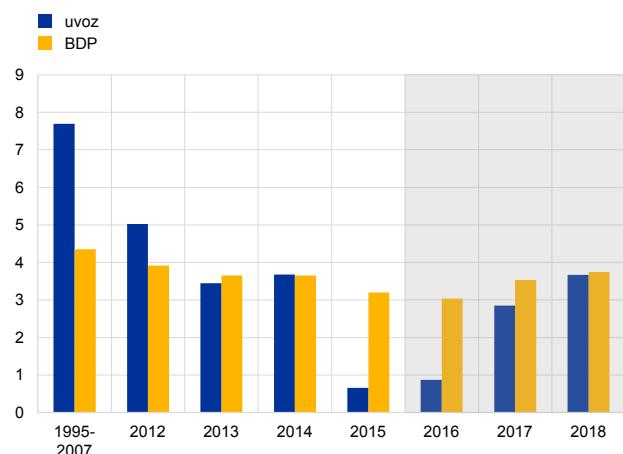
**Drugič, zmanjšanje elastičnosti trgovinske menjave na ravni držav je posledica več gibanj.** Kaže, da so se različni strukturni dejavniki, ki so v preteklosti spodbujali rast trgovinske menjave, med njimi velja omeniti nižje transportne stroške in odpravo trgovinskih ovir, v glavnem iztekli. Še en s tem povezan dejavnik je umiritev ekspanzije svetovnih vrednostnih verig. Bruto trgovinsko menjavo so pomembno spodbujali proizvodni procesi, ki so bili pogosto razdrobljeni preko mednarodnih meja, še posebej v 1990-ih letih in v začetku 2000-ih let, ko so sestavine za vmesno porabo vzdolž proizvodne verige vse pogosteje večkrat prehajale iz gospodarstva v gospodarstvo. Kaže, da se je strm porast svetovnih vrednostnih verig po letu 2011 zaustavil in morda tudi obrnil (glej graf D). Neuradni podatki kažejo, da vse bolj prisotni protekcionistični ukrepi, kot so zahteve po lokalnih virih, spodbujajo podjetja k temu, da vse pogosteje pridobivajo surovine in proizvajajo neposredno na izvoznih trgih, s čimer ukinjajo nekdanje trgovinske tokove.<sup>13</sup> K upočasnitvi rasti svetovne trgovinske menjave je nadalje morda prispevala tudi nesorazmernost v razmerju med razvojem finančnega sektorja in trgovinsko odprtostjo. Precešnje finančno poglabljanje v zadnjih treh desetletjih v več državah je bilo namreč povezano z vse večjo trgovinsko odprtostjo. Ko pa so finančni sektorji postajali zrelejši, se je učinek nadaljnjega finančnega poglabljanja na trgovinsko menjavo zmanjšal. Podpora, ki jo bo imela rast svetovne trgovinske menjave od finančnih dejavnikov, bo zato v prihodnje nekoliko manjša.

<sup>13</sup> Glej tudi okvir 4 v tej številki Ekonomskega biltena.

## Graf E

### Rast svetovnega uvoza (brez euroobmočja) in rast BDP

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: nacionalni viri in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Uvoz blaga in storitev. BDP je agregiran z utežmi PKM. Leta 2016 do 2018 (osenčeno polje) kažejo najnovejše projekcije strokovnjakov ECB.

### Strukturni dejavniki se v srednjeročnem obdobju

#### verjetno ne bodo spremenili.

V splošnem je pričakovati, da se bo postopno premikanje težišča aktivnosti na nastajajoča tržna gospodarstva nadaljevalo. Tudi strukturalna gibanja, ki so trgovinsko menjavo v preteklosti spodbujala – nižji transportni stroški, liberalizacija trgovinske menjave, ekspanzija svetovnih vrednostnih verig in finančno poglabljanje – je v srednjeročnem obdobju ne bodo več podpirala v tolikšni meri kot doslej.

#### Tako bo »nova normalna« elastičnost trgovinske

menjave v srednjeročnem obdobju predvidoma blizu šibke povprečne ravni iz zadnjih let. Globalno brez euroobmočja se je elastičnost namreč zmanjšala z okoli 1,8 v obdobju 1995–2007 (tj. pred krizo) na 0,9 v obdobju 2012–2015. Šibka gibanja v zadnjem obdobju gre delno pripisati močnim negativnim šokom, ki jim je bilo v letu 2015 izpostavljeno manjše število držav, med

njimi zlasti Rusija in Brazilija. Omenjeni šoki so rast svetovne trgovinske menjave potisnili močno pod stopnjo rasti BDP (glej graf E). Ko bodo ti šoki popustili, se bo rast svetovne trgovinske menjave predvidoma povzpela na raven, ki ustreza rasti svetovnega BDP, s čimer se bo dohodkovna elastičnost svetovne trgovinske menjave (brez euroobmočja) vrnila na »novo normalno« vrednost okoli 1.

## 2

## Finančne omejitve v regijah euroobmočja

**V tem okvirju so predstavljene nove informacije o dostopu do financiranja na regionalni ravni v euroobmočju.** ECB in Evropska komisija že od leta 2009 dvakrat na leto izvajata anketo o dostopu podjetij do financiranja (SAFE). Tako dobita informacije o dostopu podjetij do zunanjega financiranja v euroobmočju in njegovi uporabi, razčlenjeno po velikosti podjetja in sektorju. Analiza rezultatov ankete je bila do zdaj osredotočena zlasti na razlike med državami euroobmočja in je zanemarila heterogenost na regionalni ravni v okviru države. Vse bolj kaže, da je regionalna razsežnost dostopa do financiranja pomembna tudi na integriranih finančnih trgih, zlasti za mala in srednje velika podjetja (MSP). Stopnja regionalnega finančnega razvoja, ki je pogosto pomembna za dostop do zunanjih virov financiranja, je seveda pozitivno povezana z rastjo na regionalni ravni. Hkrati so pomembne tudi razmere na regionalnem trgu, recimo z vidika nastanka finančnih omejitev, ki niso povezane s finančnimi značilnostmi in okoliščinami v posameznih podjetjih.<sup>14</sup>

**V regijah euroobmočja se pojavljajo različne finančne omejitve.** Anketa SAFE od aprila 2014 zbira informacije o regijah, v katerih se nahajajo anketirana podjetja, na podlagi ravni 1 skupne klasifikacije statističnih teritorialnih enot (NUTS). Tako je 12 držav euroobmočja, zajetih v anketo, razdeljenih na 57 večjih socialno-ekonomskih regij.<sup>15</sup> V grafu A je na podlagi rezultatov anket od leta 2014 do leta 2016 prikazana raven finančnih omejitev v različnih regijah glede na velikost podjetja.<sup>16</sup> V skladu z opredelitvijo v anketi se šteje, da je podjetje finančno podhranjeno, če zaprosi za bančno posojilo ali kreditno linijo in je prošnja zavrnjena (ali odobrena le deloma) ali če zavrne ponujeno posojilo ali kreditno linijo zaradi previsokih stroškov. Hkrati se šteje, da se podjetje spopada s finančnimi omejtvami, če potrebuje bančno posojilo ali kreditno linijo, vendar je odvrnjeno od tega, da bi zaprosilo zanjo. Delež podjetij, ki so občutila finančne omejitve, se v posameznih državah od regije do regije razlikuje. Videti je tudi, da je v večini regij bolj verjetno, da bodo finančne omejitve občutila manjša podjetja, pri večjih podjetjih pa so razlike med regijami izrazitejše.

<sup>14</sup> Glej Guiso, L., Sapienza, P., in Zingales, L., »Does local financial development matter?«, *Quarterly Journal of Economics*, letnik 119, 2004, str. 929–969, ter Deloof, M., in La Rocca, M., »Local financial development and the trade credit policy of Italian SMEs«, *Small Business Economics*, letnik 44, 2015, str. 905–924.

<sup>15</sup> Zadevne države so Belgija (3 regije), Nemčija (16 regij), Irska (1 regija), Grčija (4 regije), Španija (7 regij), Francija (9 regij), Italija (5 regij), Nizozemska (4 regije), Avstrija (3 regije), Portugalska (3 regije), Slovaška (1 regija) in Finska (1 regija).

<sup>16</sup> Številke v grafu v tem okvirju so tehtane s kalibracijsko shemo, ki se uporablja v anketi. Za razlago uporabljenih uteži glej [www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological\\_information\\_survey\\_and\\_user\\_guide.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological_information_survey_and_user_guide.pdf). Iste uteži se uporabljajo tudi v regresijskih analizah.

## Graf A

### Finančne omejitve po regijah

#### Mikro in mala podjetja (manj kot 50 zaposlenih)

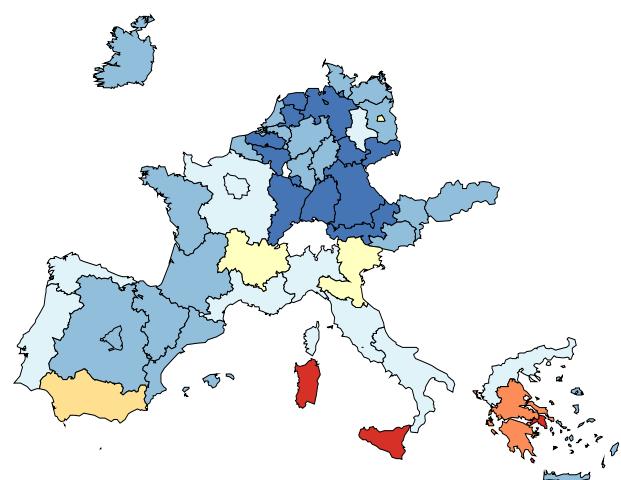
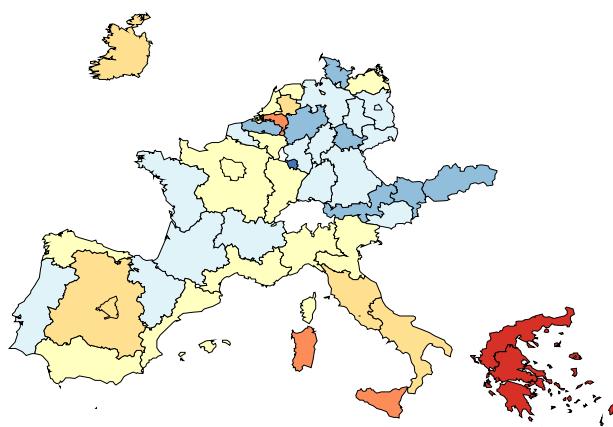
(tehtani delež podjetij, ki so občutila kakršnokoli obliko finančnih omejitev)

- > 30%
- 25-30%
- 20-25%
- 15-20%
- 10-15%
- 5-10%
- < 5%



#### Srednje velika in velika podjetja (50 ali več zaposlenih)

- > 30%
- 25-30%
- 20-25%
- 15-20%
- 10-15%
- 5-10%
- < 5%



Viri: anketa SAFE in izračuni ECB.

Opomba: Na zemljevidu so prikazani regionalni agregati na ravni NUTS 1 s podatki iz zadnjih štirih anket SAFE (od leta 2014 do leta 2016).

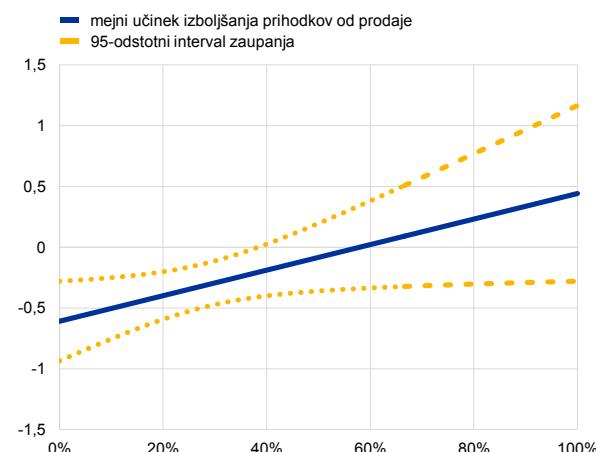
#### Tržne razmere na regionalni ravni vplivajo na velikost finančnih omejitev.

Čeprav je okoli 60% vseh regionalnih razlik posledica razlik med državami, predstavljajo regionalne razlike v okviru posamezne države skoraj 40% ostalih razlik. Ekonometrična analiza kaže, da se z uspešnostjo podjetja (npr. izboljšanje prihodkov od prodaje) sicer zmanjša velikost finančnih omejitev na regionalni ravni, vendar je ta povezava odvisna od regionalnih gospodarskih razmer. To velja zlasti v regijah, kjer manjše število podjetij meni, da so se gospodarski obeti na splošno izboljšali (glej graf B). Ko splošni gospodarski obeti za podjetja v določeni regiji postanejo pozitivnejši, postane uspešnost podjetij manj pomemben dejavnik, ki določa dostop podjetij do financiranja.

## Graf B

### Finančne omejitve in uspešnost podjetij v spremenjajočem se poslovнем okolju

(mejni učinek, ki ga ima izboljšanje prihodkov od prodaje na finančne omejitve, kot funkcija deleža podjetij, ki menijo, da so se gospodarski obeti izboljšali)



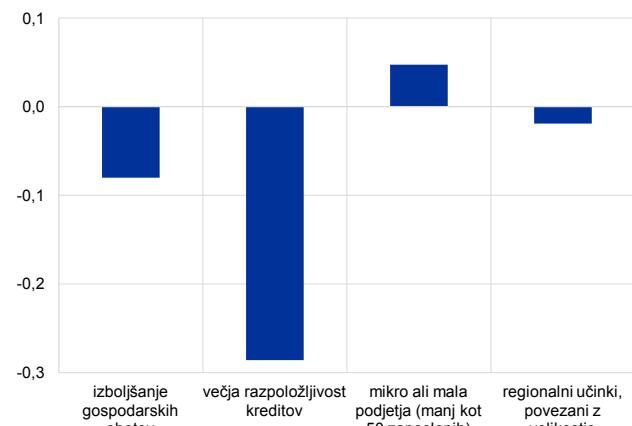
Viri: anketa SAFE, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: V tem grafu je prikazan mejni učinek, ki ga ima delež podjetij s povečanimi prihodki od prodaje v zadnjih šestih mesecih na finančne omejitve (z intervali zaupnosti 95%), kot funkcija deleža podjetij, ki menijo, da so se gospodarski obeti na splošno izboljšali. Rezultati temelijo na preprosti linearne regresiji (OLS) na regionalni ravni, vključno z rokom interakcije, regionalnimi kontrolami ter slepima spremenljivkama države in vala. Mejni učinek izboljšanja prihodkov od prodaje postane statistično nepomemben, če 95% intervala zaupanja presega nič (glej zgornji del grafa).

## Graf C

### Dejavniki, ki vplivajo na verjetnost, da se bodo podjetja srečala s finančnimi omejitvami

(mejni učinek na verjetnost, da se bo podjetje srečalo s finančnimi omejitvami; na podlagi regresije probit)



Viri: anketa SAFE in izračuni ECB.

Opombe: Odvisna spremenljivka je binarna in ima vrednost 1, če je podjetje poročalo o finančnih omejitvah v preteklih šestih mesecih, sicer ima vrednost 0. Vzorec podjetij obsegata vsa podjetja, ki so (i) zaprosila za bančno posojilo ali (ii) potrebovala posojilo, vendar so bila odvrnjena od tega, da bi zarj zaprosila.

Stolpec »regionalni učinki, povezani z velikostjo«, kaže medsebojen vpliv velikosti podjetja in slepe spremenljivke, ki ima vrednost 1, če je delež podjetij v določeni regiji, ki so odgovorila, da so se splošni gospodarski obeti v preteklih šestih mesecih izboljšali, večji od deleža na ravni celotne države. Ocena temelji na tehtani probit regresiji, ki vključuje fiksne učinke panoge ali države in časovno fiksne učinke, napake na regionalni ravni pa so trdne.

**Videti je, da so na področju dostopa do financiranja regionalne razmere še posebej pomembne za mala podjetja.** Pri nadaljnji analizi pomena regije, v kateri se nahaja podjetje, se verjetnost, da bo imelo podjetje le omejen dostop do kreditnega trga, ocenjuje kot funkcija regionalnega gospodarskega okolja in tržnih razmer, skupaj z značilnostmi podjetja, finančnim položajem in kapitalsko strukturo (glej graf C).<sup>17</sup> Verjetnost, da se bo podjetje srečalo s finančnimi omejitvami, je povprečno 29% manjša, če podjetje poroča o večji razpoložljivosti kreditov, in okoli 8% manjša, če se izboljšuje poslovno okolje. Poleg tega je približno 5% bolj verjetno, da se bodo s finančnimi omejitvami srečevala mikro in mala podjetja kakor srednje velika in velika podjetja. Učinek velikosti je različen glede na gospodarske obete v zadevnih regijah v primerjavi s splošnimi obeti v državi kot celoti, pri čemer se verjetnost, da se bodo mikro in mala podjetja srečala s finančnimi omejitvami, precej zmanjša (za okoli 2 odstotni točki), če so lokalni pogoji financiranja pozitivnejši od tistih na ravni države kot celote.

**Podatki iz ankete na ravni podjetij potrjujejo, da razmere na regionalnem trgu vplivajo na finančne omejitve, s katerimi se srečujejo podjetja.** Več pozornosti je

<sup>17</sup> Pri tej specifikaciji podjetij je prvi sklop spremenljivk odvisen od velikosti podjetja (z vidika števila zaposlenih in prihodkov od prodaje) ter starosti in tega, ali so neodvisna ali družinska. Drugi sklop je odvisen od finančnega položaja podjetij z vidika prodaje in lastnih sredstev ter njihovega pogleda na splošne gospodarske obete in razpoložljivost kreditov. Vse te spremenljivke so binarne in imajo vrednost 1, če se je zadevni dejavnik izboljšal. Tretji sklop spremenljivk upošteva uporabo zadržanega dobička in komercialnih kreditov kot alternative bančnemu kreditiranju. Vse ekonometrične specifikacije vsebujejo slepe valovne in sektorske spremenljivke.

treba nameniti dejavnikom regionalnih razlik na področju razpoložljivosti kreditiranja ter preučiti, ali so te razlike povezane predvsem z naravo lokalnega bančnega sektorja (njegove razvitosti) ali z likvidnostnimi preferencami lokalnih posojilojemalcev.<sup>18</sup> Uporaba takih lokalnih podatkov bo nadalje osvetlila vpliv denarne politike na različne regije v euroobmočju.

---

<sup>18</sup> Glej Rodríguez-Fuentes, C. J., in Dow, S. C., »EMU and the Regional Impact of Monetary Policy«, *Regional Studies*, letnik 37(9), 2003, str. 969–980.

### 3

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. aprila do 26. julija 2016

**V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016, ki sta trajali od 27. aprila do 7. junija oziroma od 8. junija do 26. julija.** V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravnih 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%. Dne 28. junija je bila izvedena prva operacija iz druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), v njej pa je bilo dodeljenih 399,3 milijarde EUR. Vendar so ta znesek večinoma odtehtala hkratna prostovoljna odplačila iz prve serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-I) v višini 367,9 milijarde EUR. Banke so se lahko z uporabo možnosti prostovoljnega odplačila preusmerile iz CUODR-I v CUODR-II in tako pridobile financiranje po ugodnejših pogojih. Obrestna mera v operacijah CUODR-II je denimo vezana na posojilno dinamiko sodelujočih bank, kar pomeni, da bo obrestna mera za izposojanje v okviru operacij CUODR-II nižja, če bodo nefinančnim družbam in gospodinjstvom odobrile več posojil.<sup>19</sup> Dne 28. junija je bila izvedena osma in zadnja operacija CUODR-I, v kateri je bilo dodeljenih 6,7 milijarde EUR, v primerjavi s 7,3 milijarde EUR v sedmi operaciji, izvedeni marca. Zaradi prostovoljnih odplačil in novih operacij je skupno stanje pri obeh programih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob koncu obravnavanega obdobia znašalo 463,0 milijarde EUR. Poleg tega je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice in listinjene vrednostne papirje ter začel kupovati vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev,<sup>20</sup> in sicer v ciljnem znesku 80 milijard EUR na mesec.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 843,1 milijarde EUR, kar je za 64,5 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016).** Povečanje likvidnostnih potreb je bilo skoraj izključno posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 63,1 milijarde EUR na 727,6 milijarde EUR (glej tabelo).

<sup>19</sup> Več informacij o operacijah iz serije CUODR-II je v okviru z naslovom »The second series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-II)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

<sup>20</sup> Podrobne informacije o [programu nakupa vrednostnih papirjev](#) so na spletnem mestu ECB.

## Tabela

### Likvidnostna situacija v Eurosistemuh

	27. april 2016 do 26. julij 2016	27. januar 2016 do 26. april 2016	Četrtje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
<b>Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)</b>				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.851,7</b>	<b>(+ 81,6)</b>	<b>1.770,1</b>	<b>1.897,7</b>
Bankovci v obtoku	1.082,3	(+ 16,2)	1.066,1	1.087,1
Vloge države	151,6	(+ 21,4)	130,3	175,5
Drugi avtonomni dejavniki	617,7	(+ 44,0)	573,7	635,1
<b>Instrumenti denarne politike</b>				
Tekoči računi	641,9	(+ 79,2)	562,7	657,5
Obvezne rezerve	115,5	(+ 1,4)	114,1	115,9
Mejni depozit	316,6	(+ 71,6)	245,0	323,1
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)
<b>Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.124,5</b>	<b>(+ 18,6)</b>	<b>1.105,9</b>	<b>1.132,3</b>
Neto tuja aktiva	654,2	(+ 37,3)	616,8	666,1
Neto aktiva v eurih	470,3	(– 18,8)	489,0	466,2
<b>Instrumenti denarne politike</b>				
Operacije odprtrega trga	1.685,4	(+ 213,7)	1.472,2	1.746,3
Avkcijski postopki	515,0	(– 6,8)	521,9	519,2
Operacije glavnega refinanciranja	50,5	(– 10,2)	60,6	47,6
3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	27,6	(– 13,5)	41,1	24,5
Operacije CUODR-I	314,1	(– 106,0)	420,2	218,9
Operacije CUODR-II	122,9	(+ 122,9)	0,0	228,2
Dokončni portfelji	1.170,9	(+ 220,6)	950,3	1.227,1
Prvi program nakupa kritih obveznic	18,3	(– 1,2)	19,5	17,8
Drugi program nakupa kritih obveznic	8,0	(– 0,8)	8,8	7,7
Tretji program nakupa kritih obveznic	179,7	(+ 18,4)	161,3	183,3
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	111,1	(– 9,6)	120,8	110,9
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	19,5	(+ 0,8)	18,7	19,9
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	830,7	(+ 209,6)	621,2	881,1
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	3,5	(+ 3,5)	0,0	6,4
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	3,5	(+ 3,5)	0,0	(+ 6,4)
Mejno posojilo	0,2	(+ 0,1)	0,1	0,1
Mejno posojilo	0,2	(+ 0,1)	0,1	(– 0,1)
<b>Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>				
Agregatne likvidnostne potrebe	843,1	(+ 64,5)	778,6	881,7
Neto avtonomni dejavniki <sup>1</sup>	727,6	(+ 63,1)	664,5	765,9
Presežna likvidnost	842,8	(+ 149,2)	693,6	864,5
<b>Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)</b>				
Operacije glavnega refinanciranja	0,00	(– 0,03)	0,03	0,00
Mejno posojilo	0,25	(– 0,03)	0,28	0,25
Mejni depozit	– 0,40	(– 0,05)	– 0,35	– 0,40
EONIA	– 0,333	(– 0,048)	– 0,286	– 0,330
EONIA	– 0,333	(– 0,048)	– 0,286	(+ 0,007)
EONIA	– 0,333	(– 0,048)	– 0,286	– 0,337
EONIA	– 0,333	(– 0,048)	– 0,286	(+ 0,003)

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 obdobji (razlika za 0,1 milijarde EUR).

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

**Povečanje avtonomnih dejavnikov je bilo predvsem posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti.** K povečanju so največ prispevale vloge države, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 21,4 milijarde EUR na 151,6 milijarde EUR. Do povečanja vlog države je prišlo v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ko so precejšnji davčni prihodki, ki so jih v juniju ustvarile številne države euroobmočja, povzročili prilive na račune vlad pri nacionalnih centralnih bankah. To je skupaj z nepripravljenostjo nekaterih zakladnic, da bi svojo presežno likvidnost dale na trg po negativnih obrestnih merah, prispevalo k višji ravni vlog države pri nacionalnih centralnih bankah. Povečalo se je tudi povprečno povpraševanje po bankovcih, in sicer za 16,2 milijarde EUR na 1.082,3 milijarde EUR. Drugi avtonomni dejavniki so se povečali za 44,0 milijarde EUR, kar je več kot vloge države in bankovci skupaj, vendar je bilo to povečanje predvsem posledica četrtletnega prevrednotenja stanja portfeljev in so ga zato izravnale spremembe neto tuje aktive.

**Dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali, saj je bilo vztrajno zmanjševanje neto aktive v eurih izravnano s povečanjem neto tuje aktive.** Povprečna vrednost neto aktive v eurih se je od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 18,8 milijarde EUR na 470,3 milijarde EUR zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za denarno politiko, in zaradi povečanja obveznosti nacionalnih centralnih bank do tujih uradnih institucij. Te institucije so povečale svoja imetja kljub dodatnemu znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je verjetno posledica tega, da je bilo na trgu malo drugih zanimivih naložbenih priložnosti. Neto tuja aktiva se je predvsem zaradi četrtletnega prevrednotenja portfeljev povečala za 37,3 milijarde EUR na 654,2 milijarde EUR.

**Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila še vedno velika in večinoma nespremenjena od prejšnjega obravnavanega obdobja.** Volatilnost je bila predvsem posledica močnih nihanj v obsegu vlog države ter deloma četrtletnega prevrednotenja neto tuje aktive in neto aktive v eurih. Avtonomni dejavniki so se medtem še naprej povečevali. Hkrati se je povprečna absolutna napaka v tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov v obravnavanem obdobju zmanjšala za 0,8 milijarde EUR na 5,2 milijarde EUR.

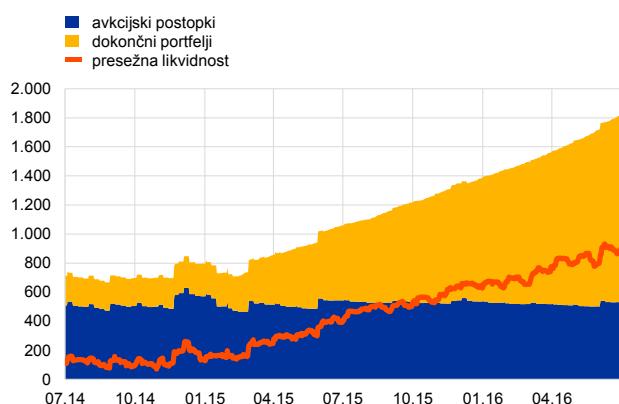
## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. avkcijskimi postopki in programom nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 213,7 milijarde EUR na 1.685,9 milijarde EUR (glej graf).** Povečanje je bilo v celoti posledica razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, ki ga izvaja ECB.

## Graf

### Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 6,8 milijarde EUR na 515,0 milijarde EUR.** Povečanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, je več kot izravnal upad likvidnosti, zagotovljene v rednih operacijah. Tako se je likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, zmanjšala za 10,2 milijarde EUR oziroma 13,5 milijarde EUR, medtem ko se je stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja povečalo za 16,9 milijarde EUR, kar odraža neto učinek poravnave prve operacije iz serije CUODR-II in prostovoljnih odplačil iz prvih sedmih operacij iz serije CUODR-I.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev, se je predvsem zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečal za 220,6 milijarde EUR na 1.170,9 milijarde EUR.** Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic, programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, se je povečala za 209,6 milijarde EUR, za 18,4 milijarde EUR, za 0,8 milijarde EUR oziroma za 3,5 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic je znašalo 11,6 milijarde EUR.

## Presežna likvidnost

**Zaradi opisanih gibanj se je presežna likvidnost v obravnavanem obdobju v povprečju povečala za 149,2 milijarde EUR na 842,8 milijarde EUR (glej graf).**

Najbolj se je povečala v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv (za 100,0 milijarde EUR) zaradi okrepljenih nakupov in povečevanja likvidnosti, ki je bilo posledica sprememb avtonomnih dejavnikov. Razmeroma majhno povečanje presežne likvidnosti v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo predvsem posledica večjega povečanja avtonomnih dejavnikov, s čimer se je delno absorbirala povečana likvidnost, zagotovljena z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev.

**Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo predvsem v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 79,2 milijarde EUR na 641,9 milijarde EUR.** Povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita se je povečala za 71,6 milijarde EUR na 316,6 milijarde EUR.

## Gibanja obrestnih mer

**Obrestne mere denarnega trga čez noč so se v obravnavanem obdobju ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.** Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala  $-0,333\%$ , tako da je bila nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju ( $-0,286\%$ ). EONIA se je gibala v ozkem razponu in 26. maja dosegla rekordno nizko raven ( $-0,356\%$ ), vendar se je ob koncu četrtletja zvišala, in sicer na  $-0,293\%$ . Poleg tega so se povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling<sup>21</sup> pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižale na  $-0,396\%$  in pri razširjeni košarici na  $-0,387\%$ , kar je 0,064 oziroma 0,066 odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

---

<sup>21</sup> Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

## Globalni proizvodni vzorci z vidika Evrope: spoznanja iz ankete med velikimi podjetji v euroobmočju

**Po veliki recesiji ostaja rast svetovne trgovinske menjave izjemno šibka in se kot delež svetovnega BDP komajda povečuje.** To predstavlja izrazito spremembo v primerjavi z močno rastjo svetovne trgovinske menjave v desetletjih pred tem. Podaljšano obdobje podpovprečne rasti trgovinske menjave v zadnjih letih je mogoče pojasniti na več načinov, ki zajemajo tako kratkoročne in ciklične kot tudi dolgoročnejše strukturne dejavnike (glej okvir 1 v tej izdaji Ekonomskega biltena).

**Tabela**

Povzetek statističnih podatkov iz ankete

Razčlenitev po sektorjih	Število	Odstotek	Delež v dodani vrednosti poslovnega sektorja v EGP
Industrija z gradbeništvom	25	(57%)	51%
Storitve	19	(43%)	49%
			<b>Delež v celotnem poslovнем sektorju v EGP</b>
Zaposlenost (v tisočih)	2.193		1,6%
Prihodki (v milijonih EUR)	607.785		2,1%

Viri: Eurostat, anketa o trgovinski menjavi in izračuni ECB.

Opomba: Poslovni sektor ne vključuje kmetijstva, gozdarstva in ribištva ter netržnih storitev (vključno z javnim sektorjem).

**V tem okvirju so predstavljeni dejavniki, ki določajo nedavna gibanja v svetovni trgovinski menjavi in proizvodnji na podlagi priložnostne ankete med vodilnimi podjetji v euroobmočju.**<sup>22</sup> V tabeli je povzetek razčlenitve za 44 sodelujočih podjetij. Petindvajset odgovorov je iz širšega industrijskega sektorja (vključno z gradbeništvom) in 19 iz storitvenega sektorja. Te velike družbe, pogosto multinacionalke, so imele približno 2,2 milijona zaposlenih, njihov promet pa je znašal več kot 600 milijard EUR, kar ustreza približno 1,6% skupne zaposlenosti v Evropskem gospodarskem prostoru (EGP<sup>23</sup>) v letu 2013 in približno 2,1% prometa v EGP v letu 2013.<sup>24</sup>

**Respondenti so kot glavne svetovne izzive izpostavili hiter tehnološki razvoj, zaskrbjenost glede povpraševanja in težave na trgu dela, s katerimi se njihovi sektorji soočajo v sedanjem času (glej graf A).** Skoraj polovica respondentov je med tri glavne svetovne izzive, s katerimi se morajo njihovi sektorji v sedanjem času soočati, uvrstila tehnološke dosežke, ki so posledica hitrega digitalnega napredka. Podjetja so poročala o vplivu na vse vidike njihovega poslovanja – od načinov dostopanja do strank (e-trgovina) do težav z varstvom podatkov, cenovnih in stroškovnih posledic ter učinkov, ki jih imajo napredne tehnologije na lokacijo proizvodnje/poslovanja in logistiko. Dobra tretjina respondentov je navedla zaskrbjenost glede povpraševanja – na svetovni ravni in v EGP – enak delež pa se je skliceval tudi na izzive na trgu dela (predvsem na vprašanje relativnih stroškov dela v Evropi in na širše omejitve na področju delovne sile ter potrebe po usposobljenih delavcih). Četrtnina podjetij je med glavnimi svetovnimi izzivi izpostavila spremenjanje vzorcev svetovne potrošnje in težave v zvezi z geopolitično nestabilnostjo (vključno z zaskrbjenostjo glede gibanj cen primarnih surovin in potencialnega učinka terorizma na gospodarsko aktivnost).

<sup>22</sup> Anketa se je izvajala spomladis leta 2016.

<sup>23</sup> EGP obsega Evropsko unijo ter Islandijo, Liechtenstein in Norveško. Švica je bila zajeta v anketo, čeprav ni članica ne Evropske unije ne EGP, ker ima dostop do enotnega trga pod enakimi pogoji kot druga podjetja v EU.

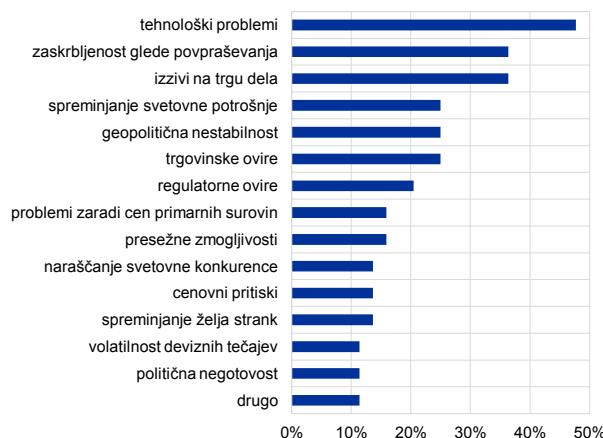
<sup>24</sup> Povzeto iz Eurostatove strukturne poslovne statistike (*structural business statistics*), ki je za EGP na voljo samo do leta 2013.

**Zlasti podjetja v predelovalnih dejavnostih so kot glavno zaskrbljenost in ovire za ekonomijo obsegla izpostavila tudi trgovinske ovire – vključno z ureditvijo glede lokalnih virov, tarifami in carinskimi dajatvami ter naraščanjem manj formalnih ovir (tako imenovanega »mračnega protekcionizma«).** Podjetja, ki delujejo v več geografskih jurisdikcijah, so izpostavila težave, ki jih imajo zaradi vse pogostejšega »dvojnega« obdavčevanja podjetij. Poleg tega so respondenti kot trenutne svetovne izzive, s katerimi se soočajo njihovi sektorji, omenili vse večjo svetovno konkurenco na trgih proizvodov, spremicanje želja strank in volatilnost cen primarnih surovin. Le redki so navedli finančne omejitve in zaskrbljenost glede dostopa do financiranja.

### Graf A

#### Glavni svetovni poslovni izzivi v sedanjem času

(odgovori v odstotkih, od najpogostejših navzdol)



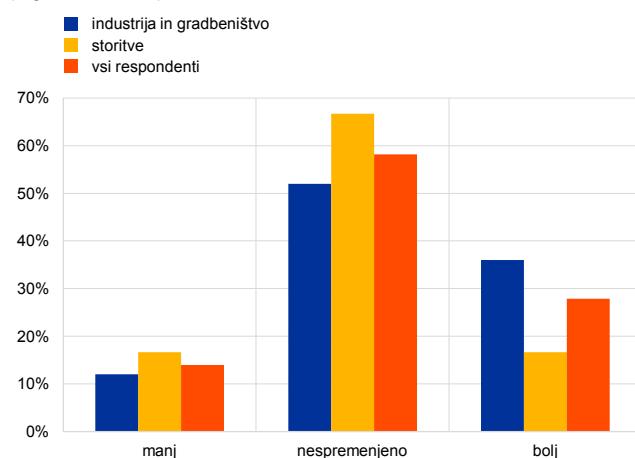
Viri: Anketa o trgovinski menjavi in izračuni ECB.

Opombe: Odgovori na vprašanje: »Kateri so trije glavni svetovni poslovni izzivi v vašem sektorju v tem trenutku? Prosimo, da naštejete največ tri dejavnike in na kratko obrazložite, zakaj so pomembni.«

### Graf B

#### Spremembe v lokalni proizvodnji v zadnjih petih letih

(odgovori v odstotkih)



Viri: Anketa o trgovinski menjavi in izračuni ECB.

Opombe: Odgovori na vprašanje: »Ali je v zadnjih petih letih postal bolj ali manj običajno, da podjetja v vašem sektorju proizvajajo/poslujejo na lokalnih trgih, kjer se prodajajo blago in storitve?«

**Ankete kažejo, da se je lokalizacija proizvodnje v bližino končnih trgov v zadnjih petih letih rahlo povečala (glej graf B).** Čeprav večina podjetij ni poročala o spremenjenih svetovnih proizvodnih vzorcih v zadnjih petih letih, je dobra četrtina respondentov izjavila, da so svojo proizvodnjo ali storitvene dejavnosti premestili. Kot pomembne dejavnike, zaradi katerih se poslovanje seli iz EGP, so navajali spremicanje svetovnih vzorcev povpraševanja in tudi visoke stroške dela. Med pomembnimi dejavniki se omenjajo tudi zahteve glede lokalnih virov. Drugi dejavniki, ki vplivajo na odločitve o selitvi, so se navezovali na željo po zavarovanju pred valutnimi nihanji, na omejene zmogljivosti znotraj EGP, pretirano regulacijo ter gospodarsko in politično negotovost.

#### S spremembo svetovnih proizvodnih vzorcev se še naprej zmanjšuje povpraševanje po delovni sili iz EGP.

Približno dvakrat toliko podjetij meni, da se je s spremembo vzorcev svetovne trgovinske menjave zmanjšalo povpraševanje po delovni sili iz EGP v njihovem sektorju, v primerjavi s tistimi, ki so tukaj zabeležila povečanje. Upad je bil zlasti velik med »pisarniškim« operativnim osebjem (v industriji in storitvenih dejavnostih), povpraševanje pa se je nekoliko povečalo po

delovnih mestih, ki zahtevajo višjo izobrazbo (vključno s proizvodnimi tehnologijami in nadzorniki ali v raziskavah in razvoju ter na področju oblikovanja izdelkov).

**Selitve so bile redke, saj so nove trge navadno oskrbovali z dodatnimi obrati.** V primeru selitev so se te pogosto osredotočale na selitev bodisi znotraj EGP (predvsem iz dřajih zahodnoevropskih gospodarstev v stroškovno ugodnejše države srednje in vzhodne Evrope, kot je navedla tretjina podjetij, ki so se selila) bodisi v manjši meri v države zunaj EGP (kot je navedla približno četrtina podjetij, ki so se selila). Samo peščica respondentov je poročala o selitvi nazaj v EGP iz države, ki je zunaj EGP. Kot spodbudo za selitev nazaj v EGP so podjetja navajala spodbude nekaterih vlad v EGP k selitvi podjetij ter težnje k centralizaciji upravnih delovnih mest in sedeža – navadno v prizadevanjih za omejitve stroškov.

### Graf C

#### Dejavniki, ki verjetno spodbujajo več proizvodnje v EGP

(odgovori v odstotkih)



Viri: Anketa o trgovinski menjavi in izračuni ECB.

Opombe: Odgovori na vprašanje: »Kaj od naslednjega bi podjetja v vašem sektorju najverjetneje spodbudilo, da bi srednjoročno povečala proizvodnje/poslovanje v EGP?« Respondenti so morali navesti največ pet dejstev.

**Glede na anketne odgovore bi bile za povečanje evropske proizvodnje potrebni boljši gospodarski obeti, večje omejevanje stroškov in dodatni ukrepi ekonomskih politik (glej graf C).** Graf C kaže povzetek odgovorov na vprašanje, ki je od respondentov zahtevalo, da izberejo pet dejavnikov, ki bi najverjetneje spodbudili podjetja v njihovem sektorju k srednjoročnemu povečanju proizvodnje/poslovanja v EGP. Prioritete v industrijskem sektorju so bile podobne tistim v storitvenem sektorju. Več kot polovica vseh podjetij je kot spodbudo k povečanju proizvodnje v Evropi navedla boljše gospodarske obete. Številna so poudarila, da so za ponovno vzpostavitev konkurenčnosti in povečanje dobičkonosnosti v okolju šibke rasti ključna prizadevanja za nadaljnjo omejitev stroškov z večjim poudarkom na tehnološkem napredku in večji učinkovitosti. Približno tretjina podjetij je kot prednostne naloge ekonomskih politik izpostavila nadaljnje ukrepe za zmanjšanje stroškov poslovanja – zlasti stroškov dela – in liberalizacijo predpisov o trgu dela.<sup>25</sup>

Dobra petina podjetij je poudarila potrebo po večjih naložbenih spodbudah, zmanjšani obdavčitvi podjetij in manjših omejitvah na trgih proizvodov. V končni fazi bo treba med prednostne naloge oblikovalcev nacionalnih politik ob primerjalnih prednostih države vključiti tudi razmere v lokalnem poslovnom okolju in položaj države v svetovnih vrednostnih verigah. Rezultati ankete kljub temu kažejo, da bodo visoki stroški dela in poslovanja ter stroga regulacija trga dela po mnenju podjetij, ki so sodelovala v anketi, verjetno vplivali na odločitve podjetij o njihovi lokaciji.

<sup>25</sup> Podobno je bilo razmišljjanje v eni od predhodnih anket v zvezi s povečanjem investicij v euroobmočju. Glej okvir z naslovom »Kaj povzroča nizke investicije v euroobmočju? Anketni odgovori velikih podjetij iz euroobmočja«, Ekonomski bilten, ECB, december 2015.

## 5

## Vzroki za nedavno razhajanje med deflatorjem BDP ter HICP brez energentov in hrane v euroobmočju

**Deflator BDP lahko razumemo kot širši kazalnik osnovnega gibanja domačih cen.** Med deflatorjem BDP in pogosto uporabljenim merilom HICP brez energentov in hrane je nekaj razlik glede koncepta in namena.<sup>26</sup> Kljub temu je bilo v glavnem zabeleženo precejšnje sogibanje med dolgoročnejšim gibanjem obeh kazalnikov. Tako je bila v zadnjih 15 letih povprečna medletna stopnja rasti v euroobmočju pri obeh razmeroma podobna. Kratkoročno in srednjeročno pa nekoliko večja razhajanja med obema kazalnikoma niso neobičajna in vrzel se je v zadnjih dveh letih dejansko povečala: medletna rast deflatorja BDP, ki se je povečala opazneje, od sredine leta 2014 narašča, inflacija brez energentov in hrane pa je rasla precej manj (glej graf A). Ta okvir proučuje nedavno razhajanje in se osredotoča predvsem na dejavnike, ki so povzročili okrepitev stopnje rasti deflatorja BDP.

**Gibanje profitnih marž je glavni dejavnik, ki je spodbujal nedavno pospešitev rasti deflatorja BDP v euroobmočju.** Razčlenitev rasti deflatorja BDP na dohodkovne komponente kaže, da praktično celotno povečanje od sredine leta 2014 predstavlja večji prispevek dobička (bruto poslovnega presežka) na enoto proizvoda, ki se imenuje tudi profitna marža. Prispevek stroškov dela na enoto proizvoda in prispevek posrednih davkov na enoto proizvoda (brez subvencij) sta na splošno ostala približno nespremenjena. Gibanje profitnih marž je v euroobmočju zelo prociklično, nedavna okrepitev rasti pa je v skladu s sedanjim okrevanjem realne rasti BDP (glej graf B). Ugodna gibanja gospodarske aktivnosti spodbujajo rast profitnih marž, saj okrepitev dohodkov in povpraševanja prispeva k zvišanju cen, medtem ko istočasen dvig produktivnosti in običajno zakasnjen odziv plač na cikličen gospodarski vzpon zavirata rast stroškov dela na enoto proizvoda. Vseeno naj bi bil vpliv gospodarskega cikla preko dobička eden od dejavnikov, ki vplivajo na gibanje tako deflatorja BDP kot tudi HICP brez energentov in hrane, kar kaže, da je nedavno razhajanje posledica drugih dejavnikov.

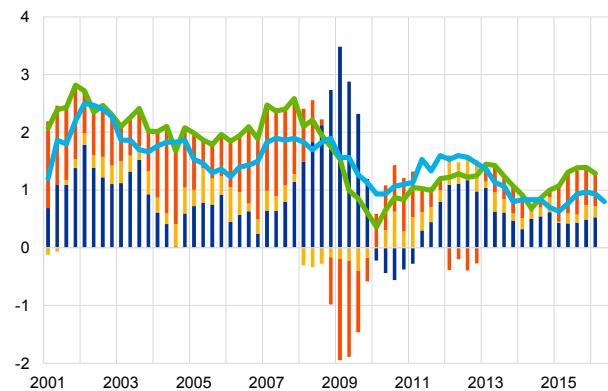
<sup>26</sup> Glavne konceptualne razlike med obema kazalnikoma izhajajo iz dejstva, da se HICP brez energentov in hrane nanaša na cene blaga in storitev, ki jih porabljajo gospodinjstva, deflator BDP pa je širši pojem, ki zajema cene vseh končnih proizvodov, proizvedenih v domačem gospodarstvu. Če na deflator BDP pogledamo s strani izdatkov, ta vključuje tudi cene za zasebno potrošnjo, državno potrošnjo, investicije v osnovna sredstva ter izvoz, zmanjšan za cene uvoza. Medtem ko cene uvoženega blaga in storitev niso vključene v deflator BDP, so te vključene v HICP brez energentov in hrane (z izjemo neposrednega učinka cen energentov in hrane). Obenem so cene izvoženega blaga in storitev vključene v deflator BDP, seveda pa niso zajete v HICP brez energentov in hrane.

### Graf A

#### Deflator BDP ter HICP brez energentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- stroški dela na enoto proizvoda
- davki na enoto proizvoda
- dobiček na enoto proizvoda
- deflator BDP
- HICP brez energentov in hrane



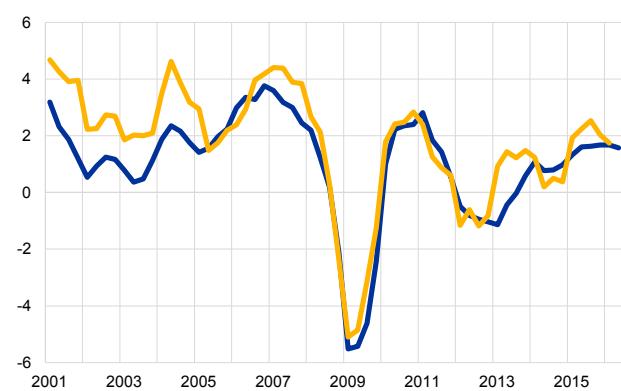
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### Graf B

#### Realni BDP in dobiček na enoto proizvoda

(medletne spremembe v odstotkih)

- realni BDP
- dobiček na enoto proizvoda



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

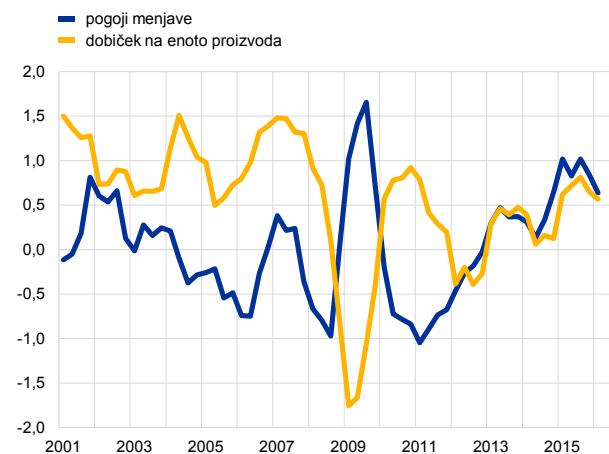
**Profitne marže, zajete v deflatorju BDP, so v zadnjem času najverjetneje odražale tudi spremenjene pogoje menjave.** To se pokaže, če razčlenitev deflatorja BDP na dohodkovno stran primerjamo z razčlenitvijo na izdatkovno stran, pri čemer prva vključuje profitne marže, slednja pa (relativne) cene izvoza in uvoza, tj. pogoje menjave. Spremembe v pogojih menjave so v zadnjem času posledica različnih dejavnikov. Prvič, depreciacija efektivnega tečaja eura od sredine leta 2014 je verjetno ugodno vplivala na profitne marže izvoznikov iz euroobmočja, če so cene svojih proizvodov določili glede na tržne razmere, se pravi, da so izvozne cene v tuji valuti pustili nespremenjene. Drugič, strm padec cen nafte in drugih primarnih surovin sredi leta 2014 je verjetno ugodno vplival na profitne marže proizvajalcev iz euroobmočja, če s tem povezanih nižjih uvoznih cen in cen inputov niso prenesli na prodajne cene. Takšen vpliv se kaže v precejšnjem sogibanju med prispevkom profitnih marž in prispevkom pogojev menjave k stopnji rasti deflatorja BDP v zadnjih nekaj letih (glej graf C), medtem ko so gibanje profitnih marž prej določala ciklična gibanja, kot kaže graf B.

**Nedavno vrzel med rastjo deflatorja BDP in rastjo HICP brez energentov in hrane je mogoče pojasniti z vplivom cen inputov na profitne marže.** Velik padec cen nafte je povzročil znižanje cen inputov in vmesne potrošnje v proizvodnji. Ker vmesna potrošnja ni vključena v BDP, se spremembe cen naftnih inputov ne bodo neposredno zabeležile v deflatorju BDP. Če se obenem padec cen naftnih inputov vsaj deloma prenese na prodajne cene, ki se merijo s cenami končne potrošnje, se lahko zniža tudi inflacija brez energentov in hrane. Nasprotno, če se padec cen naftnih inputov ne prenese na prodajne cene, bo ostala inflacija brez energentov in hrane konstantna, medtem ko se bo deflator BDP zvišal (preko višjih profitnih marž). Graf D kaže, da so velike razlike med stopnjo rasti obeh kazalnikov nedavno sovpadle z velikimi spremembami cen nafte, tako da je s tem mogoče pojasniti dinamiko razhajanja v letu 2015.

### Graf C

#### Dobiček na enoto proizvoda in pogoji menjave

(prispevki v odstotnih točkah)



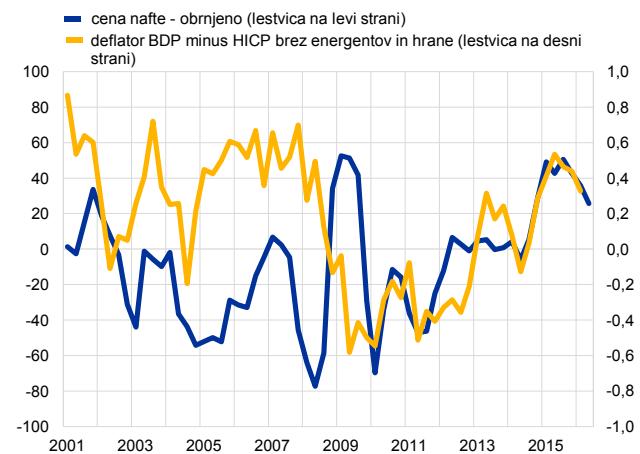
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: »Pogoji menjave« se nanašajo na relativno ceno izvoza glede na ceno uvoza.

### Graf D

#### Razlike med deflatorjem BDP ter HICP brez energentov in hrane ter spremembami cen nafte

(medletne spremembe v odstotnih točkah; odstotne točke)



Viri: Bloomberg, Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Cena surove nafte Brent je v ameriških dolarjih.

**V prihodnjem obdobju naj bi pričakovano umirjanje vpliva cen nafte prispevalo k ponovnemu zbližanju gibanja deflatorja BDP ter HICP brez energentov in hrane.** Na podlagi sedanje krivulje terminskih cen bo zelo ugoden vpliv cen nafte na gibanje profitnih marž najverjetneje izzvenel ter v bližnji prihodnosti zaviral rast deflatorja BDP, kar je že razvidno iz podatkov za prvo četrtletje 2016. Če vse ostane nespremenjeno, naj bi se obenem okreplila tudi inflacija brez energentov in hrane, saj se bodo zavirali posredni učinki preteklega padca cen nafte izteklji. Ko bo vpliv cen nafte izzvenel, naj bi se oba kazalnika osnovne inflacije do določene mere zopet zbližala in se povečala, ko bo gospodarsko okrevanje kot skupno gonilo spet igralo pomembnejšo vlogo.

## 6

# Dejavniki gibanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo od leta 2008

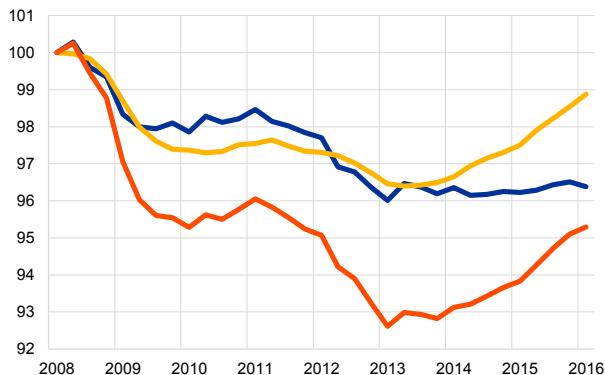
**Med gospodarskim okrevanjem v euroobmočju je ostalo povprečno število opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo približno nespremenjeno, potem ko se je med krizo močno zmanjšalo.** Skupna izkoriščenost delovne sile podjetij se je od prvega četrletja 2008 do drugega četrletja 2013 močno znižala, pri čemer je bil upad pomembnejši z vidika skupnega števila opravljenih delovnih ur kot z vidika števila zaposlenih. To je bilo posledica zmanjšanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo, ki pa se nato med gospodarskim okrevanjem ni povečalo (glej graf A). Čeprav upad povprečnega števila opravljenih delovnih ur, zabeleženo od začetka krize, na splošno velja kot cikličen pojav, pa povprečno število opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo po 12 četrletjih naraščanja gospodarske aktivnosti ne kaže znakov cikličnega okrevanja. V tem okvirju proučujemo vzroke za ta pojav in ugotavljamo, da ima pomembno vlogo pri tem povečanje zaposlitev s krajšim delovnim časom.

### Graf A

Zaposlenost, skupno število opravljenih delovnih ur in povprečno število opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo v euroobmočju

(indeks: I 2008 = 100; četrletni podatki; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)

- povprečno število opravljenih delovnih ur
- zaposlenost
- skupno število opravljenih delovnih ur



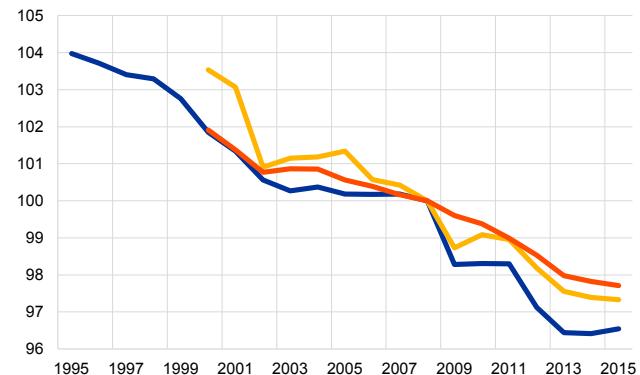
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### Graf B

Različna merila povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo

(indeks: 2008 = 100; letni podatki)

- nacionalni računi, povprečno število opravljenih delovnih ur
- anketa o delovni sili, število dejansko opravljenih delovnih ur
- anketa o delovni sili, število običajno opravljenih delovnih ur



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: V anketi EU o delovni sili se število običajno opravljenih delovnih ur nanaša na delovne ure, ki jih zaposlena oseba običajno opravi v enem tednu. Število dejansko opravljenih delovnih ur obsega vse delovne ure, ki jih je zaposlena oseba opravila v referenčnem tednu, vključno z nadurami, ne glede na to, ali so bile plačane ali ne.

**Število opravljenih delovnih ur je upadal že pred krizo.** Povprečno število opravljenih delovnih ur, izračunano na podlagi nacionalnih računov, in število, o katerem poročajo ankete o delovni sili, se je v euroobmočju v zadnjih dveh desetletjih močno zmanjšalo (glej graf B). Zgodovinski podatki nakazujejo, da se

število opravljenih delovnih ur zmanjšuje že veliko dlje.<sup>27</sup> Pojav upadanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur je mogoče opaziti v praktično vseh državah euroobmočja in v številnih sektorjih.<sup>28</sup>

**Povprečno število dejansko opravljenih delovnih ur v euroobmočju se je od leta 2008 zmanjšalo za približno eno uro, in sicer predvsem zaradi povečanja števila zaposlitev s krajšim delovnim časom.**

Razčlenitev spremembe povprečnega števila opravljenih delovnih ur (po Eurostatovi anketi o delovni sili v EU) kaže, da največji vzrok za nedavni upad dejansko opravljenih delovnih ur predstavlja večje število zaposlitev s krajšim delovnim časom (glej graf C). Delež zaposlenih s krajšim delovnim časom se je v primerjavi z vsemi zaposlenimi v euroobmočju od prvega četrtletja 2008 do drugega četrtletja 2013 povečal z 19,0% na 21,7% in je v prvem četrtletju 2016 znašal 22,2%. Zaradi takšnega povečanja se je za več kot polovico zmanjšalo povprečno število opravljenih delovnih ur. Po začetku krize se je zmanjšalo tudi povprečno število delovnih ur, ki so jih opravili delavci s polno zaposlitvijo (to je mogoče pojasniti z upadom števila nadur oziroma s povečanjem zaposlitev s krajšim delovnim časom). V letih 2010 in 2011 se je nekoliko povečalo, od takrat pa nenehno upada, kar prispeva tudi k upadanju povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo.

**Povečanje števila zaposlitev s krajšim delovnim časom je močno povezano z gibanji v storitvenih sektorjih.**

Na splošno velja, da je več zaposlitev s krajšim delovnim časom v storitvenih sektorjih kot v industriji in gradbeništvu. Delež zaposlenih s krajšim delovnim časom glede na vse zaposlene v industriji in gradbeništvu znaša 9%, v tržnih in netržnih storitvenih dejavnostih pa je ta delež veliko večji od 20%. Od leta 2008 je delež zaposlitev s krajšim delovnim časom vse večji v vseh sektorjih. Največji porast je mogoče opaziti v sektorju tržnih storitev, ki tudi zaradi na splošno velikega deleža največ prispeva k povečanju deleža zaposlitev s krajšim delovnim časom v gospodarstvu. Ta učinek je spodbudila tudi spremembu v sestavi zaposlenosti, ki vključuje prehod na storitvene dejavnosti (glej graf D). Od leta 2008 se je število zaposlitev s krajšim delovnim časom povečalo tudi v industriji in gradbeništvu, vendar je tukaj mogoče opaziti bolj cikličen vzorec, saj se je med okrevanjem nekoliko zmanjšalo.

<sup>27</sup> Glej na primer Lee, S., McCann, D., in Messenger, J. C., *Working Time Around the World. Trends in working hours, laws and policies in a global comparative perspective*, International Labour Organisation, 2007, ter Boppart, T., in Krusell, P., [How much we work: The past, the present, and the future](#), 2016.

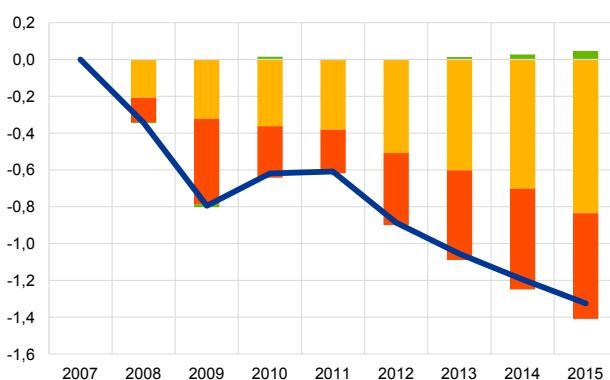
<sup>28</sup> Po podatkih nacionalnih računov se je povprečno število opravljenih delovnih ur od prvega četrtletja 2008 do prvega četrtletja 2016 zmanjšalo v štirih največjih državah euroobmočja z izjemo Španije. V istem obdobju je bil upad povprečnega števila opravljenih delovnih ur v euroobmočju zabeležen tudi v vseh sektorjih NACE, razen v informatiki in komunikacijah.

### Graf C

#### Razčlenitev kumulativne spremembe v povprečnem številu opravljenih delovnih ur v euroobmočju

(kumulativne spremembe v povprečnem številu dejansko opravljenih delovnih ur tedensko od leta 2007; delež zaposlenih s krajšim delovnim časom v odstotkih; letni podatki)

- povprečno število opravljenih delovnih ur
- delež zaposlenih s krajšim delovnim časom
- število delovnih ur, ki so jih opravili delavci s polno zaposlitvijo
- število delovnih ur, ki so jih opravili zaposleni s krajšim delovnim časom



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

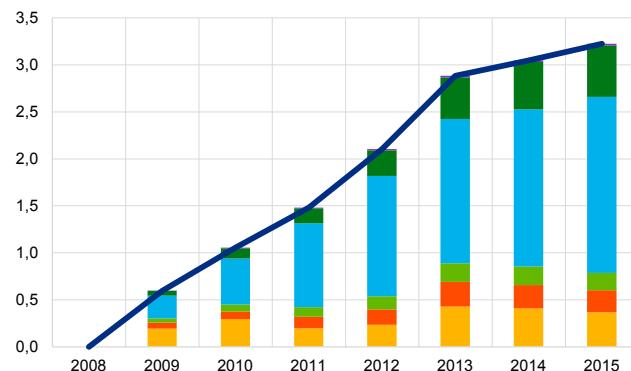
Opombe: Povprečno število delovnih ur, ki so jih opravili delavci s polno zaposlitvijo in zaposleni s krajšim delovnim časom, ter delež zaposlenih s krajšim delovnim časom so vzeti iz ankete o delovni sili v EU. Za namene razčlenitve je število zaposlenih vzeto iz nacionalnih računov.

### Graf D

#### Razčlenitev kumulativne spremembe v deležu zaposlitev s krajšim delovnim časom v euroobmočju (spremembe znotraj sektorjev in učinek sestave)

(kumulativne spremembe v deležu zaposlenih s krajšim delovnim časom od leta 2008, v odstotnih točkah)

- delež zaposlitev s krajšim delovnim časom
- učinek sestave
- industrija (brez gradbeništva)
- gradbeništvo
- tržne storitve
- javne storitve
- druge storitve



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opomba: Za namene izračunov je število zaposlenih vzeto iz nacionalnih računov, delež zaposlenih s krajšim delovnim časom po sektorjih pa iz ankete o delovni sili.

**Vse kaže, da je bila rast zaposlitev s krajšim delovnim časom na ravni euroobmočja v veliki meri posledica zanimanja delodajalcev za tovrstne pogodbe.** Več kot polovico povečanja zaposlitev s krajšim delovnim časom od prvega četrletja 2008 bi lahko pripisali prostovoljnimi odločitvam zaposlenih, ki so sami izkoristili nove priložnosti za zaposlitev s krajšim delovnim časom. Skoraj polovica pa je kljub temu posledica povečanja »podzaposlenosti«,<sup>29</sup> saj so zaposleni neprostovoljno sprejeli zaposlitev s krajšim delovnim časom, čeprav bi raje delali več. Rast zaposlitev s krajšim delovnim časom je bila podobna pri obeh spolih, čeprav zaposlitve s krajšim delovnim časom še vedno močno prevladujejo med ženskami. Podzaposlenosti je več med moškimi, zaposlenimi s krajšim delovnim časom, medtem ko je povečanje števila zaposlitev s krajšim delovnim časom spremljalo večje povečanje podzaposlenosti med moškimi. Od prvega četrletja 2008 do prvega četrletja 2016 se je delež zaposlenih, opredeljenih kot podzaposleni, pri moških povečal s 23% na 30%, pri ženskah pa je ostal bolj ali manj nespremenjen na ravni okoli 20%.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> »Podzaposleni delavci, ki delajo s krajšim delovnim časom« je izraz, ki ga Eurostat uporablja za osebe, ki delajo s krajšim delovnim časom, čeprav želijo delati več ur in so na razpolago za to. O delu s krajšim delovnim časom so poročali posamezniki sami. Več informacij je na naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5579744/KS-SF-11-057-EN.PDF>

<sup>30</sup> Tukaj predstavljeni podatki se nanašajo na delež podzaposlenih v razmerju do zaposlenih s krajšim delovnim časom.

**Povečanje deleža zaposlitev s krajšim delovnim časom in s tem povezano zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur sta, kot kaže, vsaj deloma strukturne narave, to pa pomeni, da se povprečno število opravljenih delovnih ur ne more vrniti na predkrizno raven.** Povečanje števila zaposlitev s krajšim delovnim časom je verjetno posledica najmanj dveh struktturnih sprememb: vse večjega deleža tržnih storitev in posledično večjega povpraševanja po zaposlitvah s krajšim delovnim časom ter povečane ponudbe delovne sile za krajši delovni čas (med drugim zaradi vse večjega deleža žensk in oseb, starejših od 55 let). Če se ta dolgoročni trend ne bo obrnil v smeri večje zaposlenosti v storitvenih dejavnostih, se bo delež zaposlitev s krajšim delovnim časom verjetno še večal, povprečno število opravljenih delovnih ur pa bo ostalo nižje od ravni izpred krize.

# Article

## 1 The employment-GDP relationship since the crisis

*The continued employment growth seen across the euro area since the onset of the recovery in 2013 has been stronger than expected. Differences in the responsiveness of employment growth to GDP growth between the pre- and post-crisis periods suggest a possible structural change in the underlying employment-GDP relationship. This article explores the factors driving the employment-GDP relationship. It suggests that the changing sectoral composition of GDP growth towards a larger services sector, a shift in the composition of employment towards part-time employment, and structural labour market reforms and fiscal measures in some countries underlie some strengthening in the underlying employment-GDP relationship since the start of the recovery.*

### The relationship between euro area employment and GDP

**The recovery in euro area GDP since the second quarter of 2013 has been accompanied by higher than expected employment growth.** This article assesses the extent to which the stronger than expected employment growth seen over the recovery is likely to persist and examines some of the factors likely to be contributing to this. From a central bank perspective, this topic is important because the labour market recovery is crucial for the strength of confidence and consumption in the aftermath of the crisis. While the earlier weakening of the relationship between GDP growth and the unemployment rate (Okun's law), or between GDP and employment growth, has been documented and explained in the literature<sup>1</sup>, much less attention has, so far, been paid to the strong "reconnection" between employment and GDP growth over the recovery.

**To some extent, it is surprising that the employment-GDP relationship over the recovery has been as strong as in the pre-crisis years.** Before the onset of the Great Recession in 2008, euro area employment growth co-moved closely with GDP. In retrospect, however, the strong employment growth experienced in some countries in the pre-crisis period had been associated with the emergence of sectoral imbalances, which were later viewed as unsustainable in the longer term. Nevertheless, since the onset of the euro area recovery in GDP, employment responses to GDP growth have been at least as strong as in the pre-crisis period.

**Both cyclical and structural changes are likely to have contributed to the higher than expected responsiveness of euro area employment to GDP since the rebound.** The cyclical reasons include strong rebounds following large

---

<sup>1</sup> See, for example, Klinger, S. and Weber, E., "On GDP-Employment Decoupling in Germany", Institute for Employment Research, *IAB-Discussion Paper*, 21/2014, and Burggraeve, K., de Walque, G. and Zimmer, H., "The relationship between economic growth and employment", *National Bank of Belgium Economic Review*, June 2015.

decreases in employment in some countries and the introduction of short-term fiscal measures, which have boosted employment growth in the aftermath of the crisis in some Member States. However, ongoing structural changes and structural reforms in some countries are also likely to have played a more persistent role.<sup>2</sup>

**This article considers the factors underlying the employment-GDP relationship and assesses their role in explaining the strong employment growth observed since the start of the euro area recovery.** The remainder of this article is organised as follows: Section 2 provides an overview of euro area employment-GDP dynamics over the course of Economic and Monetary Union (EMU), focusing on developments since the crisis. Section 3 provides a quantification of the employment-GDP relationship and includes a box examining the evidence of changing employment dynamics from a statistical perspective. Section 4 assesses the importance of sectoral dynamics in explaining the recent strength in the employment-GDP relationship. A second box compares the patterns observed in the euro area with those seen in the United States since the Great Recession and considers the implications of recent strong employment growth in both economies for productivity measurement. Section 5 examines the country dimension of the euro area aggregate and assesses the role of policy measures in shaping recent euro area developments. A third box examines the impact of structural reforms on country-level changes in employment reactions to output growth. Section 6 concludes.

## A longer-term overview of euro area employment dynamics

**The global economic and financial crisis brought about a major “disconnect” in the employment-GDP relationship.** Before the crisis – between the first quarters of 1999 and 2008 respectively – euro area employment and GDP growth had co-moved closely (see Chart 1). This relationship, however, broke down with the onset of the Great Recession in 2008, although persistent job losses and subsequent weak job creation during the interim recovery<sup>3</sup> and a further very strong shake-out of employment in the euro area’s second (double-dip) recession helped to restore the underlying relationship. Since the recovery in activity that began in early 2013, employment and GDP appear to have reconnected strongly. These distinct phases are illustrated in Chart 2 and are briefly discussed below.

---

<sup>2</sup> Statistical and measurement issues may have also played a role; however, these are not the focus of this article.

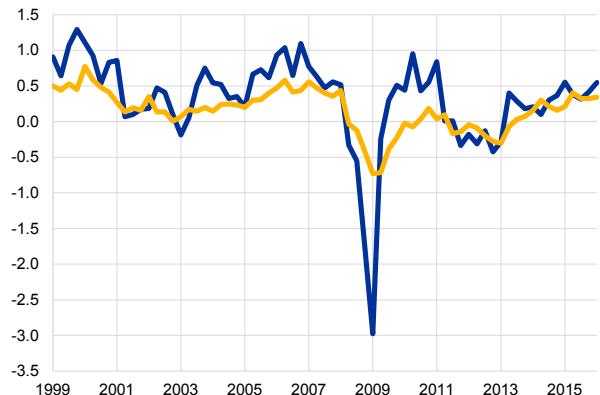
<sup>3</sup> The term “interim recovery” refers to the initial rebound in euro area GDP following the Great Recession of 2008-09.

### Chart 1

Growth rates of real GDP and employment in the euro area since 1999

(quarter-on-quarter growth rates)

- real GDP
- employment



Sources: Eurostat and ECB calculations.

### When the global Great Recession hit the euro area economy in 2008, euro area employment initially contracted relatively moderately, given the sharp decline in GDP growth, but this was to some extent countered over the course of the interim rebound.

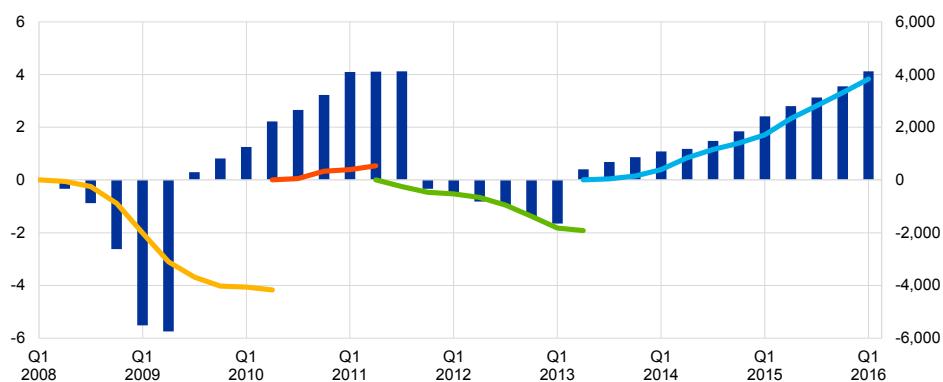
While euro area employment initially contracted only modestly in the first quarters of the Great Recession, the employment decline continued for several quarters into the interim rebound in activity, which lasted from the third quarter of 2009 until the third quarter of 2011 (as shown by the yellow line in Chart 2). Moreover, despite a marked recovery in euro area GDP over the subsequent interim rebound, euro area employment barely rose, in part reflecting the delayed effects of earlier labour hoarding (see the red line in Chart 2). The marked disconnect in the relationship between employment and GDP has been widely reported and analysed in the literature.<sup>4</sup>

### Chart 2

Cumulative changes in euro area GDP and employment since the start of the crisis

(cumulative changes; percentages; thousands)

- losses/rebounds of euro area GDP (left-hand scale)
- change in employment following onset of Great Recession (right-hand scale)
- change in employment following onset of interim rebound (right-hand scale)
- change in employment following onset of double dip (right-hand scale)
- change in employment following onset of recovery (right-hand scale)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

### Since the start of the second euro area recession and over the subsequent recovery, the euro area employment-GDP relationship appears to have

“reconnected”. As the euro area slid back into recession (from the fourth quarter of 2011), employment developments followed the decline in GDP closely (as shown by the green line in Chart 2). Thereafter, with the rebound in activity (from the second quarter of 2013), employment also quickly returned to positive growth – within one

<sup>4</sup> See, for instance, *Euro area labour markets and the crisis*, Structural Issues Report, ECB, October 2012, and the updated version, published as “Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets”, Occasional Paper Series, No 159, ECB, February 2015.

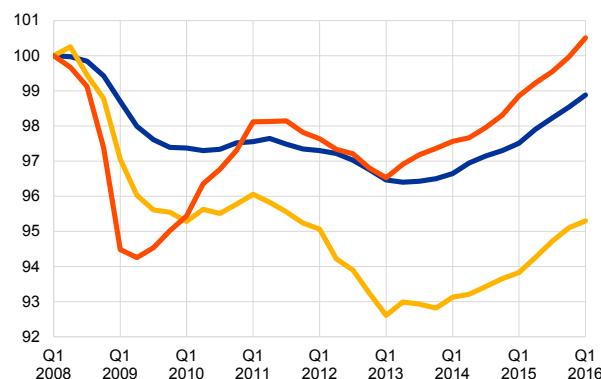
quarter of the GDP rebound – and has since expanded strongly in line with GDP dynamics (see the light blue line in Chart 2).

### Chart 3

#### Evolution of real GDP, employment and total hours worked since the start of the crisis

(index: 2008 = 100)

- employment
- ▬ total hours worked
- ▬ real GDP



Sources: Eurostat and ECB calculations.

**Despite the strengthening of the employment-GDP relationship of late, euro area employment remains slightly below pre-crisis levels.** As Chart 3 shows, in the first quarter of 2016<sup>5</sup> euro area employment was still around 1% below the pre-crisis peak seen in the first quarter of 2008. However, the slight shortfall in headcount employment contrasts markedly with developments in total hours worked. In the first five years of the crisis, developments in headcount employment and total hours worked diverged substantially, with the latter remaining considerably below pre-crisis levels, following a further significant reduction in total hours worked over the course of the second euro area recession. Following this strong decline, it had been expected that subsequent increases in activity would be met by increases in working hours of existing headcount (resulting in increases in measured average working hours per person employed).<sup>6</sup> In practice, however, average

hours worked per person employed have barely changed since 2013. Instead, the evolution of total hours worked has merely reflected the expansion in employment (see also the box entitled “Factors behind developments in average hours worked per person employed since 2008” in this issue of the Economic Bulletin).

**Over the recovery, employment forecasts for the euro area have been continually revised upwards by a wide range of forecasters.** It seems that forecasters had also anticipated that firms would expand the working hours of their incumbent employees, rather than expand headcount. Chart 4 shows that Eurosystem and ECB staff projections consistently underestimated euro area employment growth over the 2013–15 interval, even as the recovery was under way. Similar errors are evident in the forecasts for the euro area from other institutions, such as the European Commission, the IMF and the OECD, as forecasters there also were caught out by a stronger than expected employment response to GDP growth, rather than forecast errors for GDP.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> This article is based on data available up to the end of June 2016.

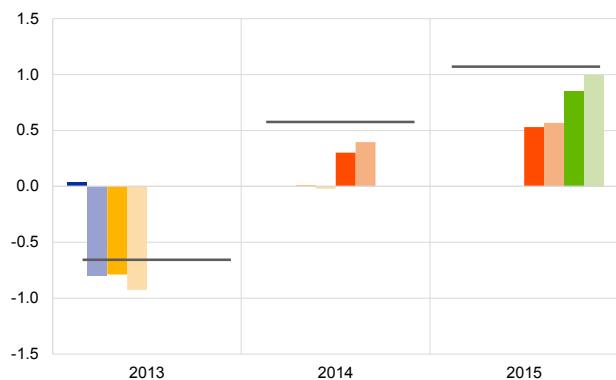
<sup>6</sup> For example, the European Commission held the view that “the current low level of average hours worked does not represent necessarily a *new normal*, as it is accompanied by a significant increase in involuntary part-time employment, which has a clear cyclical pattern and can be expected to be reabsorbed during the recovery”. *Labour Market and Wage Developments in Europe 2015*, European Commission, 2015, p.24.

<sup>7</sup> Indeed, GDP growth was lower than projected in 2014 and – at the time – similar to the projections in 2015, while employment growth was higher than anticipated in both years. The recent substantial revisions to Irish GDP were not taken into consideration in this assessment.

#### Chart 4

Projected annual employment growth between 2013 and 2015 from Eurosystem projections and outcomes

(annual growth rates)

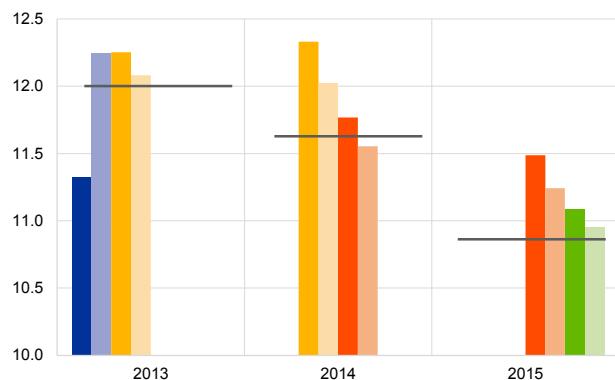


Sources: BMPE projections database and ECB calculations.

#### Chart 5

Projected annual average unemployment rates between 2013 and 2015 from Eurosystem projections and outcomes

(percentage of labour force)



Sources: BMPE projections database and ECB calculations.

**The strong employment growth also helped bring down the euro area unemployment rate more quickly than expected.** Chart 5 shows a marked acceleration in the speed of the unemployment declines which accompanied the growth in employment as the euro area recovery took hold. By 2015, the rate at which unemployment was declining continued to surprise forecasters even at the end of the projection horizon (as data on unemployment outcomes typically arrive with a lag of around two months). Moreover, the euro area unemployment rate declined despite recent increases in labour supply (including both population and participation effects<sup>8</sup>), as employment growth exceeded the labour force expansion.

## Quantifying the employment-GDP relationship

**Developments in euro area employment and activity suggest post-crisis elasticities at least as strong as those of the pre-crisis period.** National accounts data for the euro area show that between the first quarter of 1999 and the eve of the crisis in the first quarter of 2008 – a period of particularly employment-rich growth during which total employment increased by around 18 million – euro area headcount employment grew by around 13%, linked to an increase in output of around 23%, yielding a ratio of around 0.55 (see Chart 6). In the early part of the crisis, commentators looked back on the pre-crisis period as a time of exceptional employment growth, fuelled in part by an unsustainable construction bubble and thus not likely to be repeated or permanent. Nevertheless, over the interval since the start

<sup>8</sup> See the box entitled “Recent developments in the labour force participation rate in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015 and the earlier box on wider labour supply effects entitled “Recent labour supply developments”, *Monthly Bulletin*, ECB, June 2010.

of the recent recovery in activity which began in the second quarter of 2013, euro area GDP has increased by around 4.1%, while employment has since risen by 2.5%, slightly *increasing* the observed ratio to around 0.62.<sup>9</sup> Similar results are suggested using econometric techniques based on short-term reactions between employment and GDP (see Box 1).

### Box 1

#### A quantitative investigation of the euro area employment-GDP relationship

**Econometric analysis finds that the euro area employment-GDP relationship is at least as strong in the recovery period as in the years leading up to the crisis.** Attempts to assess the degree to which euro area employment cyclical may have changed since the post-crisis recovery are, however, severely restricted by the small number of post-crisis observations. Table A summarises the results of a simple model designed to identify the changing cyclical of euro area employment over the course of the crisis and the subsequent recovery period.

**Table A**  
Euro area employment cyclical at different intervals

(OLS regression results)		
Variable	Coefficient	Standard error
Employment t-1	0.2826***	0.15
GDP t	0.2283**	0.05
GDP t-1	0.1014**	0.04
GDP t-2	0.0380	0.04
GDP t-3	0.0135	0.03
GDP t-4	0.0347	0.03
RECN*GDPt	0.2118***	0.09
0811*GDPt	-0.2818***	0.08
RECOV*GDPt	0.0812	0.10
C	-0.0001	00

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: OLS refers to ordinary least squares. The dependent variable is employment. Both employment and GDP are log-differenced. The sample for the estimation is Q1 1999–Q4 2015 (68 observations). \*\*\* and \*\* denote statistical significance at the 1% and 5% level respectively.

employment and GDP developments seen over the first crisis phase<sup>10</sup> (as suggested by Chart 2 in the main text); and (iii) a “recovery” dummy, RECOV, reflecting the recovery in euro area GDP from the second quarter of 2013 to the end of the sample in the fourth quarter of 2015.

**The results suggest an average pre-crisis elasticity equal to around 0.58 – which is similar to the 0.55 observed on a trough-to-peak basis, as reported in the main text.** The specification was selected to assess the different phases of the employment-GDP relationship since the onset of the crisis. In particular, the model seeks to explain quarter-on-quarter growth in euro area total employment using contemporaneous real GDP growth and several lags of GDP (see Table 1), alongside interactions of quarterly GDP growth with: (i) a dummy variable, RECN, designed to capture the well-known asymmetries during recession periods, taking a value of 1 when the euro area was in recession, and 0 otherwise; (ii) a dummy variable, 0811, assigned a value of 1 between the second quarter of 2008 and the third quarter of 2011 to capture the strong disconnect in

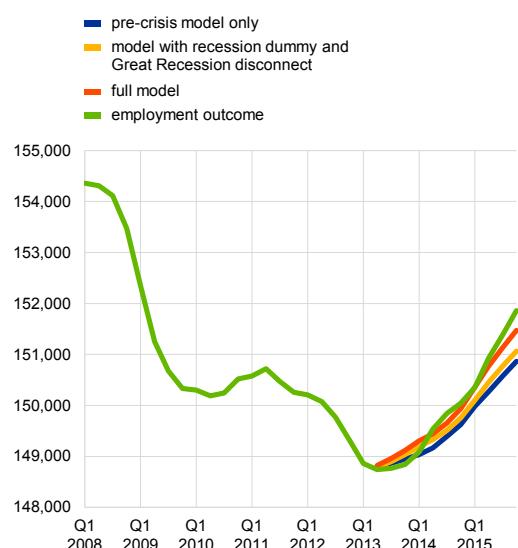
<sup>9</sup> Computations are made relative to the local troughs in both variables.

<sup>10</sup> A variety of time dummies capturing the crisis periods were tested, for instance: 0809, capturing only the effects of the Great Recession period (as measured by quarterly developments in euro area GDP) and taking a value of 1 for the five quarters of the Great Recession, which the euro area experienced between the second quarters of 2008 and 2009 respectively; CR/S/S, taking a value of 1 between the second quarter of 2008 and the first quarter of 2013, thus covering both euro area recessions and the intervening interim rebound. The results reported above reflect the strongest of the three models, as measured by adjusted R<sup>2</sup> and root mean square error criteria.

## Chart A

Estimated euro area rebound in employment since the crisis compared with actual developments

(employment levels; thousands)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Comparison of actual employment outcomes (green line) with forecasts for the period from Q2 2013 to Q4 2015 based on: (i) the pre-crisis relationship only (blue line); (ii) interaction terms for recession asymmetries (RECN) and the Great Recession disconnect (0811), shown by the yellow line; and (iii) interaction terms for recession asymmetries (RECN), the Great Recession disconnect (0811) and the recovery dummy (RECOV), as illustrated by the red line.

**the crisis is positive, but statistically insignificant.** Leaving aside the significance issues, which may be attributable in part to the low number of observations since the recovery, the implied euro area employment elasticity rises from around 0.58 pre-crisis to almost 0.70 with the inclusion of a post-crisis interaction dummy, RECOV.<sup>12</sup> Clearly, it is too early to be certain whether the stronger increase in employment growth seen over the recovery reflects merely an ongoing cyclical response to the previous strong decline in euro area employment seen over the crisis or the emergence of a stronger employment-GDP relationship. Nevertheless, over the Q2 2013-Q4 2015 period, the inclusion of the recovery term markedly improves forecasts of euro area employment, compared either with forecasts based solely on pre-crisis relationships or those which simply take account of recession asymmetries and the Great Recession disconnect (see Chart A). Given the wide-reaching changes under way in many euro area countries – including in the sectoral composition of output and employment, as well as to labour market institutions as a consequence of structural reforms – further careful monitoring of the employment-GDP relationship as the recovery unfolds seems warranted.

Moreover, the results show a marked and statistically significant disconnect in the longer-term employment-GDP relationship following the start of the Great Recession.

Recession asymmetries were generally found to be strongly positive and significant (see the strong positive coefficient on the interaction term,  $RECN \times GDP_t$ ). This suggests that euro area employment typically falls at an accelerated rate during recessions, rather than at the same rate at which it grows during periods of GDP expansion. However, the model finds a strong reduction in the employment-GDP relationship over the period of disconnect following the onset of the Great Recession (see the strong negative coefficient on the interaction term 0811), reflecting a marked *moderation* in employment losses (as a consequence of well-documented labour hoarding in some euro area countries<sup>11</sup>) over this period – and to an extent large enough to fully offset typical recession asymmetries.

**In the recovery phase, the term aiming to capture any increase in euro area employment cyclicity in the aftermath of**

<sup>11</sup> See, for example, the article entitled “The impact of the economic crisis on euro area labour markets” in the October 2014 issue of the ECB Monthly Bulletin.

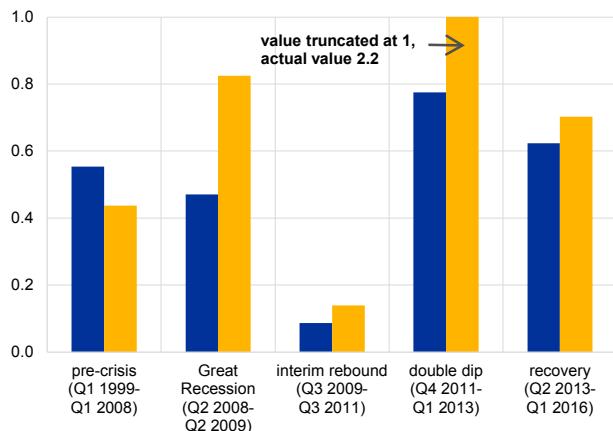
<sup>12</sup> Long-term implied elasticities are reported (i.e. correcting for the impact of the lagged dependent variable).

## Chart 6

### Elasticities of euro area employment and total hours worked to GDP since the start of EMU

(peak-to-trough and trough-to-peak ratios)

■ employment  
■ total hours worked



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Dates refer to intervals defined by developments in euro area GDP. The ratios are computed on the basis of the full peak-to-trough declines/trough-to-peak increases in the respective variables in response to GDP developments. Hours worked response to GDP over the double dip truncated to 1.0 (computed as 2.2).

**The disconnect between labour market variables and real GDP over the crisis was also seen in total hours worked.** To some extent, the disconnect of the employment-GDP relationship in the first phase of the crisis, reflecting strong labour hoarding in several euro area economies, was countered by developments in total hours worked as firms made extensive use of short-time working and other adjustments to average working hours of their employees. This explains the stronger reaction of total hours worked to GDP than employment over the Great Recession and the interim rebound shown in Chart 6. During the double-dip recession, when total hours worked fell more strongly (see again Chart 3) – and proportionately by a much greater degree than employment – the hours elasticity increased considerably (to around 2.2 – considerably above its theoretical upper limit of 1 and around three times the size of the employment reaction to GDP).

Over the recovery, however, total hours worked have rebounded only in line with employment – resulting in similar employment elasticities for both variables – albeit with both the employment and total hours worked

series apparently exhibiting slightly stronger cyclicity over the recovery than in the pre-crisis period.

**The strong “reconnect” seen between euro area employment and GDP growth in the aftermath of the crisis has also been observed in other advanced economies, such as the United States.** While the rebound in US output from the Great Recession began rather earlier than in the euro area, a marked realignment between employment growth and GDP growth is evident there also – yielding a post-crisis trough-to-peak employment-to-GDP elasticity of around 0.71, following a proportionately much stronger peak-to-trough decline in employment. Further similarities and differences between the employment rebounds seen in the two economies and their implications for measured productivity growth are discussed in Box 2.

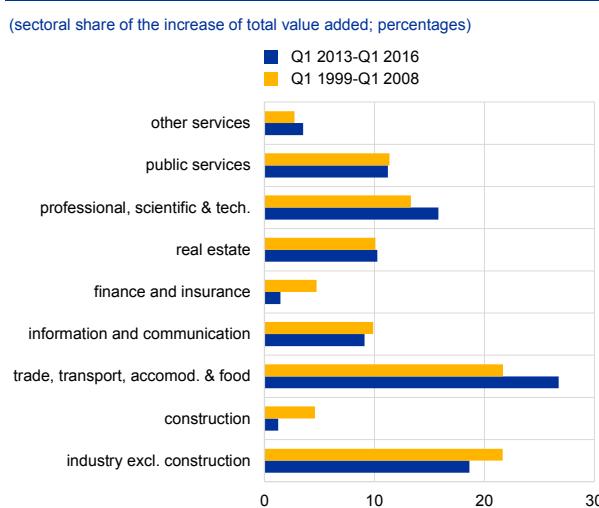
### Sectoral developments as a potential source of the strong employment-GDP relationship

**Part of the strong employment reaction observed over the recovery period is likely to reflect the heavy sectoral concentration of the recovery in services – particularly market services.** To a large extent this reflects the marked concentration of euro area output growth in these sectors (see Chart 7), with almost four-fifths of the total expansion in euro area output seen over the recovery attributable to market services alone. In terms of employment, the concentration has been greater still, with (as shown in Chart 8) almost all of the 3.2 million additional euro area headcount seen since the recovery in the euro area generated by the

services sector – more than 70% of it in just two branches of market services: (i) the trade and transport sector; and (ii) business and administrative services.<sup>13</sup> Whilst the proportional increases in market services are thus not so different from their historical averages (also shown in Charts 7 and 8, computed for the pre-crisis period between the first quarters of 1999 and 2008 respectively), three segments – business services (where part of the employment growth may also reflect broader tendencies towards outsourcing in other sectors), trade and transport and non-market services – appear to have generated disproportionately large increases in employment and to a greater extent than in the pre-crisis period.<sup>14</sup> Meanwhile in industry, which has contributed around one-fifth of the rebound in euro area value added seen since the first quarter of 2013, employment has risen only modestly.

### Chart 7

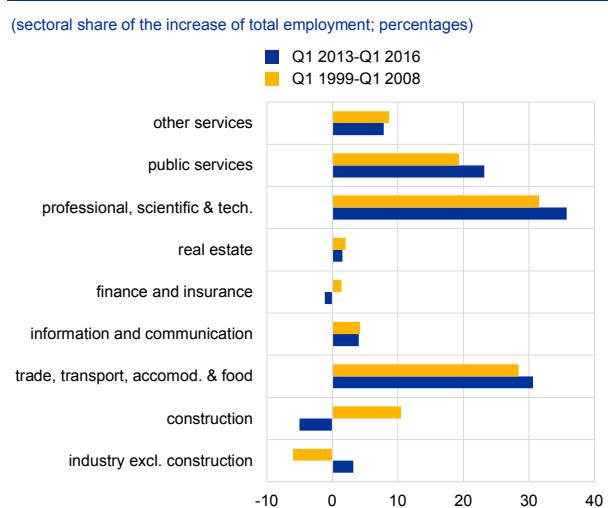
Cumulative value added growth by sector over the recovery and pre-crisis



Sources: Eurostat and ECB calculations.

### Chart 8

Cumulative employment growth by sector over the recovery and pre-crisis



Sources: Eurostat and ECB calculations.

**The composition of GDP growth matters, as the services sectors tend to be characterised by a relatively higher employment intensity of growth.** A 1% increase in GDP generated by market services results in stronger aggregate employment growth than in industry, as shown in Chart 9, which displays estimated employment intensities for industry and construction, alongside estimates for the two services sub-sectors with the strongest contribution to value added growth over the recovery. While the construction sector typically exhibits a higher employment intensity still, over the recovery its contribution to euro area activity growth has been marginal, while its contribution to employment growth remains modestly negative.

<sup>13</sup> For more on this aspect, see the recent article entitled “What is behind the recent rebound in euro area employment?”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2015.

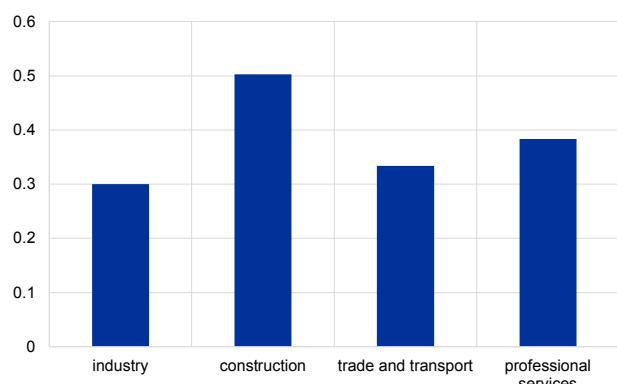
<sup>14</sup> The sectoral patterns of output growth help to explain the lack of a rebound in hours worked over the recovery. Within the services sector, the main thrust of the expansion has been heavily concentrated in sectors where average weekly hours worked have tended to remain unchanged (e.g. in business services, public services and other services) or even declined (trade and transport, real estate). Meanwhile, employment has decreased in sectors where average working hours have expanded (i.e. construction). See the box entitled “Factors behind developments in average hours worked per person employed since 2008” in this issue of the Economic Bulletin.

**There is a further way in which the changing sectoral composition helps to explain the employment surprise, in that the strong-growth sectors tend also to be those where the part-time work ratio is typically higher than in other sectors.** The ongoing increase in part-time employment has been driven by an expansion of market services. In part, the generally higher employment intensities found in services – and in business services, in particular – reflect a higher reliance on part-time working in the services sectors (particularly in market services), also implying, on average, a somewhat shorter hourly working week, compared with industry.<sup>15</sup> (See the box entitled “Factors behind developments in average hours worked per person employed since 2008” in this issue of the Economic Bulletin.) Since the start of the recovery, around one-third of the total net increase in employment represents part-time jobs.<sup>16</sup> This suggests that, with the total hours worked as a given, employment growth was 6% higher than it would have been with the part-time employment rate of 19% seen before the crisis.

**Chart 9**  
Employment elasticity of growth by sector

(long-term employment intensities)

■ beta/(1-lagged)



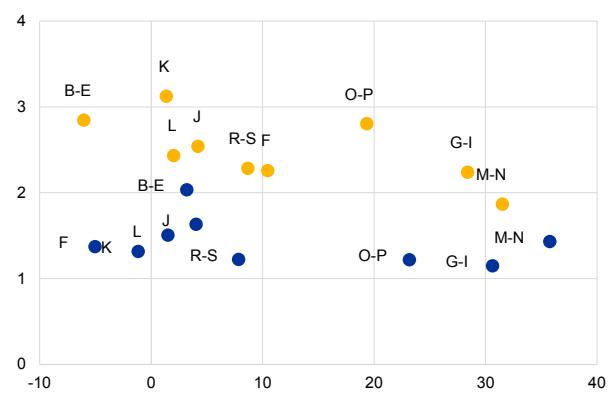
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Estimated employment intensities from regressions of sectoral employment equations.

**Chart 10**  
Euro area employment and wage growth by sector

(x-axis: percentage share of total employment expansion by sector; y-axis: average annual wage growth by sector)

● Q2 2013-Q1 2016  
● Q1 1999-Q1 2008



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: B-E refers to industry excluding construction; F construction; G-I trade, transport, accommodation and food; J information and communication; K finance and insurance; L real estate; M-N professional, scientific and technical services; O-P public services; and R-S other services.

**To some extent, the strong sectoral concentration of employment growth in business services and trade and transport over the rebound may be related partially to the lower wage growth seen over recent years.** Chart 10 shows that the bulk of the employment growth seen since the recovery has been concentrated in sectors with lower than average wage growth or those in which average wage growth has fallen most markedly, while sectors with higher wage growth have typically expanded only modestly (or contracted).

<sup>15</sup> In part, it also reflects higher capital intensities in industry, enabling (or reflecting) a stronger substitution of capital for labour in this sector. An absence of timely data prevents further exploration of this feature in the recovery period.

<sup>16</sup> See also the recent article entitled “What is behind the recent rebound in euro area employment?”, *Economic Bulletin*, 2015, op. cit.

## Box 2

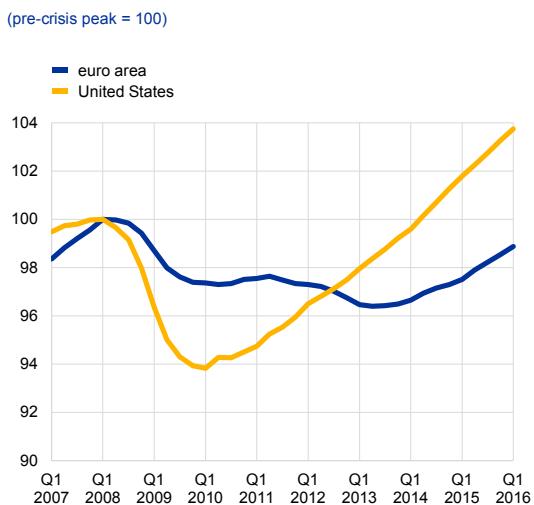
### Employment-GDP dynamics in the euro area and the United States since the crisis

#### The Great Recession had a significant impact on labour markets on both sides of the Atlantic, leading to substantial job losses in both the euro area and the United States.

However, following a more rapid decline in employment during the Great Recession, the post-crisis rebound in employment occurred much faster in the United States than in the euro area. Chart A shows that, following the 2008-09 Great Recession, US employment took around 26 quarters to rebound to pre-crisis levels.<sup>17</sup> Since the employment trough was reached in the first quarter of 2010, an additional 13.7 million jobs have been created – almost 5.2 million over and above pre-crisis employment levels. By contrast, eight years (some 32 quarters) after the onset of the global economic and financial crisis in the first quarter of 2008, euro area employment remains slightly below its pre-crisis peak – despite a rebound in euro area employment of the order of 3.8 million since the trough was reached in the second quarter of 2013. In part, the delayed return to pre-crisis levels of employment in the euro area reflects different GDP dynamics in the two economies, as the United States did not experience a second recession linked to the sovereign debt crisis. However, GDP dynamics alone do not fully explain the different employment dynamics seen in the two economies.

#### Chart A

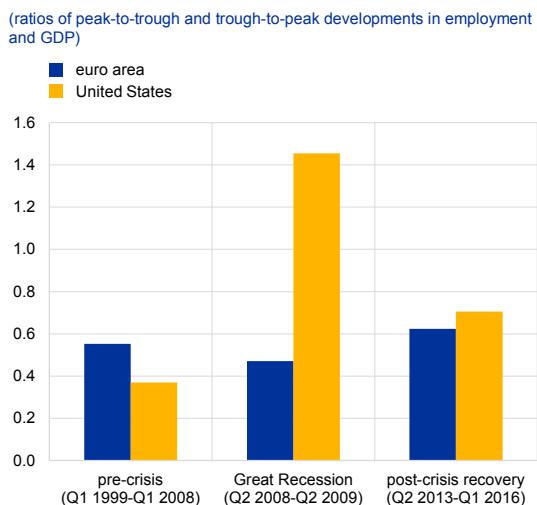
##### Employment profile for the euro area and the United States in the aftermath of the Great Recession



Sources: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics and ECB calculations.

#### Chart B

##### Employment responsiveness to GDP since the crisis



Sources: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics and ECB calculations.

Notes: Dates show the periods for the euro area. For the United States, the following periods were used: pre-crisis: Q2 2003-Q1 2008, Great Recession: Q1 2008-Q1 2010, recovery: Q1 2010-Q1 2016.

In relation to GDP, the employment decline during the crisis was much larger in the United States, and the rebound rather stronger, than in the euro area. Peak to trough, US GDP contracted by 4.2% over the Great Recession, while employment declined by 6.2% – yielding an

<sup>17</sup> The long-lived nature of the decline reflects in part the stronger and more persistent nature of the financial crisis, compared with non-financial recessions. See, for example, Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011.

“elasticity” of employment to GDP losses of around 1.45. While to some extent this is likely to reflect the greater labour market flexibility which typically characterises the US labour market – in part as a consequence of notably lower employment protection legislation there<sup>18</sup> – the reaction was clearly stronger than in many earlier US recessions, when employment losses were generally proportionately smaller than output losses.<sup>19</sup> Given the severity and duration of the recession, it is likely that US firms hoarded considerably less labour than usually seen across post-war recessions.<sup>20</sup> Chart B shows the estimated elasticities of the employment response to GDP developments for the two economies over the crisis period and into the recovery. The US experience stands in marked contrast to the strong disconnect between employment and GDP developments that was evident in the euro area in the early phases of the crisis (see the section entitled “A longer-term overview of euro area employment dynamics” and Chart 2). As has been shown, following the onset of the Great Recession, euro area GDP fell by some 5.7%, while employment initially declined by 2.7% (peak-to-local trough, reached in the first quarter of 2010), yielding a ratio of around 0.47. Over this period, institutional support – in particular from widespread reliance on short-time working schemes and other job-saving measures in many euro area countries<sup>21</sup> – helped cushion the impact of the strong GDP losses on euro area employment to a greater degree than in the United States.

**The expansion in US employment relative to GDP has also been proportionately stronger in the upturn than in the euro area.** Chart B demonstrates that following the respective troughs in GDP reached after the Great Recession, the employment response to GDP has been more muted in the euro area than in the United States, yielding an elasticity of around 0.62, compared with 0.71 in the United States. In advance of the crisis, it seems that the elasticity in the euro area had been somewhat stronger than in the United States, reflecting in part the protracted period of “jobless growth” following the bursting of the dot-com bubble in the early 2000s.

**The rebound in employment in the United States has been somewhat more broadly spread across economic sectors than that in the euro area.** In both regions, the business services sector and the trade and transport sector have contributed the bulk of the employment increase since their respective recoveries started. But the expansion in euro area employment has also been driven to a significant extent by ongoing growth in non-market services (including public administration, health services and education), while this sector contributed much less to US employment creation over its respective recovery (see Chart C).<sup>22</sup> In addition, the industrial and construction sectors added around 15% to the US employment expansion seen since 2010, while their contribution was marginal in the case of the euro area. This shows that these sectors rebounded more quickly in the United States than in the euro area. In the euro area, by contrast,

---

<sup>18</sup> See the box entitled “A tale of two crises: recent developments in euro area and US employment” in “What is behind the recent rebound in euro area employment?”, *Economic Bulletin*, 2015, op. cit.

<sup>19</sup> Increasingly since the 1990s, however, falls in output resulted in commensurate or even larger percentage reductions in employment. See Freeman, R., “Failing the test? The flexible US job market in the Great Recession”, *NBER Working Paper*, No 19587, October 2013.

<sup>20</sup> A contribution by Chinn, M., Ferrara, L. and Mignon, V. entitled “Explaining US employment growth after the Great Recession: The role of output-employment non-linearities”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 42, 2014, pp. 118-129, suggests that the decline in employment exceeded the level predicted by standard econometric models of employment elasticity. By contrast, the subsequent upturn in US employment was stronger than suggested by their model.

<sup>21</sup> See “Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun’s Law and Beyond”, *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*, IMF, April 2010, Chapter 3.

<sup>22</sup> In the United States, in particular the expansion of public sector employment (which is part of non-market services) has been less supportive of economic growth than usual during downturns; see also Freeman, R., op. cit.

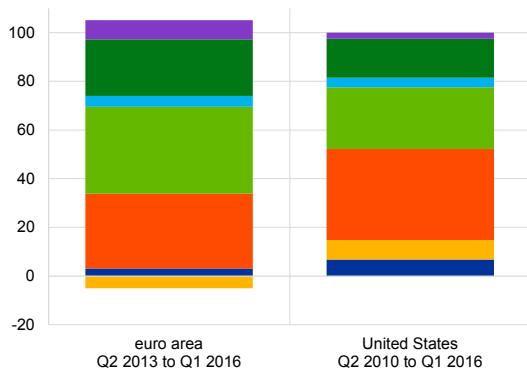
while industrial employment has expanded modestly (by around 3%) since the second quarter of 2013, this has been more than offset by further employment losses in the construction sector over the euro area employment rebound.

### Chart C

Sectoral composition of the cumulative rebound in employment: euro area and United States

(percentage breakdown of cumulative non-farm employment growth over recovery period)

- industry (excl. construction)
- construction
- trade and transport
- business services
- other market services
- non-market services
- other services



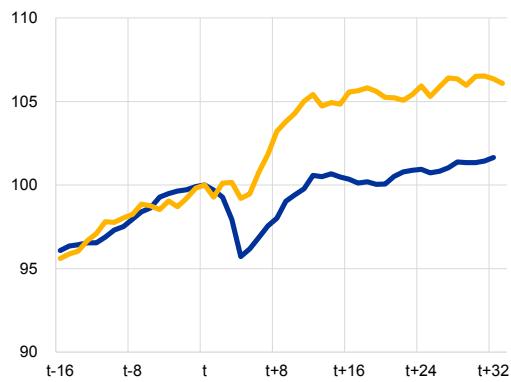
Sources: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics and ECB calculations.  
Note: Employment rebound since post-crisis trough (reached in the United States in Q1 2010 and in the euro area in Q2 2013).

### Chart D

Labour productivity relative to pre-recession levels

(index: country-specific pre-crisis peak in GDP = 100)

- euro area
- United States



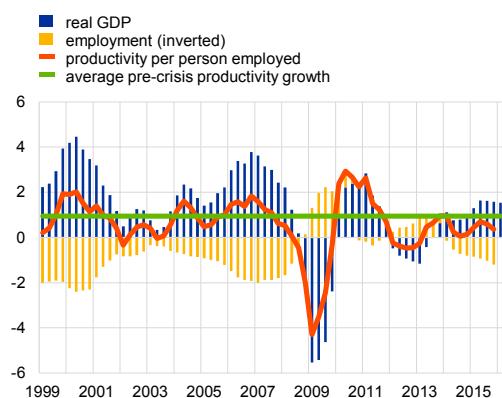
Sources: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics and ECB calculations.  
Note: Pre-crisis peaks are Q1 2008 in the euro area and Q4 2007 in the United States.

**The different employment reactions relative to GDP in the two economies have also resulted in divergent productivity dynamics.** The decline in productivity levels as a result of the crisis was rather pronounced in the euro area, but marginal and short-lived in the United States (see Chart D), in large part as a consequence of the strong job shedding seen over the course of the Great Recession. As a result, US productivity levels suffered barely any long-term damage (albeit at the expense of employment) from the crisis, before recovering promptly and then levelling off more than 5% above pre-crisis levels. The US profile stands in marked contrast to that of the euro area, where productivity levels – despite a considerable rebound – remain virtually stagnant at pre-crisis levels.

### Chart E

Growth in productivity per person employed and contributions: euro area

(annual percentage changes; percentage point contributions)

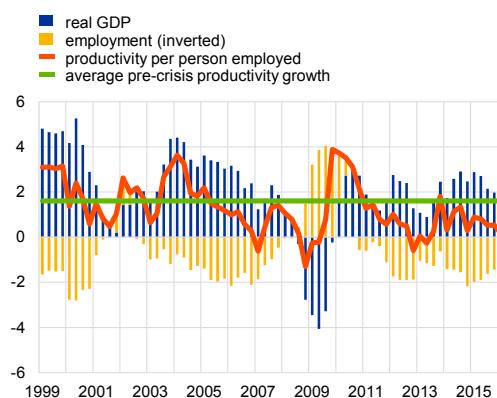


Sources: Eurostat and ECB calculations.

### Chart F

Growth in productivity per person employed and contributions: United States

(annual percentage changes; percentage point contributions)



Sources: US Bureau of Labor Statistics and ECB calculations.

**Productivity growth, however, slowed markedly for both economies compared with pre-crisis averages.** Following the trough reached in GDP in the second quarter of 2009, US annual productivity growth slowed to 0.9% year on year – more than halving its pre-crisis average rate of growth since 1999. In the euro area, where lower productivity growth has long been of concern to policymakers<sup>23</sup>, productivity growth slowed less (by around a third), but from a lower starting point, to just 0.6% year on year. More recently, since the euro area post-crisis rebound in GDP in the second quarter of 2013, the US productivity slowdown has been more marked still<sup>24</sup> and is now virtually indistinguishable from the 0.4% year-on-year annual productivity growth seen in the euro area over this interval. In part, these slowdowns reflect a tendency towards stronger employment growth relative to GDP growth compared with the pre-crisis period – as shown in Charts E and F. Moreover, they reflect a notable and broadly-based decline in within-sector productivity growth across all economic sectors in both the euro area and in the United States.

### The strong employment growth seen in both the euro area and the United States since the rebound in activity has been broadly welcomed by policymakers.

Stronger employment growth has doubtless provided support to household incomes, but has also further weakened aggregate productivity growth, which was already notably weaker – even at the sectoral level – than in the pre-crisis period on both sides of the Atlantic. These common trends in productivity growth may imply risks to the long-term growth outlook in both economies.

<sup>23</sup> See, for example, “On the importance of policy alignment to fulfil our economic potential”, 5th Annual Tommaso Padoa-Schioppa Lecture by Mario Draghi, President of the ECB, at the Brussels Economic Forum 2016, 9 June, or the earlier special lecture at the 22nd Annual Congress of the European Economic Association entitled “Productivity in the euro area and monetary policy” by former ECB President, Jean-Claude Trichet (Budapest, 27 August 2007).

<sup>24</sup> See also the box entitled “The slowdown in US labour productivity growth – stylised facts and economic implications”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2016.

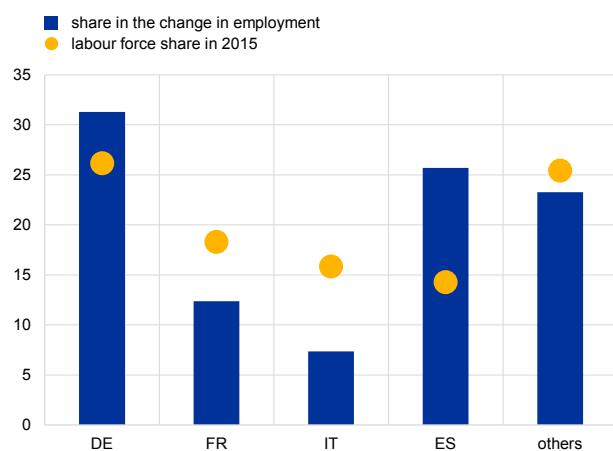
## The country dimension and the role of policy measures

**So far, the rebound in euro area employment has been driven mainly by two large countries: Germany (where employment barely declined, even in the Great Recession) and Spain.** These two countries have together accounted for around two-thirds of the cumulative increase in euro area employment since the trough in euro area employment reached in the second quarter of 2013 (31% and 25% respectively – see Chart 11).<sup>25</sup> France and Italy have contributed much less to the euro area's employment expansion (together accounting for just 13% of the expansion in employment seen since the first quarter of 2013), though in the past four quarters employment growth has also been gaining momentum in Italy. Meanwhile, employment growth has been relatively strong in several of the smaller – and formerly stressed – economies (most notably in Ireland and Portugal).

**Chart 11**

Country shares in cumulative euro area employment increase over the recovery

(share in euro area employment increase; percentages)



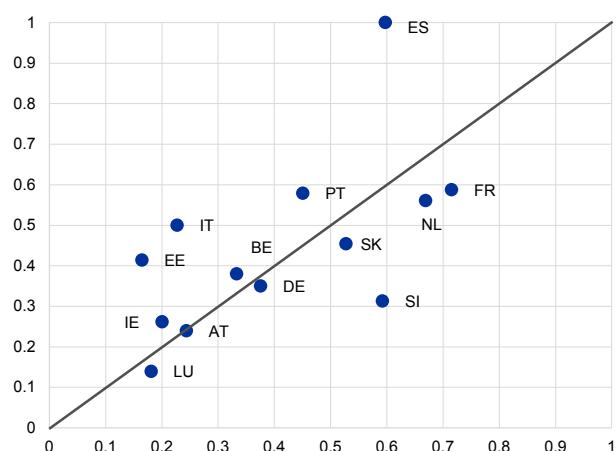
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Country shares in the cumulative increase in euro area employment between Q1 2013 and Q1 2016 and 2015 share in euro area labour force.

**Chart 12**

Employment elasticities: pre-crisis and to 2016

(estimated pre-crisis elasticities and post-crisis elasticities;  
x-axis: elasticity 1999–2008; y-axis: elasticity 1999–2016)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Elasticities are computed by regressing quarter-on-quarter employment growth on quarter-on-quarter GDP growth (contemporaneous and up to four lags). All equations include an interaction term to account for the typical asymmetries associated with recessions (interacting a dummy variable, taking a value of 1 when the respective country was in recession, with the rate of quarter-on-quarter GDP growth), lagged dependent variables (to take account of the typical high degree of persistence in employment growth in many countries) and a constant. Country models were selected on the basis of their explanatory power (F-stat, R2) and the statistical significance of the estimated coefficients on GDP.

**In the aftermath of the crisis, policy priorities have turned to means of spurring job growth, enhancing labour market flexibility and reducing long-standing labour market dualities.** The aim is to aid reallocation and rebalancing – particularly in those countries most affected by strong job losses. Partly by design, these measures are likely to have influenced the elasticity of the response of employment to GDP growth in the recovery. In some countries, elasticities have peaked significantly during their respective recovery phases, reflecting the impact of ongoing

<sup>25</sup> See also "What is behind the recent rebound in euro area employment?", *Economic Bulletin*, 2015, op. cit.

structural reforms and shorter-term fiscal incentives to hiring. Chart 12 shows a broadly based increase in employment elasticities across most euro area countries since the crisis. The exploratory analysis in Chart 12 compares estimated employment elasticities at country level over the pre-crisis period with their post-crisis equivalents. Observations above the 45 degree line show those countries where post-crisis elasticities (estimated for the full Q1 1999 to Q1 2016 period) are significantly higher than their pre-crisis level (estimated from Q1 1999 to Q1 2008). Slightly more than half of the countries featured here show post-crisis employment elasticities notably higher than in the pre-crisis period.

**The extent to which the drivers of recent increases in employment creation reflect ongoing structural changes or temporary fiscal measures will influence the likely persistence of the strong employment growth seen over the recovery.** While a definitive assessment of their role is not yet possible given the short interval of the recovery in some countries<sup>26</sup>, structural changes – including the impact of structural reforms in several euro area economies (see Box 3 on “Recent employment dynamics and structural reforms”) – are likely to play a larger, sustained and more persistent role, also in those countries where temporary fiscal stimuli have helped to further boost employment creation over the recovery.<sup>27</sup> Ongoing sectoral changes (in particular, the growing role of services in the national output of most euro area economies) and compositional effects leading to an increasingly flexible workforce<sup>28</sup> are likely to result in a persistently stronger employment reaction to changes in output in most euro area economies in the post-crisis period.

### Box 3

#### Recent employment dynamics and structural reforms

**Structural reforms have the potential to alter the reaction of growth in employment to output growth.**<sup>29</sup> This may imply a direct change in the implied elasticities which capture the response of employment to GDP growth during the ongoing recovery – albeit one which is hard to isolate econometrically, given lags between the introduction and impact of reforms. This box presents some preliminary evidence regarding the impact of structural reforms on employment dynamics in euro area countries, with a particular focus on those countries which have implemented important product and labour market reforms.<sup>30</sup>

<sup>26</sup> In Italy, for instance, the recovery in GDP has been evident for only five quarters (from the first quarter of 2015 to the first quarter of 2016).

<sup>27</sup> See also Sestito, P. and Viviano, E., “Hiring incentives and/or firing cost reduction? Evaluating the impact of the 2015 policies on the Italian labour market”, *Banca d’Italia Occasional Paper*, No 325, March 2016.

<sup>28</sup> Arising from growing shares of part-time employment and self-employment and, in several economies, temporary employment.

<sup>29</sup> For a description of the main transmission channels of structural reforms, see “Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2015.

<sup>30</sup> At the same time, wage rigidities also seem to be present in a number of euro area economies and sectors, suggesting that firms’ capacity of adjustment to macroeconomic shocks may be limited across various dimensions. For recent evidence on wage rigidities, see the box entitled “Downward wage rigidity and the role of structural reforms in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2015, or Anderston, R., Hantsche, A., Savsek, S. and Tóth, M., “Sectoral Wage Rigidities and Labour and Product Market Institutions in the Euro Area”, *CFCM Discussion Paper*, 2016/01, Nottingham University, 2016.

**Structural measures may have contributed to an increase in the responsiveness of employment to GDP during the recovery in several euro area countries.** These include measures which increase labour market flexibility by decreasing excessive employment protection, for example by reducing severance payments or making wages more flexible. In consequence, firms in stressed economies may now consider it easier to adjust employment (Chart A). Firms in Greece and Spain appear to attribute easier employment adjustment mostly to labour market reforms.<sup>31</sup> Meanwhile, product market reforms – including reforms which aim to reduce red tape or make it easier for new firms to enter the market, as well as those which reduce the protection of incumbent firms or professions – may also help to increase the speed or strength of employment adjustment of firms. All of these reforms are at least partly reflected in the change in product market regulation and employment protection legislation indicators which are plotted against recent changes in employment elasticities<sup>32</sup> in Chart B. Overall, we see that countries which have implemented stronger structural reforms have also witnessed an increase in the responsiveness of employment to GDP over the course of the recovery.<sup>33</sup>

**In countries where wide-ranging reforms were carried out earlier in response to the crisis, there is already some evidence of positive impacts on employment dynamics.** For example, the 2012 labour market reform in Spain seems, at least partly, responsible for the country's recent strong employment growth performance.<sup>34</sup> At the same time, other factors – such as sectoral differences in growth rates and job creation, as well as a more pronounced rebound owing to previous substantial job losses in Spain – are also likely to have played a role. In Ireland, a package of effective active labour market policies has helped to significantly reduce the unemployment rate and get people back into work.<sup>35</sup> In Greece, structural reforms in product and labour markets<sup>36</sup>

---

<sup>31</sup> For details, see the results of the latest survey of the Wage Dynamics Network (WDN) in the box entitled "Firms' perceptions of changes in the ease of labour market adjustment and the role of reforms in stressed euro area countries during the period 2010-13 (based on the WDN3 survey)" in "New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016. See also the box entitled "Episodes of unemployment decline in the euro area and the role of structural reforms" in "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *Economic Bulletin*, Issue 5, 2016, which shows that unemployment absorption episodes are often associated with a preceding period of structural reforms.

<sup>32</sup> Elasticities are taken from a baseline model regressing quarter-on-quarter employment growth on quarter-on-quarter GDP growth (contemporaneous and up to four lags, according to the best-fit country lag structures suggested by the data). All equations include an interaction term to account for the typical asymmetries associated with recessions (interacting a dummy variable, taking a value of 1 when the respective country was in recession, with the rate of quarter-on-quarter GDP growth), up to two lagged dependent variables (to take account of the typical high degree of persistence in employment growth across many countries) and a constant. Country models were selected on the basis of their explanatory power (F-stat, R<sup>2</sup>) and the statistical significance of the variables of interest (estimated coefficients on GDP). The values reported in Chart A are corrected long-term values (i.e. adjusted for the lagged dependent variables).

<sup>33</sup> This increased responsiveness seems particularly noteworthy given that the high levels of involuntary part-time employment during the crisis might have resulted in a weaker relationship between employment and output during the recovery if the additional working hours of part-timers had increased as well as employment (see, for example, "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, op. cit., Section 2.4).

<sup>34</sup> See Izquierdo, M., Lacuesta, A. and Puente, S., "The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market", *Economic Bulletin*, Banco de España, September 2013, or Font, P., Izquierdo, M. and Puente, S., "Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle", *IZA Journal of European Labor Studies*, Vol. 4(13), June 2015.

<sup>35</sup> At the same time, Ireland was considered a flexible economy already before the crisis. A quantification of the impact of the reforms can be found in "Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland", *IGEES Working Paper*, July 2014.

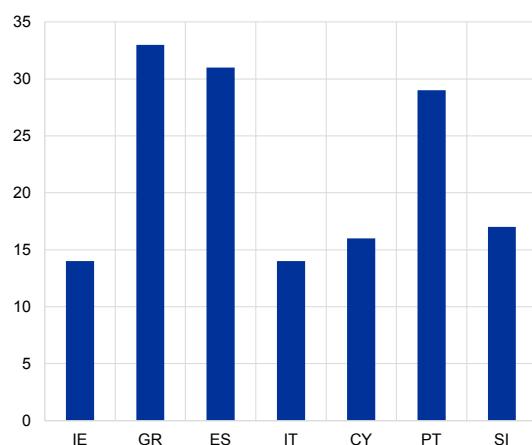
<sup>36</sup> For the impact of reforms in Greece, see for example IMF Country Report No 13/155, *Selected Issues* paper, June 2013, or "Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece", Foundation for Economic & Industrial Research, March 2014.

seem to have strengthened the employment-GDP relationship in an environment of fiscal consolidation, tighter financial conditions and a high level of uncertainty. The Cypriot Government has introduced reforms to promote the employment of the young and long-term unemployed and incentivise youth entrepreneurship, as well as schemes to attract people into the labour market via flexible forms of employment. Portuguese reforms of employment protection, unemployment insurance policies and collective agreements have had beneficial effects on productivity and employment and have also had an impact on the sensitivity of employment to GDP.<sup>37</sup> By contrast, countries which have implemented important labour market reforms more recently<sup>38</sup> might see the employment benefits emerge somewhat later.<sup>39</sup>

### Chart A

Percentage of firms that found it easier to adjust employment (2013 vs. 2010)

(average across channels of adjustment; percentage of firms; firm-weighted values)



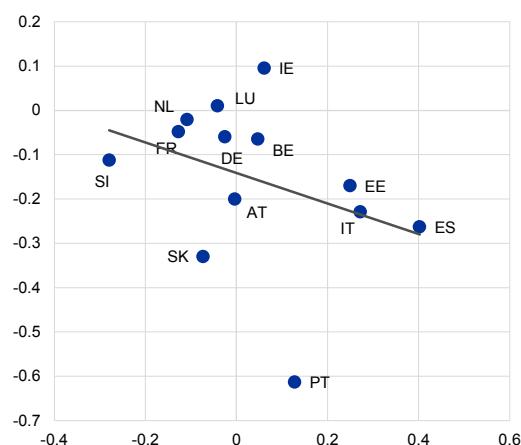
Source: ECB calculations on the basis of the third Wage Dynamics Network survey.

Notes: The Wage Dynamics Network is an ESCB research network. The third survey of European firms was carried out in 2014. (See: [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher\\_wdn.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html)) Firms with fewer than five employees are excluded from the calculations. Figures are weighted to reflect overall firm population and rescaled to exclude non-response. Figures for Ireland are unweighted. Channels of adjustment include collective and individual dismissals of employees for economic reasons, dismissals of employees for disciplinary reasons, temporary dismissals, employee hires, adjustment of working hours and employee reallocation.

### Chart B

Change in employment elasticities and structural indicators

(x-axis: change in employment to GDP elasticity; y-axis: change in regulations)



Sources: OECD and ECB calculations.

Notes: Changes in synthetic indicators of the strictness of product market regulation (PMR) and employment protection legislation (EPL) are weighted equally. Reported changes in EPL and PMR are plotted for countries for which both indicators are available for 2008 and 2013.

**In summary, the evidence suggests that recent reforms have helped to increase employment.** In practice, there have been a number of examples of successful labour market reforms across the euro area countries, which are likely to have contributed to higher employment creation than expected given the historical relationship between employment and GDP. Nevertheless, in the light of persistently high structural unemployment and low potential output

<sup>37</sup> See “Portugal: Reforming the State to promote growth”, *Better Policies Series*, OECD Publishing, May 2013 and, for more information on specific types of labour market reforms carried out across several euro area countries, the box entitled “Labour market reforms in Ireland, Spain and Portugal”, in “What is behind the recent rebound in euro area employment”, *Economic Bulletin*, 2015, op. cit.

<sup>38</sup> For example, an important labour market reform was introduced in Italy in 2015. Employment growth accelerated that year, at least partly as a result of the reform. See, for example, Sestito, P. and Viviano, E., 2016, op. cit.

<sup>39</sup> For more information on the specific labour market reforms implemented, see the LABREF database, available at <https://webgate.ec.europa.eu/labref/public/>.

growth in the euro area, the momentum of reforms needs to be stepped up in all euro area economies. Further product and labour market reforms will facilitate output and employment growth, while at the same time improving the capacity of euro area firms to adjust and thereby making the euro area more resilient to shocks.

---

## Concluding remarks

**The recovery in euro area activity has been accompanied by considerable employment creation.** However, just 12 quarters after the post-crisis rebound in euro area GDP, it is still too early to tell whether the recent strong growth in employment is likely to remain a long-term feature of euro area labour markets. Nevertheless, it is worth noting that the two countries where output and employment growth have been the strongest since the recovery began – Germany and Spain – are among those which have carried out the widest-ranging reforms to their labour markets since the mid-2000s.<sup>40</sup> The 2015 labour market reform in Italy has also helped spur renewed employment dynamism in the country over recent quarters. These observations may encourage other euro area countries to pursue further reforms.

**To some extent, the recent strong employment growth seen in the euro area has been something of a positive surprise – to forecasters and policymakers alike.** With the onset of the Great Recession in 2008, many had looked back at the strong pre-crisis rates of euro area employment growth as being the result of unsustainable sectoral imbalances in some countries, and thus unlikely to be repeated. However, over the post-crisis recovery, the euro area employment response to GDP growth appears to have been at least as strong as in the pre-crisis period – both at the aggregate level and in many of the euro area countries. This article suggests that the recent strong employment performance relative to GDP developments is partly due to structural changes under way across the euro area, including ongoing sectoral shifts and compositional changes to the workforce, which have resulted in a labour market that is more flexible and more responsive to cyclical dynamics.

---

<sup>40</sup> In Germany, wide-ranging labour market reforms were enacted some years before the Great Recession. These Hartz reforms have been widely credited for turning around the German labour market (see Dustmann, C., Fitzenberger, B., Schönberg, U., Spitz-Oener, A., “From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany’s Resurgent Economy”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, No 1, 2014). In Spain, reforms were first introduced in 2010, followed by a further and wider-reaching round in 2012. See *The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment*, OECD, December 2013.

# Statistični podatki

## Kazalo

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

## Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

## Konvencionalni znaki v tabelah

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

# 1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP <sup>1)</sup> (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20 <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje <sup>3)</sup> (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in emergentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,1	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 III	0,8	0,5	0,4	0,5	1,8	0,4	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
IV	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 I	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
II	-	0,3	0,6	0,0	1,8	0,3	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,4	2,1	-0,1
2016 mar.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,9	0,9	0,5	0,0	2,3	0,0
apr.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
maj	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	-0,1
jun.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
jul.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	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) Četrletni podatki so desezonirani; letni podatki niso desezonirani.

2) Podatki za Argentina trenutno niso na voljo zaradi izrednega stanja v nacionalnem statističnem sistemu, ki ga je argentinska vlada razglasila 7. januarja 2016. Zaradi tega Argentina ni vključena v izračun agregata G20. Politika glede vključitve Argentine bo ponovno ocenjena enkrat v prihodnosti, odvisno od nadaljnjih doganjaj.

3) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga <sup>1)</sup>			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI <sup>2)</sup>			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,2	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,9	3,9	2,2
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,8	3,9	-1,4
2015 III	53,0	55,4	55,2	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,8	0,8	0,4	1,1
IV	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,8	0,5	1,0
2016 I	51,2	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,1
II	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,4	0,2	-1,0
2016 mar.	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-1,0	0,5	-2,1
apr.	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,0	0,8	-2,5
maj	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,2	-0,5	-1,8
jun.	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,4	0,2	-1,0
jul.	51,2	51,8	47,6	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	.	.	.
avg.	51,3	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	51,1	50,3	.	.	.

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 četrletni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesečnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.

2) Brez euroobmočja.

## 2 Finančna gibanja

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

	Euroobmočje <sup>1)</sup>					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 feb.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
mar.	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
apr.	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
maj	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
jun.	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
jul.	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
avg.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02

Vir: ECB.

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

### 2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>					Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 feb.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
mar.	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
apr.	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
maj	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
jun.	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
jul.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
avg.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64

Vir: ECB.

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

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

### 2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX											ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
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
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1
2016 feb.	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4
mar.	322,2	3.031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2.022,0
apr.	323,4	3.031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2.075,5
maj	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6
jun.	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9
jul.	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9
avg.	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5
													16.586,1

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	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 <sup>3)</sup>			Po začetni fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>						
		do 2 let	nad 2 leti							spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 5 let in do 10 let						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16				
2015 avg.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26			
sep.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,22	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25			
okt.	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26			
nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27			
dec.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22			
2016 jan.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23			
feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19			
mar.	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11			
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09			
maj	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,02	2,06	2,12	2,37	2,02			
jun.	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,94	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97			
jul. <sup>(p)</sup>	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,04	5,97	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,32	1,92			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja			
	do 2 let	Vezane			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR				
		do 2 let	nad 2 leti			spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leto	nad 1 leto						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2015 avg.	0,17	0,24	0,92	3,14	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,45	1,53	2,03	2,16			
sep.	0,17	0,26	1,00	3,18	3,23	3,51	2,89	2,04	2,25	2,21	1,55	1,87	2,17	2,23			
okt.	0,16	0,26	0,82	3,09	3,19	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,48	1,69	2,03	2,16			
nov.	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13			
dec.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,10			
2016 jan.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10			
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02			
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,39	1,74	1,77	2,05			
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01			
maj	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92			
jun.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90			
jul. <sup>(p)</sup>	0,09	0,17	0,42	2,71	2,72	3,07	2,48	1,86	1,91	1,82	1,28	1,58	1,69	1,87			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

## 2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje <sup>1)</sup>						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2016 jan.	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
feb.	1.302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31
mar.	1.283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
apr.	1.285	519	126	.	78	495	68	352	155	36	.	33	82	46
maj	1.295	530	123	.	79	495	68	333	153	37	.	34	75	34
jun.	1.279	526	123	.	67	494	69	307	136	37	.	28	80	27
Dolgoročne														
2013	15.113	4.403	3.092	.	921	6.069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.132	4.046	3.164	.	995	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.244	3.784	3.276	.	1.066	6.481	637	214	67	44	.	13	81	9
2016 jan.	15.218	3.753	3.256	.	1.053	6.521	634	207	75	25	.	7	93	8
feb.	15.155	3.751	3.175	.	1.047	6.549	633	209	66	42	.	4	88	10
mar.	15.156	3.728	3.128	.	1.057	6.604	639	248	72	39	.	26	94	17
apr.	15.120	3.724	3.142	.	1.073	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
maj	15.231	3.732	3.157	.	1.097	6.611	634	238	59	49	.	34	88	8
jun.	15.272	3.733	3.141	.	1.096	6.663	638	214	72	41	.	13	79	10

Vir: ECB.

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

### 2.7 Stopnje rasti in stanja vrednostnih papirjev razen delnic in delnic, ki kotirajo na borzi

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2013	16.367,8	4.886,3	3.215,9	.	987,4	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4		
2014	16.450,2	4.588,1	3.292,9	.	1.053,3	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3		
2015	16.505,9	4.301,4	3.416,2	.	1.127,2	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0		
2016 jan.	16.502,3	4.277,8	3.397,7	.	1.120,9	7.004,9	701,1	6.343,7	490,7	858,0	4.995,0		
feb.	16.457,0	4.286,8	3.317,5	.	1.117,3	7.036,4	698,9	6.240,5	471,7	877,4	4.891,5		
mar.	16.438,9	4.243,5	3.263,2	.	1.128,3	7.096,7	707,2	6.419,6	483,4	902,0	5.034,2		
apr.	16.404,8	4.243,3	3.268,1	.	1.150,7	7.042,5	700,2	6.462,3	505,5	917,5	5.039,4		
maj	16.525,9	4.262,2	3.279,1	.	1.176,3	7.106,6	701,6	6.552,4	491,5	923,2	5.137,7		
jun.	16.550,7	4.258,9	3.264,4	.	1.163,6	7.156,4	707,3	6.204,6	395,0	861,7	4.948,0		
Stopnja rasti													
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2		
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7		
2015	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6		
2016 jan.	-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,7	1,0	3,3	1,5	0,7		
feb.	-0,7	-7,1	1,2	.	2,8	2,0	-0,4	1,0	3,3	1,2	0,7		
mar.	-0,9	-6,9	-0,9	.	3,3	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6		
apr.	-0,9	-6,8	-0,3	.	4,0	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,8	0,6		
maj	-0,7	-5,9	-0,9	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,6	0,6		
jun.	-0,2	-4,6	-1,8	.	6,0	2,2	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6		

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM <sup>2)</sup>	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8
2015 III	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,5
IV	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,3
2016 I	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1
II	94,9	90,3	91,5	-	-	-	110,8	90,4
2016 mar.	94,1	89,5	90,8	-	-	-	110,0	89,9
apr.	94,8	90,1	91,4	-	-	-	110,6	90,2
maj	95,1	90,5	91,7	-	-	-	111,1	90,7
jun.	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3
jul.	94,9	90,3	91,6	-	-	-	110,2	89,8
avg.	95,2	90,6	92,0	-	-	-	110,6	90,1
% sprememba glede na predhodni mesec								
2016 avg.	0,3	0,3	0,4	-	-	-	0,4	0,3
% sprememba glede na predhodno leto								
2016 avg.	2,3	1,8	2,4	-	-	-	2,4	1,3

Vir: ECB.

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

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

### 2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvatska kuna	Češka koruna	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski złot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 III	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
IV	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 I	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
II	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
2016 mar.	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
apr.	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
maj	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
jun.	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
jul.	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
avg.	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
% sprememba glede na predhodni mesec												
2016 avg.	0,8	-0,1	-0,1	0,0	-1,3	-1,5	-2,2	1,7	-0,6	0,2	0,1	1,3
% sprememba glede na predhodno leto												
2016 avg.	5,5	-0,9	-0,1	-0,3	-0,5	-17,2	2,5	19,7	0,8	-0,3	1,0	0,7

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj <sup>1</sup>			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto) 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		
Saldo (stanje mednarodnih naložb)												
2015 II	22.097,0	23.303,8	-1.206,8	9.376,5	7.521,5	7.195,1	10.684,5	-29,3	4.896,2	5.097,9	658,5	13.264,2
III	21.671,7	22.842,6	-1.170,9	9.391,6	7.625,3	6.854,1	10.158,7	-36,3	4.818,1	5.058,6	644,2	13.116,6
IV	22.191,1	23.156,8	-965,7	9.747,6	7.960,0	7.178,8	10.282,5	-28,3	4.648,8	4.914,3	644,2	12.962,3
2016 I	22.117,4	23.375,2	-1.257,7	9.683,3	8.217,7	7.097,5	10.059,8	-28,0	4.689,4	5.097,6	675,3	13.287,1
Saldo kot odstotek BDP												
2016 I	210,1	222,1	-12,0	92,0	78,1	67,4	95,6	-0,3	44,6	48,4	6,4	126,2
Transakcije												
2015 III	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	-
IV	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	-
2016 I	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	-
II	311,2	162,9	148,3	68,6	19,6	141,5	-6,2	-7,5	106,5	149,6	2,2	-
2016 jan.	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	-
feb.	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	-
mar.	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	-
apr.	185,4	142,6	42,8	19,8	11,9	73,3	-47,8	-6,1	100,0	178,5	-1,6	-
maj	142,0	96,3	45,7	59,7	21,1	30,5	22,9	-0,5	49,2	52,4	3,1	-
jun.	-16,3	-76,0	59,8	-10,9	-13,3	37,6	18,6	-0,9	-42,8	-81,3	0,7	-
Skupne 12-mesečne transakcije												
2016 jun.	941,3	515,8	425,5	529,6	408,2	407,4	-98,8	64,1	-70,2	206,4	10,4	-
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP												
2016 jun.	8,9	4,9	4,0	5,0	3,8	3,8	-0,9	0,6	-0,7	1,9	0,1	-

Vir: ECB.

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

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>		
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog <sup>2)</sup>	Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo		Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2013	9.938,2	9.607,0	5.561,7	2.093,9	1.951,3	1.004,3	573,1	366,7	0,1	331,2	4.373,9
2014	10.127,6	9.768,4	5.634,1	2.124,5	1.991,7	1.007,4	595,7	376,3	18,1	359,2	4.533,1
2015	10.454,6	9.976,3	5.741,1	2.163,8	2.069,1	1.022,2	630,9	398,3	2,3	478,3	4.826,5
2015 III	2.619,3	2.498,2	1.440,8	542,4	516,9	254,2	156,7	101,4	-2,0	121,1	1.210,4
IV	2.643,3	2.521,8	1.447,0	546,1	526,8	257,9	162,9	100,6	1,9	121,5	1.214,6
2016 I	2.659,7	2.532,3	1.451,6	551,2	528,3	260,9	164,4	101,8	1,1	127,4	1.196,4
II	2.674,4	2.540,7	1.459,7	553,7	528,7	.	.	.	-1,3	133,8	1.209,9
Odstotek BDP											
2015	100,0	95,4	54,9	20,7	19,8	9,8	6,0	3,8	0,0	4,6	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)											
Četrtletne spremembe v odstotkih											
2015 III	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,5	1,2	-	-	0,4
IV	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,2	-0,9	-	-	0,7
2016 I	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	1,1	0,7	-	-	0,0
II	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	.	.	.	-	-	1,1
Medletne spremembe v odstotkih											
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,2
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,4
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,0	5,1	4,6	-	-	6,3
2015 III	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	0,7	3,2	6,6	-	-	5,7
IV	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	1,8	6,1	4,1	-	-	4,8
2016 I	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,3	5,1	3,6	-	-	2,3
II	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	.	.	.	-	-	2,2
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah											
2015 III	0,4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-
IV	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-
2016 I	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-
II	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	.	.	.	-0,2	0,4	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah											
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-
2014	1,1	1,1	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-
2015 III	2,0	1,9	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	-
IV	2,0	2,2	0,9	0,4	0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	-0,2	-
2016 I	1,7	1,9	1,0	0,4	0,5	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	-
II	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	.	.	.	0,0	-0,2	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2013	8.933,9	156,5	1.736,6	459,1	1.680,3	409,1	445,7	1.035,5	945,7	1.748,8	316,5
2014	9.094,9	150,3	1.768,0	462,7	1.719,1	415,3	459,4	1.047,2	971,2	1.778,7	323,0
2015	9.383,2	149,7	1.868,4	470,4	1.781,2	429,1	455,6	1.068,8	1.011,8	1.817,9	330,3
2015 III	2.348,6	37,4	466,5	117,2	446,8	107,4	113,4	268,3	253,7	455,0	82,8
IV	2.370,7	38,4	470,2	119,2	450,2	109,0	112,6	270,4	257,9	459,2	83,6
2016 I	2.386,9	36,8	473,4	121,1	454,1	109,8	113,0	271,4	260,1	462,5	84,6
II	2.400,0	36,9	472,7	121,6	457,4	110,6	111,8	273,9	264,3	465,9	85,0
Odstotek dodane vrednosti											
2015	100,0	1,6	19,9	5,0	19,0	4,6	4,9	11,4	10,8	19,4	3,5
Verižni obseg (cene preteklega leta)											
Četrtletne spremembe v odstotkih											
2015 III	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,8	-0,5	0,5	0,4	0,2	0,6
IV	0,3	0,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6
2016 I	0,6	-0,4	0,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,1	1,0	0,5	0,8
II	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	0,8	0,2	0,1
Medletne spremembe v odstotkih											
2013	-0,2	3,1	-0,9	-3,5	-0,5	1,5	0,1	1,4	0,3	0,1	-1,0
2014	1,1	1,2	2,0	-0,8	1,4	3,2	-1,2	0,9	1,7	0,5	0,9
2015	1,9	0,2	3,8	0,4	2,2	2,9	0,1	1,0	2,7	1,1	0,9
2015 III	1,9	-0,6	3,8	0,3	2,0	2,8	-0,5	1,0	2,6	1,1	0,8
IV	1,9	1,0	3,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	1,2	2,6	1,1	1,3
2016 I	1,6	0,1	1,4	1,5	2,0	2,4	0,6	0,9	2,7	1,1	1,8
II	1,6	1,1	1,5	1,6	2,0	1,9	0,0	1,2	2,9	1,3	2,1
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah											
2015 III	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
IV	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
2016 I	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
II	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah											
2013	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
2014	1,1	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2015 III	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
IV	1,9	0,0	0,7	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2016 I	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1
II	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti										
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 II	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
III	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
IV	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 I	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
Opravljenе delovne ure													
<i>v odstotkih</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 II	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
III	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
IV	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 I	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
Opravljenе delovne ure na zaposlenega													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 II	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
III	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
IV	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 I	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

%	Zaposleni v milijonih <sup>1)</sup>	Pod-zaposlenost v odstotkih <sup>1)</sup>	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest <sup>2)</sup>
			Skupaj				Po starosti				Po spolu				
			V milijonih	% delovne sile	Dolgo-trajno brezposelnih v % delovne sile <sup>1)</sup>	V milijonih	Odrasli	% delovne sile	Mladi	V milijonih	Moški	% delovne sile	Ženske	V milijonih	% delovne sile
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
% od skupaj v letu 2013		100,0			81,3		18,7		53,6		46,4				
2013	159,334	4,6	19,227	12,0	5,9	15,629	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4	
2014	160,308	4,6	18,641	11,6	6,1	15,221	10,4	3,420	23,7	9,936	11,5	8,705	11,8	1,5	
2015	160,553	4,6	17,451	10,9	5,6	14,301	9,8	3,150	22,3	9,259	10,7	8,192	11,0	1,6	
2015 III	160,589	4,4	17,212	10,7	5,3	14,094	9,6	3,118	22,2	9,138	10,6	8,074	10,9	1,5	
IV	161,081	4,5	16,917	10,5	5,4	13,836	9,4	3,080	22,0	8,948	10,3	7,969	10,7	1,6	
2016 I	161,003	4,5	16,645	10,3	5,2	13,624	9,2	3,020	21,6	8,733	10,1	7,912	10,6	1,7	
II	.	.	16,356	10,1	.	13,375	9,1	2,980	21,1	8,503	9,8	7,853	10,5	.	
2016 feb.	-	-	16,702	10,4	-	13,664	9,3	3,038	21,7	8,767	10,1	7,936	10,6	-	
mar.	-	-	16,482	10,2	-	13,496	9,2	2,986	21,3	8,631	9,9	7,851	10,5	-	
apr.	-	-	16,392	10,1	-	13,407	9,1	2,985	21,1	8,531	9,8	7,861	10,5	-	
maj	-	-	16,326	10,1	-	13,342	9,0	2,983	21,1	8,478	9,8	7,848	10,5	-	
jun.	-	-	16,350	10,1	-	13,377	9,1	2,973	21,1	8,500	9,8	7,850	10,5	-	
jul.	-	-	16,307	10,1	-	13,339	9,0	2,969	21,1	8,466	9,7	7,841	10,5	-	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

#### 3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Industrija brez gradbeništva						Gradbeništvo	Kazalnik ECB o novih naročilih v industriji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov				
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, piča in tobakni izdelki	Neživila	Goriva	novih osebnih avtomobilov				
	Predelovalne dejavnosti	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0				
	Medletne spremembe v odstotkih																
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4				
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8				
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,8	3,5	2,7	1,7	3,6	2,2	8,8				
2015 III	2,5	2,8	1,0	4,4	3,1	0,9	-1,1	2,9	3,3	2,6	4,1	2,5	9,4				
IV	1,8	2,3	1,6	3,4	1,9	-1,9	0,7	2,5	2,5	1,2	3,4	1,8	10,0				
2016 I	1,2	1,9	1,8	2,9	1,0	-3,5	2,7	0,5	2,1	1,8	2,6	0,9	9,5				
II	0,8	1,0	0,9	1,2	0,9	-0,8	-0,1	-3,4	1,5	0,7	2,2	1,8	8,5				
2016 feb.	0,6	1,7	2,3	2,5	0,7	-6,7	3,7	0,8	2,6	2,6	3,1	1,1	10,4				
mar.	-0,2	-0,2	0,6	0,9	-3,2	-0,4	-0,2	-0,7	1,6	1,5	1,5	1,9	7,7				
apr.	1,9	2,0	1,4	3,0	1,5	2,0	-0,9	-2,7	1,3	0,3	2,1	2,1	8,5				
maj	0,3	0,3	0,8	-0,4	0,3	-1,2	-0,4	-2,3	1,5	0,8	1,8	3,5	10,4				
jun.	0,4	0,7	0,4	1,1	0,9	-3,5	0,6	-5,3	1,7	0,9	2,8	-0,1	6,9				
jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,9	1,8	3,2	2,2	.				
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																
2016 feb.	-1,3	-1,2	0,0	-1,8	-2,1	-1,8	-0,6	-0,6	0,3	0,4	0,3	-0,1	-0,5				
mar.	-0,9	-1,4	-1,0	-1,2	-3,0	3,2	-1,6	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,3	-1,5				
apr.	1,2	1,3	0,4	2,0	2,7	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,7	0,6	0,9				
maj	-1,2	-1,1	-0,3	-2,3	-0,6	-2,6	0,0	-0,1	0,4	0,6	-0,1	1,2	0,4				
jun.	0,6	0,8	-0,2	1,3	0,8	-0,6	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	0,7	-3,2	-1,0				
jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,1	0,4	1,8	.				

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 vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7	
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7	
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7	
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8	
2015 III	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9	
IV	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1	
2016 I	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2	
II	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1	
2016 mar.	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,8	-	51,6	53,1	53,1	53,1	
apr.	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	89,0	51,7	52,6	53,1	53,0	
maj	104,6	-3,7	-	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1	
jun.	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1	
jul.	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2	
avg.	103,5	-4,4	-	-8,5	-16,1	-1,0	10,0	-	51,7	53,3	52,8	52,9	

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) <sup>1)</sup>	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje <sup>2)</sup>	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička <sup>3)</sup>	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti <sup>4)</sup>	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	12,3	96,8	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,0	1,6	-6,5	1,3
2013	12,5	95,4	-0,5	1,2	-4,5	0,6	-1,9	32,6	4,0	130,0	2,4	-0,8	1,1
2014	12,5	94,7	0,7	1,9	1,8	2,7	1,1	32,8	4,8	131,1	1,7	3,5	0,9
2015 II	12,5	94,2	1,8	1,9	0,2	2,9	1,7	33,5	5,5	134,7	2,5	5,4	1,4
III	12,4	94,2	1,6	2,0	1,6	2,7	2,2	33,6	5,7	133,4	2,8	2,1	1,7
IV	12,5	94,0	2,3	2,2	3,8	3,5	2,9	33,9	5,8	133,3	3,5	7,2	2,0
2016 I	12,5	93,3	2,0	2,0	4,5	2,4	3,7	33,6	5,6	133,1	3,5	5,2	2,0

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun <sup>1)</sup>	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2015 III	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
IV	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016 I	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
II	867,9	771,3	96,5	513,9	416,5	186,9	168,7	141,7	132,0	25,3	54,1	7,3	6,0
2016 jan.	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
feb.	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
mar.	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
apr.	293,6	257,1	36,5	172,8	139,4	62,3	55,9	50,0	43,4	8,5	18,4	2,1	1,9
maj	289,1	257,3	31,8	170,5	139,4	62,7	56,2	47,1	44,0	8,7	17,6	1,9	1,9
jun.	285,1	256,9	28,2	170,6	137,6	61,9	56,6	44,6	44,5	8,1	18,2	3,2	2,2
Skupne 12-mesečne transakcije													
2016 jun.	3 544,7	3 196,9	347,8	2 079,2	1 710,8	767,7	705,2	597,2	556,8	100,6	224,0	43,0	31,1
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP													
2016 jun.	33,5	30,2	3,3	19,6	16,1	7,2	6,7	5,6	5,3	0,9	2,1	0,4	0,3

1) Ni desezonirano.

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

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Nafta
			Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)
2015 III	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	152,9	423,5	444,5	252,4	70,7	112,6	317,7	50,3	
IV	3,6	2,2	509,1	236,7	105,6	153,7	426,3	443,3	246,8	73,1	114,3	324,4	44,6	
2016 I	-1,1	-2,6	502,5	233,5	104,0	151,1	422,0	437,4	240,9	71,3	116,4	325,8	37,3	
II	-0,4	-4,2	501,3	.	.	.	431,1	428,0	.	.	.	322,0	.	
2016 jan.	-2,1	-0,9	167,4	78,1	34,2	50,6	141,1	147,0	81,5	23,3	38,9	109,6	12,6	
feb.	1,2	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,0	80,4	24,0	39,0	110,0	12,1	
mar.	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,8	50,1	140,8	143,4	79,0	23,9	38,5	106,1	12,6	
apr.	-0,9	-5,3	168,7	77,7	35,7	51,0	146,1	143,4	78,1	23,9	38,4	109,1	13,3	
maj	2,0	-2,2	165,8	75,8	34,7	50,6	140,9	141,2	77,9	22,6	38,0	105,7	14,2	
jun.	-2,2	-5,0	166,7	.	.	.	144,1	143,3	.	.	.	107,2	.	
Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2015 III	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,6	116,9	105,9	105,3	106,1	106,4	107,9	98,6	
IV	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,5	117,4	107,3	107,3	107,2	107,7	110,1	101,3	
2016 I	-1,1	2,4	118,4	116,0	117,3	121,7	117,0	109,7	110,8	105,4	109,6	111,1	110,6	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2015 dec.	0,8	4,4	119,0	116,2	118,4	123,6	116,6	107,7	108,3	102,0	109,3	108,9	106,8	
2016 jan.	-3,7	1,2	117,9	115,8	115,6	121,8	116,8	109,8	111,2	104,1	108,9	111,5	110,8	
feb.	1,2	7,0	118,2	116,6	115,2	121,7	116,7	110,7	111,5	106,4	109,8	112,3	114,2	
mar.	-0,9	-0,7	119,1	115,7	121,1	121,4	117,5	108,6	109,6	105,8	110,0	109,4	106,7	
apr.	1,4	3,0	119,4	115,5	121,2	124,1	121,9	107,8	106,8	105,9	109,6	112,6	104,7	
maj	4,9	6,8	117,1	112,6	117,3	122,5	117,5	106,0	105,9	100,2	110,0	109,9	100,9	

Vir: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 Cene in stroški

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

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj (desezonirano; spremembra v odstotkih glede na prejšnje obdobje) <sup>2)</sup>							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		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 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 III	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-2,5	0,3	0,0	0,9
IV	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 I	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
II	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,1
2016 mar.	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,6	0,0	1,0	0,3	-0,1	0,4
apr.	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1
maj	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1
jun.	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,3
jul.	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,4
avg. <sup>3)</sup>	100,2	0,2	0,8	.	1,1	0,0	0,1	0,6	0,0	-1,1	0,0	.	.
<b>Blago</b>													
Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobaknimi izdelki)				Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Storitve		Rekreacija in osebne storitve	Razno	15,2	8,0
Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti	Najemnine	20	Prevoz	Komunikacija	23	24	25	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	3,2	15,2	8,0	
% od skupaj v letu 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	.	.	.	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2015 III	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0	
IV	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2	
2016 I	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2	
II	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2	
2016 mar.	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3	
apr.	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2	
maj	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1	
jun.	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3	
jul.	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4	
avg. <sup>3)</sup>	1,3	0,5	2,5	.	0,3	-5,7	.	.	.	.	.	.	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) 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 gradbeništva											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj <sup>1)</sup>	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>1)</sup>			
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov			Ener- genti											
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13			
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9							
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9		-1,0			
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		1,0			
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6		3,5			
2015 III	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,6		3,2			
IV	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,3	2,2		4,7			
2016 I	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,2	2,9		.			
II	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,8	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,6	.	.		.			
2016 feb.	100,3	-4,1	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,4	.	.		.			
mar.	100,6	-4,1	-3,1	-1,2	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	.	.		.			
apr.	100,2	-4,4	-3,2	-1,2	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	.	.		.			
maj	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	.	.		.			
jun.	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,6	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,6	.	.		.			
jul.	101,7	-2,8	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,2	-0,3	0,0	-8,4	.	.		.			

Vir: 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](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deser- zonirani indeks: 2010 = 100)	Skupaj	Deflatorji BDP						Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>	Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)								
		Domače povpraševanje			Bruto investicije v osnovna sredstva	Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>				Tehtano z uvozom <sup>2)</sup>			Tehtano s porabo <sup>2)</sup>					
		Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja							Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6				
% od skupaj																			
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,3	0,4	-0,5	-1,3	81,7	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3				
2014	104,6	0,8	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,8	-1,5	74,5	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4				
2015	105,8	1,2	0,2	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,0	48,3	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6				
2015 III	105,9	1,2	0,1	0,2	0,4	0,7	0,1	-2,3	46,1	-2,5	4,2	-9,3	0,0	5,9	-7,8				
IV	106,4	1,3	0,4	0,3	0,5	0,9	-0,1	-2,3	40,7	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9				
2016 I	106,5	1,2	0,4	0,3	0,7	0,8	-1,5	-3,3	32,5	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6				
II	106,8	1,1	0,4	0,2	0,9	0,7	-2,2	-4,1	42,0	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2				
2016 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-11,0	-8,4	-13,9	-12,5	-11,7	-13,7				
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-11,6	-10,2	-13,2	-14,5	-15,3	-13,4				
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,1	-4,9	-13,7	-12,7	-12,1	-13,5				
jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6				
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4				
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,3	0,3	-1,9	2,9	-5,2	-10,4	2,8				

Vir: 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 2009-2011; tehtano s porabo: nanaša se na povprečno strukturo domačega povpraševanja v obdobju 2009-2011.

## 4 Cene in stroški

### 4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2015 III	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9	
IV	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 I	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
II	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0	
2016 mar.	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1	
apr.	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7	
maj	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5	
jun.	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0	
jul.	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8	
avg.	-0,8	1,3	4,2	-7,6	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5	

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 <sup>1)</sup>
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8	
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7	
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5	
2015 III	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,6	
IV	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5	
2016 I	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4	
II	.	.	.	.	.	.	.	

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](http://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									
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavkami	Strokovne, poslovne in podporne stоритве	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2013	103,8	1,2	-2,2	2,2	0,9	0,6	-0,4	0,7	-2,8	1,4	1,7	2,8
2014	104,6	0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,4	-0,3	1,9	1,1	1,7	1,4	0,8
2015	104,9	0,3	0,9	-1,7	0,5	0,6	0,6	0,4	3,5	1,8	0,9	1,2
2015 II	104,8	0,4	1,3	-1,0	1,1	0,2	0,9	0,1	3,3	1,3	0,8	1,5
III	105,0	0,4	1,4	-1,8	0,5	0,7	1,2	0,9	3,7	2,1	0,9	1,3
IV	105,4	0,6	0,9	-1,8	-0,4	1,6	1,7	0,9	4,0	1,8	1,2	1,2
2016 I	105,4	0,9	1,6	0,6	-0,3	1,1	0,1	1,6	2,5	1,8	1,2	1,1
Sredstva za zaposlene												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 II	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
III	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
IV	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 I	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
Produktivnost dela na zaposlenega												
2013	101,4	0,4	4,8	0,4	0,4	0,3	1,2	1,1	2,9	-0,1	-0,1	-0,8
2014	101,9	0,5	0,8	2,2	1,0	0,6	2,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
2015	102,9	1,0	0,1	3,5	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,5	-0,2	0,2	0,1
2015 II	102,8	1,0	-0,9	3,1	-0,3	1,3	1,9	0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0
III	102,9	0,9	-0,9	3,4	0,8	0,7	1,2	-0,3	-0,7	-0,3	0,1	0,2
IV	103,0	0,7	0,9	3,1	1,5	0,2	0,4	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	-0,1
2016 I	103,2	0,3	0,1	0,7	1,9	0,4	-0,2	0,2	-0,9	-0,4	0,1	-0,1
Sredstva za delovno uro												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 II	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
III	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
IV	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 I	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
Produktivnost dela na uro												
2013	103,5	1,2	4,5	0,6	2,0	1,1	1,6	1,6	4,3	1,1	0,5	0,5
2014	104,0	0,5	2,3	1,8	0,9	0,8	2,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,4
2015	104,8	0,8	-0,8	3,0	-0,2	1,0	0,8	0,2	-0,9	-0,4	0,0	-0,1
2015 II	104,8	0,8	-1,3	2,4	-0,8	1,7	0,8	0,6	-1,6	-0,2	0,1	0,0
III	104,7	0,6	-1,6	2,8	0,1	1,0	-0,2	-0,1	-1,9	-0,9	-0,2	-0,1
IV	104,7	0,4	-0,4	2,3	0,4	0,2	-0,3	-0,6	0,2	-0,5	0,1	-0,2
2016 I	105,0	0,1	-1,5	0,5	1,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,5	-1,0	0,2	0,8

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1		M3-M2		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			7	8	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6						
	Stanja											
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.981,3	5.949,9	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.697,1	123,9	423,4	106,2	653,4	10.350,5
2015	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,7	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,1
2015 III	1.028,2	5.434,8	6.463,0	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.076,7	98,4	452,8	75,0	626,2	10.703,0
IV	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,7	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,1
2016 I	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,6	10.357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,1
II	1.053,4	5.812,9	6.866,3	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11.114,8
2016 feb.	1.046,9	5.669,4	6.716,2	1.430,2	2.165,1	3.595,2	10.311,4	92,6	468,1	88,9	649,5	10.960,9
mar.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,6	10.357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,1
apr.	1.047,5	5.747,8	6.795,4	1.408,6	2.162,6	3.571,2	10.366,6	88,4	470,4	98,4	657,2	11.023,7
maj	1.051,2	5.789,7	6.840,9	1.407,5	2.172,2	3.579,7	10.420,6	88,3	474,7	88,6	651,5	11.072,1
jun.	1.053,4	5.812,9	6.866,3	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11.114,8
jul.(p)	1.056,2	5.869,8	6.926,0	1.406,7	2.174,6	3.581,3	10.507,3	82,4	486,6	98,1	667,1	11.174,4
	Transakcije											
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,5	24,4	374,2
2015	64,8	556,1	620,9	-143,2	12,0	-131,2	489,7	-47,8	48,9	-26,0	-24,9	464,8
2015 III	14,3	130,7	145,0	-35,3	3,1	-32,3	112,7	10,2	18,3	-18,5	10,0	122,7
IV	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-21,5	21,4	-2,5	-2,6	124,4
2016 I	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,4
II	1,8	92,9	94,7	-12,2	10,1	-2,1	92,6	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,3
2016 feb.	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	9,1	9,5	45,0
mar.	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	49,9
apr.	-4,0	31,7	27,7	-18,5	-1,0	-19,5	8,2	2,8	6,8	8,7	18,4	26,6
maj	3,7	37,3	40,9	-2,9	9,5	6,6	47,6	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
jun.	2,2	23,9	26,1	9,1	1,6	10,8	36,8	-5,0	6,5	2,2	3,7	40,6
jul.(p)	2,9	56,3	59,2	-9,9	1,0	-9,0	50,2	-0,9	5,1	4,9	9,1	59,3
	Stopnje rasti											
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,4	3,9	3,8
2015	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2015 III	8,3	11,9	11,3	-11,4	0,5	-4,7	5,0	-23,0	9,0	-1,0	0,6	4,7
IV	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016 I	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
II	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
2016 feb.	5,7	11,1	10,2	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-27,1	7,6	-10,2	-1,8	5,0
mar.	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
apr.	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-27,3	6,1	-4,0	-1,8	4,6
maj	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,1	-15,1	8,5	-1,8	3,0	4,9
jun.	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
jul.(p)	3,5	9,3	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,8	-16,9	8,1	14,8	4,9	4,8

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>					Drugi finančni posredniki <sup>2)</sup>	Zavarovalnice in pokojninški skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.842,1	1.346,8	365,3	111,6	18,4	5.556,8	2.751,5	809,6	1.992,7	3,0	897,6	222,8	333,1
2015	1.927,1	1.480,8	321,8	116,5	8,0	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2015 III	1.910,3	1.460,7	324,0	115,8	9,9	5.695,3	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,9	218,1	356,2
IV	1.927,1	1.480,8	321,8	116,5	8,0	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2016 I	1.986,2	1.534,8	325,6	115,9	9,9	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
II	2.011,3	1.572,0	313,8	117,1	8,4	5.909,0	3.213,9	690,7	2.001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
2016 feb.	1.976,7	1.530,6	320,7	116,0	9,4	5.795,2	3.102,9	693,4	1.996,0	2,9	979,7	232,1	373,5
mar.	1.986,2	1.534,8	325,6	115,9	9,9	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
apr.	2.009,0	1.561,8	322,9	115,7	8,6	5.849,1	3.158,9	692,9	1.994,0	3,3	958,0	213,8	377,5
maj	2.010,9	1.567,7	318,9	116,4	7,9	5.878,4	3.184,6	691,1	1.999,0	3,7	975,7	214,7	378,0
jun.	2.011,3	1.572,0	313,8	117,1	8,4	5.909,0	3.213,9	690,7	2.001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
jul. <sup>(p)</sup>	2.032,6	1.593,6	312,5	118,0	8,5	5.931,0	3.240,8	685,5	2.001,8	2,8	969,3	215,5	385,1
Transakcije													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	81,4	120,8	-33,6	4,9	-10,7	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	75,2	-1,9	27,9
2015 III	44,4	42,7	0,4	3,1	-1,8	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	12,7	-10,1	13,4
IV	13,9	17,9	-2,7	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,1	4,0	6,1
2016 I	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3
II	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,3	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,2	-10,1	0,9
2016 feb.	10,6	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	7,8	-2,7
mar.	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,9	-11,4	0,9
apr.	22,5	26,8	-2,7	-0,2	-1,4	16,0	18,3	-1,4	-1,5	0,7	-19,7	-6,4	2,6
maj	-0,3	4,4	-4,6	0,6	-0,7	28,7	25,2	-2,0	5,1	0,4	14,1	0,7	0,4
jun.	1,2	4,7	-4,8	0,8	0,5	30,6	29,2	-0,5	2,7	-0,9	4,3	-4,3	-2,1
jul. <sup>(p)</sup>	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	22,0	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	9,2
Stopnje rasti													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,4	4,0	7,3
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2015 III	4,0	9,2	-12,3	2,4	-31,4	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,1	-4,9	5,8
IV	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2016 I	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
II	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
2016 feb.	6,4	10,3	-7,4	4,6	-28,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	7,0	1,8	7,8
mar.	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
apr.	8,5	12,1	-3,3	2,4	-20,8	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,7	-7,3	9,3
maj	7,9	11,0	-2,5	3,4	-32,8	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,6	2,2	-7,2	8,9
jun.	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
jul. <sup>(p)</sup>	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	10,8

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 pokojninški skladi.

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

4) Sektor države brez centralne države.

## 5 Denarna statistika

### 5.3 Krediti rezidentom euroobmočja<sup>1)</sup>

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Prilagojena posojila <sup>2)</sup>		Posojila				Gospodinjstvom <sup>4)</sup>	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup>					
					Skupaj	Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Stanja															
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.973,3	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0			
2014	3.608,3	1.132,4	2.473,8	12.590,7	10.538,6	10.817,3	4.300,6	5.200,4	908,6	129,0	1.277,4	774,8			
2015	3.896,5	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,0	4.272,8	5.307,3	885,7	123,6	1.301,7	787,6			
2015 III	3.819,0	1.127,6	2.689,0	12.661,3	10.573,0	10.860,7	4.284,4	5.277,6	889,7	121,3	1.310,9	777,4			
IV	3.896,5	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,0	4.272,8	5.307,3	885,7	123,6	1.301,7	787,6			
2016 I	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,4	4.287,3	5.338,5	906,5	108,6	1.312,3	751,4			
II	4.194,6	1.112,4	3.069,0	12.739,4	10.640,9	10.944,8	4.300,5	5.349,8	887,2	103,4	1.347,3	751,2			
2016 feb.	4.007,1	1.117,3	2.887,4	12.726,8	10.657,0	10.921,4	4.301,9	5.330,2	898,6	126,4	1.308,9	760,9			
mar.	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,4	4.287,3	5.338,5	906,5	108,6	1.312,3	751,4			
apr.	4.096,3	1.125,7	2.957,4	12.704,2	10.638,3	10.905,7	4.290,1	5.343,7	890,9	113,6	1.317,9	747,9			
maj	4.146,7	1.127,2	3.006,5	12.742,1	10.655,6	10.930,4	4.307,7	5.346,8	889,8	111,2	1.330,5	756,1			
jun.	4.194,6	1.112,4	3.069,0	12.739,4	10.640,9	10.944,8	4.300,5	5.349,8	887,2	103,4	1.347,3	751,2			
jul. <sup>(p)</sup>	4.257,6	1.109,1	3.135,4	12.797,5	10.668,7	10.975,1	4.304,9	5.356,1	897,3	110,3	1.365,5	763,3			
Transakcije															
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-271,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1			
2014	72,0	15,9	56,1	-103,8	-50,1	-36,1	-60,9	-15,2	14,3	11,7	-90,0	36,2			
2015	284,5	-20,7	305,0	78,9	50,2	64,7	-17,3	98,1	-25,0	-5,6	24,5	4,3			
2015 III	112,6	-10,2	122,7	58,7	-4,1	21,2	-4,3	24,7	-10,0	-14,4	64,4	-1,6			
IV	73,5	-16,3	89,8	6,7	22,3	30,6	-1,6	22,7	-1,2	2,4	-22,4	6,8			
2016 I	125,8	5,4	120,4	64,7	81,4	50,9	35,8	36,1	24,4	-14,9	14,2	-30,9			
II	123,8	-10,6	134,4	59,7	21,9	57,6	23,6	16,7	-13,2	-5,2	35,8	2,0			
2016 feb.	36,2	0,0	36,1	45,0	44,7	31,0	15,6	18,4	9,9	0,8	3,9	-3,6			
mar.	28,5	0,3	28,3	-5,1	2,3	0,9	-2,0	11,2	10,8	-17,7	3,3	-10,7			
apr.	46,8	3,3	43,5	12,6	10,7	10,5	9,0	6,0	-9,4	5,0	5,2	-3,3			
maj	39,8	1,3	38,5	32,1	13,0	18,2	13,7	3,4	-1,7	-2,4	11,1	8,0			
jun.	37,2	-15,2	52,4	15,1	-1,7	28,9	0,9	7,2	-2,1	-7,8	19,6	-2,7			
jul. <sup>(p)</sup>	54,4	-3,3	57,7	61,8	35,1	37,4	10,5	7,0	10,9	6,8	16,2	10,6			
Stopnje rasti															
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9			
2014	2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5			
2015	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5			
2015 III	7,2	0,5	10,2	0,6	0,5	0,4	-0,3	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9			
IV	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5			
2016 I	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5			
II	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0			
2016 feb.	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	1,1	0,7	2,2	-1,3	-7,0	3,1	-1,6			
mar.	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5			
apr.	10,3	-2,6	16,2	1,2	1,1	1,0	0,9	2,2	-2,0	-16,5	4,1	-2,5			
maj	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,2	1,2	2,1	-1,1	-21,1	5,1	-2,4			
jun.	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0			
jul. <sup>(p)</sup>	12,3	-2,7	18,8	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,7	-2,7			

Vir: ECB.

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

## 5 Denarna statistika

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

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

Nefinančne družbe <sup>2)</sup>				Gospodinjstva <sup>3)</sup>						
Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila	
1	2				3	4				
Stanja										
2013	4.353,6	4.450,2	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.547,8	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.300,6	4.255,9	1.109,9	720,6	2.470,2	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.272,8	4.256,8	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,8	595,6	3.948,0	763,6
2015 III	4.284,4	4.251,9	1.067,7	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,7	582,4	3.926,5	768,7
IV	4.272,8	4.256,8	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,8	595,6	3.948,0	763,6
2016 I	4.287,3	4.262,0	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,6	603,4	3.972,9	762,2
II	4.300,5	4.279,9	1.041,8	774,4	2.484,3	5.349,8	5.684,2	604,2	3.987,0	758,6
2016 feb.	4.301,9	4.272,8	1.049,5	774,5	2.477,9	5.330,2	5.652,5	601,4	3.966,8	761,9
mar.	4.287,3	4.262,0	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,6	603,4	3.972,9	762,2
apr.	4.290,1	4.264,4	1.043,5	772,7	2.473,9	5.343,7	5.665,2	604,6	3.979,9	759,2
maj	4.307,7	4.279,9	1.051,4	771,7	2.484,7	5.346,8	5.673,0	601,8	3.986,1	758,9
jun.	4.300,5	4.279,9	1.041,8	774,4	2.484,3	5.349,8	5.684,2	604,2	3.987,0	758,6
jul.(p)	4.304,9	4.286,6	1.034,4	780,7	2.489,8	5.356,1	5.691,9	604,4	3.995,2	756,5
Transakcije										
2013	-132,9	-145,5	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-68,3	-14,2	2,3	-49,0	-15,2	5,5	-3,0	-3,4	-8,8
2015	-17,3	16,7	-65,6	32,7	15,6	98,1	76,3	21,7	80,0	-3,6
2015 III	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,8	5,2	19,8	-0,3
IV	-1,6	15,9	-22,8	13,5	7,7	22,7	19,2	5,1	20,0	-2,4
2016 I	35,8	28,7	15,3	13,0	7,4	36,1	22,8	9,1	27,0	0,1
II	23,6	25,2	1,3	8,4	13,9	16,7	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 feb.	15,6	16,7	1,7	10,5	3,5	18,4	8,3	5,1	13,3	0,0
mar.	-2,0	-1,7	0,2	-3,8	1,5	11,2	8,1	2,7	7,4	1,0
apr.	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,1	-2,1
maj	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
jun.	0,9	7,6	-5,6	4,3	2,3	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
jul.(p)	10,5	11,8	-4,4	7,8	7,0	7,0	9,0	0,2	8,4	-1,6
Stopnje rasti										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 III	-0,3	0,0	-4,4	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
IV	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 I	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
II	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 feb.	0,7	1,3	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
mar.	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
apr.	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,7
maj	1,2	1,6	-2,0	4,9	1,4	2,1	1,6	4,5	2,3	-0,7
jun.	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
jul.(p)	1,3	1,9	-2,8	6,3	1,7	2,0	1,8	3,3	2,3	-0,5

Vir: ECB.

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

## 5 Denarna statistika

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

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

Enote centralne ravni države <sup>2)</sup>	Obveznosti DFI					Neto tuja aktiva	Sredstva DFI				
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Razno				
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj	Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami <sup>3)</sup>	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami <sup>3)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stanja											
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9	
2014	264,6	7.188,1	2.248,9	92,2	2.381,1	2.465,9	1.379,3	225,0	184,5	139,7	
2015	278,6	7.066,2	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,1	1.326,6	280,1	205,9	135,6	
2015 III	287,6	7.100,9	2.223,8	83,7	2.263,6	2.529,9	1.357,4	253,8	213,6	140,8	
IV	278,6	7.066,2	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,1	1.326,6	280,1	205,9	135,6	
2016 I	318,8	7.027,2	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,7	1.281,5	307,7	247,1	152,1	
II	323,5	7.075,8	2.162,4	74,6	2.176,2	2.662,5	1.285,8	294,4	238,0	144,0	
2016 feb.	294,6	7.073,7	2.185,8	77,6	2.193,4	2.616,9	1.290,0	305,4	246,6	142,5	
mar.	318,8	7.027,2	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,7	1.281,5	307,7	247,1	152,1	
apr.	316,8	7.049,7	2.184,2	75,4	2.173,2	2.616,9	1.275,6	314,3	237,0	140,0	
maj	292,1	7.057,4	2.182,6	75,3	2.186,0	2.613,5	1.239,4	293,4	226,9	138,6	
jun.	323,5	7.075,8	2.162,4	74,6	2.176,2	2.662,5	1.285,8	294,4	238,0	144,0	
jul.(p)	331,2	7.053,8	2.154,4	73,9	2.148,7	2.676,8	1.216,4	288,0	212,9	128,2	
Transakcije											
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7	
2014	-5,7	-161,1	-122,3	2,0	-151,2	110,3	238,5	0,8	0,7	17,8	
2015	7,8	-218,1	-104,0	-13,5	-202,9	102,2	-97,6	-11,5	21,4	-4,0	
2015 III	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-16,3	-8,3	
IV	-11,7	-58,1	-47,5	-3,9	-42,5	35,7	-36,7	11,1	-7,7	-5,2	
2016 I	40,1	-62,4	1,4	-2,9	-49,9	-10,9	-70,4	33,0	41,3	17,3	
II	4,3	-6,4	-23,3	-1,6	-11,1	29,7	-60,6	-15,7	-9,2	-8,1	
2016 feb.	-11,4	-13,6	11,9	-1,0	-30,8	6,4	-73,6	12,4	31,6	0,9	
mar.	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,3	0,7	9,5	
apr.	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,7	-23,0	-0,6	-10,1	-12,0	
maj	-24,9	5,9	-2,7	-0,1	2,3	6,4	-26,4	-22,2	-10,2	-1,5	
jun.	31,4	-23,7	-21,9	-0,6	-9,7	8,5	-11,2	7,1	11,1	5,4	
jul.(p)	7,7	-27,3	-8,0	-0,7	-21,9	3,2	-73,5	-3,0	-25,1	-15,8	
Stopnje rasti											
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3	
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6	
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9	
2015 III	11,8	-3,3	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,7	
IV	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9	
2016 I	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9	
II	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9	
2016 feb.	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	7,3	-3,2	
mar.	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9	
apr.	17,4	-2,7	-2,6	-14,6	-7,8	2,4	-	-	11,0	3,2	
maj	6,1	-2,5	-2,5	-13,6	-6,9	2,1	-	-	0,5	-2,9	
jun.	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9	
jul.(p)	29,2	-2,6	-3,6	-13,1	-7,0	2,6	-	-	1,8	-10,6	

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
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 II	-2,4	.	.	.	.	0,1
III	-2,2	.	.	.	.	0,3
IV	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 I	-1,9	.	.	.	.	0,4

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	6	7	8	Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki	13		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5	
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1	
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0	
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9	
2015 II	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9	
III	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8	
IV	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9	
2016 I	46,5	46,0	12,6	13,2	15,4	0,5	48,5	44,6	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9	

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

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetnik			Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
	Gotovina in vloge		Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	DFI	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 leto	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2	
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1	
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1	
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1	
2015 II	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
III	91,7	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
IV	90,7	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2016 I	91,7	2,7	16,2	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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

## 6 Državne finance

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

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga <sup>2)</sup>	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu			Razno						
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12		
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7		5,0		
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9		2,7		
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0		2,6		
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2		1,4		
2015 II	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5		1,4		
III	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1		1,6		
IV	-1,4	-0,3	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3		1,3		
2016 I	-1,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4		1,5		

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

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

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

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

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

	Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup>					Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup>	Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup>							
	Skupaj	Glavnica		Obresti			Stanje	Transakcije						
		Do 3 mesecev	3	Do 3 mesecev	5			Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8	
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6	
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2015 II	15,0	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5	
III	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	
IV	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2016 I	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1	
2016 feb.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2	
mar.	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1	
apr.	15,1	13,2	4,3	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3	
maj	15,2	13,3	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2	
jun.	15,4	13,6	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1	
jul.	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,2	

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

## 6 Državne finance

### 6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska <sup>1)</sup> 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0
2015 II	-3,1	0,4	0,6	-2,3	-4,7	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4
III	-2,9	0,8	0,7	-1,6	-4,4	-5,3	-3,9	-2,7	-0,9
IV	-2,6	0,6	0,4	-1,8	-7,2	-5,1	-3,6	-2,6	-1,0
2016 I	-2,7	0,7	1,0	-1,5	-5,7	-5,1	-3,3	-2,5	-0,1
Javni dolg									
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9
2015 II	109,5	72,6	9,9	91,1	169,4	99,8	97,7	136,0	110,7
III	109,1	72,0	9,8	85,9	171,8	99,7	97,1	134,6	110,2
IV	106,1	71,2	9,7	78,7	176,9	99,2	96,2	132,7	108,9
2016 I	109,2	71,1	9,6	80,4	176,3	100,5	97,5	135,4	109,3
Latvija 10									
Litva 11									
Luksemburg 12									
Malta 13									
Nizozemska 14									
Avstrija 15									
Portugalska 16									
Slovenija 17									
Slovaška 18									
Finska 19									
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0
2015 II	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-3,1
III	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6
IV	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0
2016 I	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,3
Javni dolg									
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9
2015 II	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7
III	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9
IV	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9
2016 I	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2

Vir: Eurostat.

1) Zaradi zgodovinskih podatkov lahko pride do razlik med četrtletnimi in letnimi stopnjami.

Več informacij je v pojasnilu Eurostata ([http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish\\_GDP\\_communication.pdf](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf)).

© Evropska centralna banka, 2016

Naslov 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija  
Telefon +49 69 1344 0  
Spletna stran [www.ecb.europa.eu](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 7. september 2016.

ISSN 2363-3417 (spletna izdaja)  
EU kataloška številka QB-BP-16-004-EN-N (pdf)