

## Ekonomski bilten

št. 4 / 2017

# Kazalo

<b>Ekonomski in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1    Zunanje okolje	5
2    Finančna gibanja	10
3    Gospodarska aktivnost	15
4    Cene in stroški	21
5    Denar in krediti	26
6    Javnofinančna gibanja	33
<b>Okvirji</b>	<b>36</b>
1    Gibanja svetovnih tveganj v nedavnem obdobju	36
2    Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja: izvajanje in učinki	40
3    Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 25. januarja do 2. maja 2017	47
4    Novejša gibanja v saldu tekočega računa euroobmočja	52
5    Zadolženost zasebnega sektorja in razdolževanje v državah euroobmočja	57
6    Kateri sektorji so prodajali državne vrednostne papirje, ki jih je kupoval Eurosistem?	63
7    Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2017	68
8    Fiskalni dogovor: ocena Komisije in pot naprej	72
<b>Članek</b>	<b>75</b>
1    Domestic and global drivers of inflation in the euro area	75
<b>Statistični podatki</b>	<b>100</b>

# Ekonomika in denarna gibanja

## Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 8. junija 2017 sklenil, da je še vedno potrebna zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, da bi se osnovni inflacijski pritiski okreplili in tako spodbudili rast skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Informacije, ki so postale dostopne od prejšnje seje o denarni politiki konec aprila, potrjujejo močan zagon gospodarstva euroobmočja, ki bo po projekcijah raslo nekoliko hitreje, kot je bilo sprva pričakovano. Svet ECB meni, da so tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, zdaj približno uravnotežena. Ob tem je postal vse manj verjetno, da bi se zelo neugodni scenariji glede cenovne stabilnosti v prihodnje uresničili, zlasti ker je tveganje deflacji v veliki meri izginilo. Zaradi tega je Svet ECB sklenil, da v prihodnji usmeritvi o ključnih obrestnih merah opusti navedbo glede nižjih obrestnih mer. Obenem pa gospodarska rast še ni privedla do močnejše dinamike inflacije. Do zdaj so merila osnovne inflacije ostala umirjena in še ne kažejo prepričljivega trenda naraščanja. Zaradi tega je še vedno potrebna zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.

## Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 8. junija 2017

**ECB je z ukrepi denarne politike še naprej ohranjala zelo ugodne pogoje financiranja, ki so potrebni za to, da se v srednjeročnem obdobju zagotovi vzdržno približevanje inflacije ravni pod 2%, a blizu te meje.** To je razvidno iz še naprej zelo nizkih bančnih obrestnih mer. Podobno prenos ukrepov denarne politike ECB, ki so v veljavi od junija 2014, še naprej močno podpira posojilne pogoje za podjetja in gospodinjstva, dostop do financiranja, zlasti za mala in srednje velika podjetja, ter s tem tudi kreditne tokove v celotnem euroobmočju. Rast širokega denarja je še naprej močna, okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, ki ga beležimo od začetka leta 2014, pa se nadaljuje.

**Sedanja gospodarska rast v euroobmočju je vse bolj vztrajna ter se je razširila po sektorjih in državah.** BDP v euroobmočju se je v prvem četrletju 2017 medčetrletno realno povečal za 0,6%, v primerjavi z 0,5% v zadnjem četrletju 2016. Kratkoročni kazalniki, na primer rezultati anket, še naprej nakazujejo nadaljevanje močnega zagona rasti v bližnji prihodnosti. Prenos ukrepov denarne politike ECB omogoča tudi lažje razdolževanje in bo predvidoma še naprej spodbujal domače povpraševanje. Okrevanje naložb tako še naprej podpirajo zelo ugodni pogoji financiranja in izboljševanje dobičkonosnosti podjetij. Zaradi rasti zaposlenosti, ki jo pospešujejo tudi pretekle reforme na trgu dela, se povečujeta realni razpoložljivi dohodek in zasebna potrošnja.

**Gospodarsko aktivnost v euroobmočju dodatno spodbuja vzdržno okrevanje svetovnega gospodarstva.** Rast svetovne trgovinske menjave se je v zadnjih

mesecih precej povečala, med drugim tudi zaradi okrevanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Ne glede na trenutno izboljševanje pa obete za gospodarsko rast v euroobmočju še naprej zavirata počasno izvajanje strukturnih reform, zlasti na trgih proizvodov, ter prilagajanje bilanc, ki je še potrebno v številnih sektorjih.

**Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, dokončanih konec maja, ki so pogojene s celovitim izvajanjem vseh ukrepov denarne politike ECB, bo medletna rast BDP realno znašala 1,9% v letu 2017, 1,8% v letu 2018 in 1,7% v letu 2019.** V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede realne rasti BDP v obdobju projekcij popravljeni navzgor. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so po ocenah približno uravnotežena. Po eni strani se s sedanjim pozitivnim cikličnim zagonom povečujejo možnosti za močnejši gospodarski vzpon od pričakovanega. Po drugi strani pa so še naprej prisotna navzdol usmerjena tveganja, povezana predvsem s svetovnimi dejavniki.

**Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja znašala 1,4%,** potem ko je aprila dosegla 1,9% in marca 1,5%. Kot je bilo pričakovano, je nedavna volatilnost stopnje inflacije predvsem posledica cen energentov ter začasnega zvišanja cen storitev v času okrog velikonočnih praznikov. Po nedavnem padcu cen nafte se je svetovna skupna inflacija stabilizirala. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo glede na sedanje terminske cene nafte skupna inflacija v euroobmočju v prihodnjih mesecih najverjetneje ostala približno na dosedanji ravni.

**Merila osnovne inflacije so ostala nizka in za zdaj še ne kažejo prepričljivih znakov naraščanja, saj neizkoriščeni viri še vedno zavirajo gibanje domaćih cen in plač.** Osnovna inflacija se bo v srednjeročnem obdobju ob podpori ukrepov denarne politike ECB, nadaljnji gospodarski rasti in postopnem zmanjševanju neizkoriščenega gospodarskega potenciala predvidoma zviševala bolj postopno.

**Makroekonomski projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2017 pripravili strokovnjaki Eurosistema, kažejo, da bo medletna rast inflacije v letu 2017 znašala 1,5%, v letu 2018 1,3%, v letu 2019 pa 1,6%.** V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede skupne inflacije popravljeni navzdol, in sicer predvsem zaradi nižjih cen nafte.

**Proračunski primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij (2017–2019) še naprej zmanjševal,** in sicer zlasti zaradi izboljševanja cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju bo v obdobju 2017–2019 po projekcijah približno nevtralna. Razmerje med javnim dolgom in BDP v euroobmočju, ki sicer ostaja visoko, se bo predvidoma še naprej zmanjševalo. V državah z visoko ravnijo javnega dolga bi bila potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov delež javnega dolga v BDP odločno začel zmanjševati.

## Sklepi o denarni politiki

**Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize potrdil, da je treba ohraniti zelo spodbujevalno naravnano denarno politiko, da bi se inflacija vzdržno vrnila na raven pod 2%, a blizu te meje.** Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter pričakuje, da bodo ostale na sedanji ravni daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil, da se bodo neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev na sedanji mesečni ravni 60 milijard EUR nadaljevali do konca decembra 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Neto nakupi bodo potekali vzporedno s ponovnim investiranjem glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa. Poleg tega je Svet ECB potrdil, da je pripravljen povečati velikost oziroma trajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, če bodo obeti postali manj ugodni ali če bodo finančne razmere postale neskladne z nadaljnjam napredkom pri vzdržnem približevanju inflacije ciljni ravni.

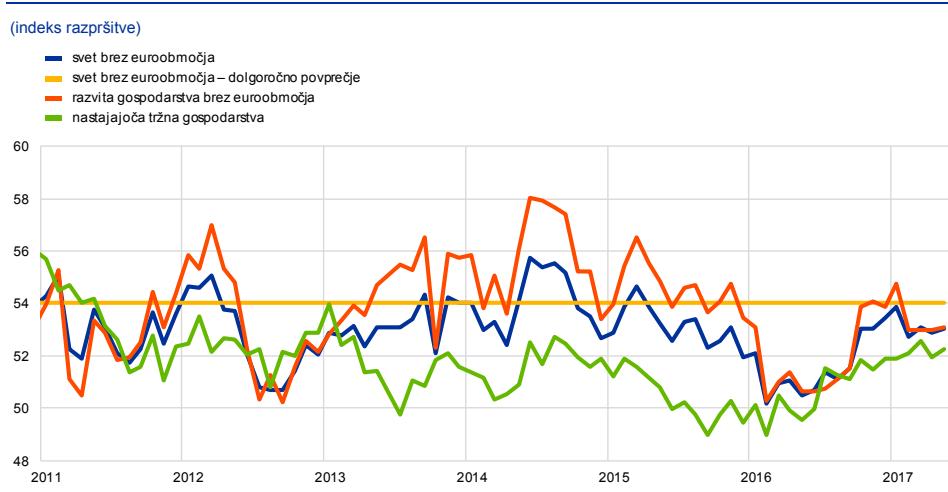
## Zunanje okolje

*Kljub začasnemu upadu rasti svetovnega BDP v prvem četrtletju 2017 se je svetovna gospodarska aktivnost v začetku letošnjega leta še naprej krepila. Zagon svetovne trgovinske menjave se je opazno povečal, poganjala pa ga je predvsem močnejša trgovinska menjava iz nastajajočih tržnih gospodarstev. Svetovna skupna inflacija se je v zadnjih mesecih stabilizirala, saj je vpliv preteklih zvišanj cen primarnih surovin popuščal. Vseeno so cene nafte v zadnjih tednih upadle, kar bo na kratki rok verjetno zaviralo nadaljnjo rast svetovne inflacije.*

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

**Kljub začasnemu upadu rasti svetovnega BDP v prvem četrtletju 2017 se je svetovna gospodarska aktivnost v začetku letošnjega leta še naprej krepila.** V ZDA je BDP medčetrtletno upadel na 0,3%, kar je bila predvsem posledica šibkejše potrošnje gospodinjstev in velikega zmanjšanja naložb v zaloge. V Združenem kraljestvu je rast BDP prav tako upadla, saj so se zaradi višje inflacije po depreciaciji funta zmanjšali realni dohodki, zaradi česar je oslabela potrošnja gospodinjstev. Na Kitajskem je bil upad rasti BDP na 1,3% medčetrtletno nekoliko v nasprotju z bolj optimističnimi gibanji kratkoročnih kazalnikov. Po drugi strani se je rast BDP močno odbila tako v Rusiji kot tudi v Braziliji, saj sta se ti dve državi izvili iz recesije, medtem ko je v Indiji aktivnost začela ponovno naraščati ob hkratnem popuščanju učinkov demonetizacije.

**Anketni kazalniki napovedujejo odboj svetovne gospodarske rasti v bližnji prihodnosti.** Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) brez euroobmočja je maja ostal večinoma nespremenjen rahlo pod svojim dolgoročnim povprečjem, kar napoveduje nadaljnjo zmerno krepitev svetovne aktivnosti (graf 1). Kazalniki gospodarske klime kažejo optimistično sliko, saj se zaupanje potrošnikov v državah OECD vzpenja proti predkriznim ravnem, izboljšuje pa se tudi zaupanje podjetij.

**Graf 1****Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost**

Vir: Haver Analytics in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2017. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do maja 2017.

**Gibanja na finančnih trgih potrjujejo pričakovanja, da se bo svetovna rast v bližnji prihodnosti izboljševala.** Po strmem vzponu v obdobju po ameriških volitvah so svetovni trgi lastniškega kapitala in donosi dolgoročnih obveznic v aprilu in začetku maja upadli, saj so vlagatelji dvomili v sposobnost nove ameriške administracije, da bo izpolnila predvolilne obljube. Po drugi strani je francoskim predsedniškim volitvam sledil močan odboj na svetovnih trgih. Gledano v celoti so se finančni trgi večinoma uspešno upirali pritiskom, odpor do prevzemanja tveganj pa je bil majhen. Pričakovanja, da se bo svetovna gospodarska rast krepila, so pozitivno vplivala tudi na pogoje financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, poleg tega pa so oživeli kapitalski tokovi v te države.

**Denarne politike ostajajo spodbujevalne.** Medtem ko bodo druge večje centralne banke po pričakovanjih ohranile spodbujevalno naravnano denarno politiko, trgi še vedno pričakujejo, da bodo ZDA svojo denarno politiko zategovale zelo postopno. Na Kitajskem so se pogoji financiranja zaostrili, saj je centralna banka zvišala medbančne obrestne mere, da bi omejila bolj tvegana posojila manjših bank in nebančnih institucij. Vseeno so referenčne obrestne mere za bančna posojila nefinančnim družbam ostala nespremenjena, kar kaže, da je bil vpliv na širše gospodarstvo doslej dokaj skromen.

**Kar zadeva prihodnja gibanja, se bo po odboju v bližnji prihodnosti svetovna gospodarska aktivnost predvidoma postopno krepila.** V razvitih gospodarstvih se ob nadaljnji podpori denarne in javnofinančne politike pričakuje blaga rast, saj se ciklično okrevanje nadaljuje, proizvodna vrzel v teh državah pa se postopno zapira. V nastajajočih tržnih gospodarstvih dinamiko podpira trdna rast na Kitajskem in Indiji, medtem ko se bo v izvoznicah surovin aktivnost po pričakovanjih okreplila. Okrevanje v slednjih je glavni motor pričakovanega vzpona svetovne rasti BDP v prihodnjih dveh letih. Vseeno bo stopnja svetovne ekspanzije ostala pod ravnimi izpred krize, kar je skladno z ocenami, da se je v večini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev sposobnost za rast v zadnjih letih zmanjšala.

**V ZDA se bo aktivnost predvidoma okreplila.** Po šibkem prvem četrtletju se za preostanek leta 2017 pričakuje močan odboj, saj zaupanje podjetij in potrošnikov ostaja močno, boljši pogoji na trgu dela pa se postopno pretakajo v hitrejšo rast plač. Po pričakovanjih bo gospodarsko rast podpiralo tudi močno okrevanje naložb v energetskem sektorju.

**V Združenem kraljestvu bo realna rast BDP v bližnji prihodnosti predvidoma ostala razmeroma šibka.** Čeprav bo šibkejši funt verjetno podpiral izvoz, bo višja inflacija po pričakovanjih zmanjševala dohodke gospodinjstev in zasebno potrošnjo. Poleg tega bo povišana negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov predvidoma hromila rast naložb.

**Na Japonskem bodo spodbujevalno naravnane politike po pričakovanjih še naprej podpirale gospodarsko rast.** Ohlapna denarna politika, ugodnejši pogoji financiranja in program javnofinančnih spodbud bodo podpirali domače povpraševanje, izvoz pa bo po pričakovanjih postopno okreval skladno z izboljševanjem zunanjega povpraševanja. Vseeno je rast plač kljub močni rasti zaposlovanja ostala dokaj skromna, kar zavira zasebno potrošnjo.

**Na Kitajskem se bo aktivnost po pričakovanjih še naprej hitro krepila,** saj potrošnja ostaja odporna, podpirajo pa jo tudi živahna gibanja na stanovanjskem trgu. Vseeno so se pogoji financiranja zaradi močnejših prizadevanj za omejitev tveganj za finančno stabilnost od zadnjih mesecev leta 2016 zaostrili. Na srednji rok se bo predvidoma nadaljeval trend postopnega zmanjševanja gospodarske rasti, skladno s prizadevanji kitajskih oblasti, da ponovno uravnotežijo gospodarstvo.

**V državah srednje in vzhodne Evrope bodo aktivnost spodbujale močna potrošnja in naložbe, ki se nadaljujejo ob podpori strukturnih skladov EU.** Čeprav se bo inflacija po pričakovanjih postopno zviševala, ker bo vpliv nižjih cen energentov postopno izginjal, se bo predvidoma hkrati krepil tudi realni razpoložljivi dohodek, saj se proste zmogljivosti na trgu dela zmanjšujejo, pritiski na rast plač pa povečujejo.

**V velikih izvoznicah surovin se bo okrevanje iz globoke recesije verjetno nadaljevalo.** V Rusiji bo rast predvidoma podpiral odboj cen nafte od konca lanskega leta dalje, ki ga dodatno krepi bolj spodbujevalno naravnana denarna politika, čeprav domače povpraševanje spričo velike negotovosti, nizkih realnih plač in šibkega zaupanja ostaja krhko. V Braziliji bodo na gospodarsko aktivnost predvidoma ugodno vplivali dejavniki, kot so stabilizacija zaupanja podjetij, izboljševanje pogojev menjave in ugodnejši pogoji financiranja. Vseeno na srednji rok obete še vedno bremenijo novi valovi politične negotovosti in pritiski na konsolidacijo javnih financ.

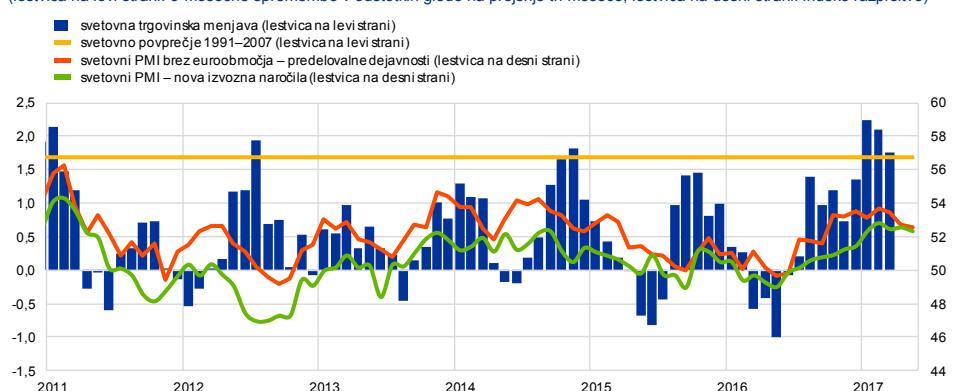
**Zagon svetovne trgovinske menjave se je ob koncu lanskega in v začetku letošnjega leta občutno izboljšal.** Obseg svetovnega uvoza blaga se je v prvem četrtletju 2017 glede na četrtletje prej povečal za 1,8% (graf 2). Okrevanje svetovne trgovinske menjave v drugi polovici leta 2016 in prvih mesecih leta 2017 je poganjalo predvsem izboljševanje razmer v nastajajočih tržnih gospodarstvih, pri čemer so trgovinsko menjavo v nastajajočih azijskih gospodarstvih poganjale kitajske naložbe,

izvedene po spodbujevalnih ukrepih države. Vodilni kazalniki napovedujejo, da se bo trgovinska menjava v bližnji prihodnosti še naprej hitro povečevala, saj je svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila maja znašal 52,3. Na daljši rok so obeti povezani z nekaterimi negotovostmi, ki nastajajo zaradi izjav nove ameriške vlade glede trgovinske politike, na splošno pa se bo svetovna trgovina povečevala skladno z gibanjem svetovne aktivnosti.

### Graf 2

#### Svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; lestvica na desni strani: indeks razpršitve)



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2017 za indeksa PMI in na marec 2017 za trgovinsko menjavo.

#### Gledano v celoti se bo svetovna gospodarska rast v obdobju 2017–2019

**predvidoma postopno krepila.** Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2017 se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja v prihodnjem obdobju zvišala s 3,2% v letu 2016 na 3,5% v letu 2017 in 3,8% v obdobju 2018–2019. Rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju se bo z lanskim 1,3% v letu 2017 predvidoma okreplila na 3,7%, medtem ko naj bi v letu 2018 znašala 3,4%, v letu 2019 pa 3,5%. V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami je napoved svetovne gospodarske rasti ostala večinoma nespremenjena, medtem ko je bila rast zunanjega povpraševanja v letu 2017 zaradi boljših uvoznih podatkov ob prelomu leta popravljena navzgor.

#### Negotovost okrog osnovne projekcije za svetovno gospodarsko aktivnost ostaja povečana, tveganja pa so zbrana na strani upočasnjevanja aktivnosti.

Na pozitivni strani obstaja možnost, da se bosta zaradi močnejšega zaupanja – ki je razvidno iz anket in gibanj na finančnih trgih – aktivnost in trgovinska menjava v kratkoročnem obdobju krepila hitreje, kot je pričakovano. Glavna navzdol usmerjena tveganja pa so vzpon trgovinskega protekcionizma, neobvladovano zaostrovjanje svetovnih pogojev financiranja, ki bi lahko prizadelo predvsem ranljiva nastajajoča tržna gospodarstva, morebitne motnje zaradi procesa reform in liberalizacije na Kitajskem, ter možno povečanje volatilnosti zaradi politične in geopolitične negotovosti, ki jo med drugim povezana s pogajanji o prihodnjih odnosih med Združenim kraljestvom in Evropsko unijo. Okvir 1 obravnava razvoj svetovnih tveganj v minulem letu.

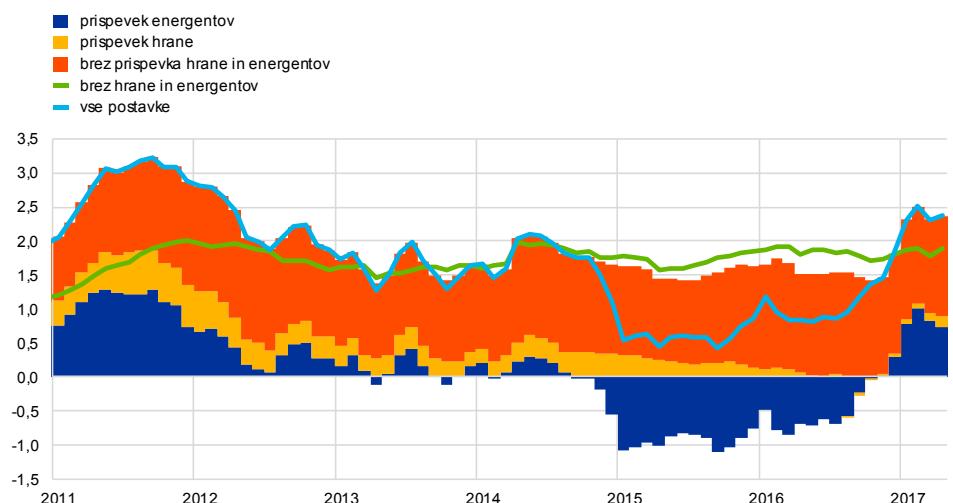
## Svetovna cenovna gibanja

**Svetovna inflacija cen živiljenjskih potrebščin se je stabilizirala, saj učinki preteklih zvišanj cen primarnih surovin začenjajo popuščati.** Medletna inflacija cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD se je aprila nekoliko zvišala na 2,4%, potem ko je marca znašala 2,3%. Brez hrane in energentov se je medletna inflacija v državah OECD aprila rahlo zvišala na 1,9% (graf 3).

**Graf 3**

Rast cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: OECD.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2017.

**Cene primarnih surovin so v zadnjem času upadle.** Cena surove nafte Brent je od začetka marca nihala v razponu od 48 do 56 USD za sod. To nihanje odraža negotovost tržnih udeležencev glede uspešnosti strategije OPEC, da zmanjša proizvodnjo nafte, ob dejstvu, da so zaloge nafte še vedno velike, proizvodnja nafte iz skrilavcev v ZDA pa se povečuje. Podaljšanje omejitve proizvodnje za nadaljnji devet mesecev, ki so ga članice in 11 nečlanic OPEC sprejele 25. maja 2017, so trgi večinoma pričakovali in v ceno vključili že pred sprejetjem dogovora. Upanje, da bo omejitev proizvodnje še večja in bolj dolgotrajna, ki so ga sprožile nekatere sodelujoče države, se ni uresničilo, tako da je po podaljšanju cena ponovno upadla za približno 6%, izraženo v ameriških dolarjih. Kar zadeva prihodnja gibanja, terminska krivulja napoveduje večinoma nespremenjene cene nafte v prihodnjih treh letih. Cene primarnih surovin razen nafte so od začetka marca upadle za približno 8%.

**Svetovna inflacija se bo po blažji umiritvi v bližnji prihodnosti predvidoma počasi zviševala.** V kratkoročnem obdobju bo nedavno znižanje cen nafte in drugih primarnih surovin verjetno omejevalo inflacijske pritiske. Kasneje bo postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti na svetovni ravni predvidoma podpiralo osnovno inflacijo, medtem ko sedanja krivulja terminskih cen nafte napoveduje zelo stabilne cene v obdobju projekcij, kar kaže na močno omejen prispevek cen energentov k inflaciji.

## 2

## Finančna gibanja

*Od marčne seje Sveta ECB o denarni politiki se je donosnost državnih obveznic v euroobmočju rahlo zmanjšala, pri čemer je bila v obravnavanem obdobju nekoliko volatilna. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se malenkostno zmanjšali in so še naprej manjši kot na začetku marca 2016, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Tečaji delnic so se v euroobmočju na splošno zvišali bolj kot v drugih gospodarskih območjih. Vrednost eura se je, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, zvišala.*

**Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je od začetka marca na splošno rahlo zmanjšala.** V obravnavanem obdobju (tj. od 9. marca do 7. junija 2017) se je obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju znižala za okrog 10 bazičnih točk na 0,55%, donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, pa za okrog 25 bazičnih točk na nekoliko več kot 1% (glej graf 4). S tem se je povečevanje nominalne donosnosti, ki je v euroobmočju z določenimi nihanji trajalo vse od začetka oktobra 2016, ustavilo. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v ZDA se je zmanjšala bolj kot v euroobmočju, vendar z višje ravni, in sicer za okrog 45 bazičnih točk na 2,2%. Do rahlega znižanja dolgoročnih obrestnih mer v euroobmočju od začetka marca je prišlo ob epizodah volatilnosti, ki so jih povzročili številni dejavniki. Dolgoročna donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je po marčni seji Sveta ECB najprej povečala, nato pa se je proti koncu marca zmanjšala deloma zaradi ocen tržnih udeležencev glede povečane politične negotovosti pred prvim krogom predsedniških volitev v Franciji. Vendar pa se je v aprilu, ko se je zmanjšala politična negotovost in so bili objavljeni pozitivni podatki za gospodarstvo euroobmočja, ponovno začela povečevati. V preostanku obravnavanega obdobja se je nato rahlo zmanjšala, ker so se globalna inflacijska pričakovanja nekoliko umirila, gospodarska presenečenja iz tujine pa so bila bolj negativna.

#### Graf 4

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

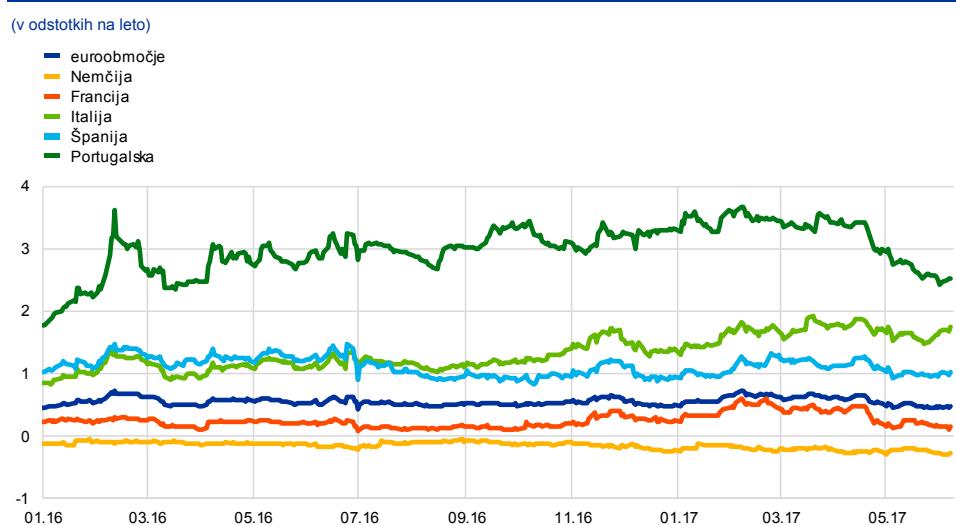


Vira: Bloomberg in ECB.  
Opombe: Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na 7. junij 2017.

**Donosnost državnih obveznic se je v številnih državah izrazito zmanjšala predvsem zaradi manjše politične negotovosti od konca aprila in izboljšanih gospodarskih obetov.** Kar zadeva posamezne države, je zmanjšanje znašalo vse od nekaj bazičnih točk do okrog 120 bazičnih točk v Grčiji in na Portugalskem. Na splošno so se zmanjšali tudi razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, predvsem od druge polovice aprila (glej graf 5).

#### Graf 5

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

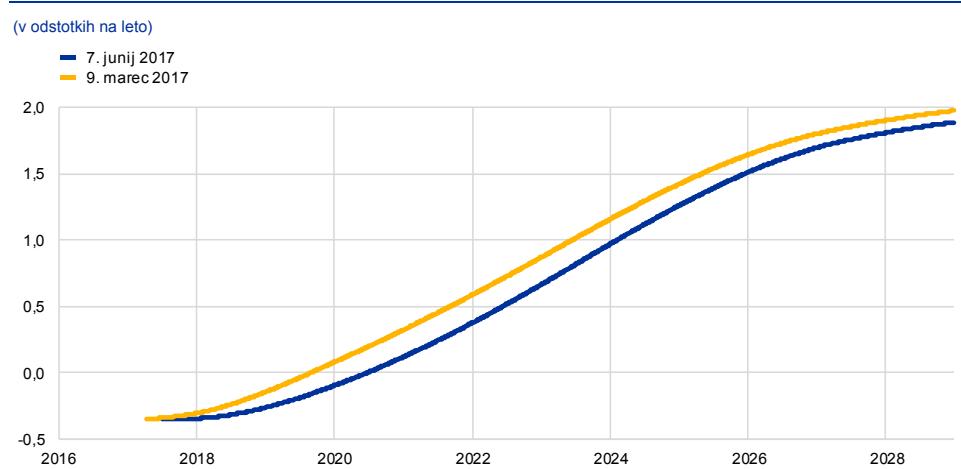


Vira: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na 7. junij 2017.

**Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksov transakcij čez noč v eurih) se je od začetka marca pri vseh ročnostih premaknila navzdol, in sicer povprečno za nekaj več kot 10 bazičnih točk (glej graf 6).** Začeten dvig krivulje, ki je trajal do približno sredine marca, se je v preostanku obravnavanega obdobja več kot izničil. Na splošno se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA v povprečju premaknila navzdol za 13 bazičnih točk, pri ročnostih od približno treh do petih let pa za okrog 20 bazičnih točk. Nasprotno je bilo znižanje terminskih obrestnih mer pri ročnostih do dveh let precej majhno. Iz konfiguracije krivulje na dan 7. junija je mogoče sklepati, da udeleženci na trgu še naprej pričakujejo daljše obdobje negativnih obrestnih mer EONIA, ki naj bi trajalo do približno sredine leta 2020, brez nadaljnjega zniževanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.

#### Graf 6

##### Terminske obrestne mere EONIA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

#### EONIA se je v obravnavanem obdobju gibala na ravni okrog –35 bazičnih točk.

Ob zmanjšanem obsegu trgovanja zaradi državnih praznikov v več državah je 5. junija dosegla rekordno nizko raven (-37,3 bazične točke). Presežna likvidnost se je povečala za več kot 305 milijard EUR na okrog 1.670 milijard EUR, kar je bilo posledica zadnje ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II) in nakupov v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Likvidnostne razmere so podrobneje obravnavane v okvirju 3.

**Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb so se v obravnavanem obdobju malenkostno zmanjšali (glej graf 7).** Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda (bonitetnih razredov AA, A in BBB) so bili 7. junija v povprečju za okrog 9 bazičnih točk manjši kot na začetku marca in za okrog 30 bazičnih točk manjši kot v marcu 2016, ko je Svet ECB napovedal začetek izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. V obravnavanem obdobju so se zmanjšali tudi razmiki v donosnosti obveznic špekulativnega razreda, ki so jih izdale nefinančne družbe in finančni sektor (te niso primerne za nakup v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja), in sicer za 26 ozziroma 5 bazičnih točk.

### Graf 7

#### Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

- finančni izdajatelji
- nefinančni izdajatelji



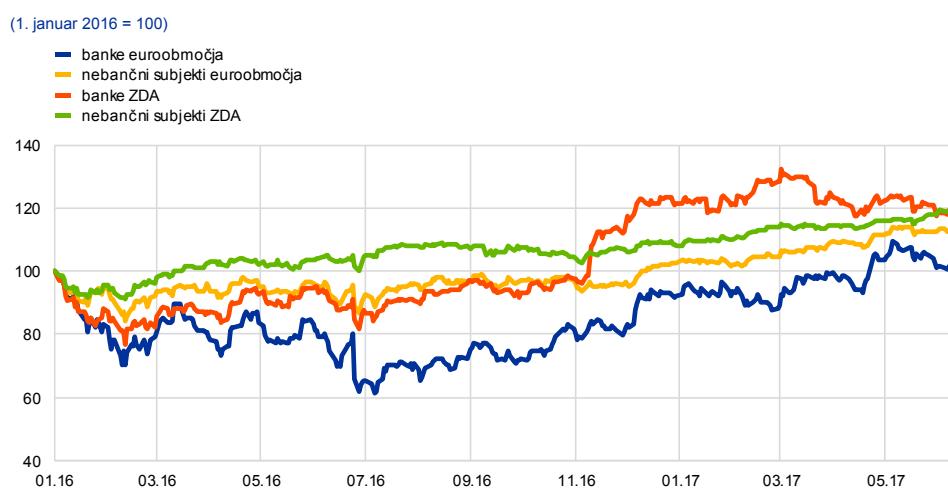
Viri: Indeksi iBoxx in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. junij 2017.

**Tečaji delnic v euroobmočju se od začetka marca zvišujejo (glej graf 8), s čimer se nadaljuje trend, ki traja od približno sredine leta 2016.** Ob koncu obravnavanega obdobja so bili tečaji delnic nefinančnih družb euroobmočja za okrog 7,5% višji kot na začetku, tečaji delnic finančnih družb pa so se povišali za 5,5%. Po nedavnih pozitivnih gibanjih na delniških trgih euroobmočja so zdaj tečaji bančnih delnic na splošno za okrog 65% višji od najnižjih vrednosti, doseženih v juniju 2016 po britanskem referendumu o članstvu v EU (glej graf 8). Politična negotovost je tako kot pri obveznicah vplivala tudi na gibanja delniških trgov euroobmočja, na katerih pred prvim krogom francoških predsedniških volitev večinoma ni prihajalo do pomembnejši sprememb, po njem pa so se tečaji delnic precej dvignili. Od začetka marca so se zvišali tudi tečaji nefinančnih družb v ZDA, Združenem kraljestvu in na Japonskem, vendar manj kot v euroobmočju. V teh treh državah so se tečaji delnic finančnih družb v primerjavi s tečaji nefinančnih družb odrezali še slabše kot v euroobmočju. Tržna pričakovanja glede volatilnosti tečajev delnic so se pred francoškimi predsedniškimi volitvami precej povečala na okrog 23%, nato pa so se znova zmanjšala nekoliko pod raven z začetka marca, tj. okrog 13%. V ZDA se je pričakovana volatilnost tečajev delnic na splošno zmanjšala na raven pod 9%.

## Graf 8

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



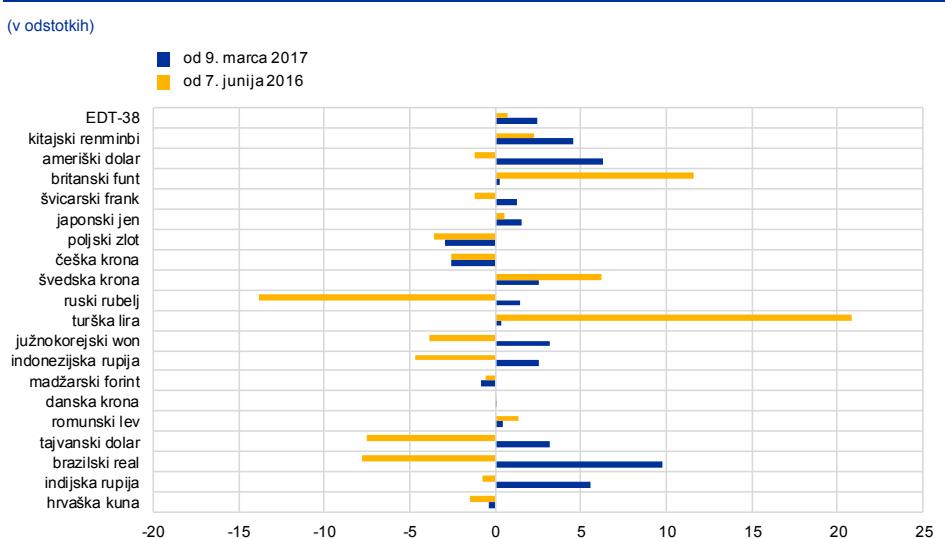
Viri: Thomson Reuters, indeksi iBoxx in izračuni ECB.

Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na 7. junij 2017.

**Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, apreciiral za 2,5% (glej graf 9).** Zaradi pozitivnih presenečenj za gospodarstvo euroobmočja se je okrepil v razmerju do večine drugih pomembnejših valut. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je od 9. marca v razmerju do ameriškega dolarja apreciiral za 6,3%, do kitajskega renminbija za 4,6%, do japonskega jena za 1,5% in do švicarskega franka za 1,3%. Okrepil se je tudi v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev in valut držav članic EU zunaj euroobmočja, razen valut nekaterih srednje- in vzhodnoevropskih držav članic, vključno s češko krono, poljskim złotom in madžarskim forintom, v razmerju do katerih je oslabel.

## Graf 9

### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut



Vir: ECB.

Opomba: EDT-38 je nominalni efektiven tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 7. junija 2017.

### 3

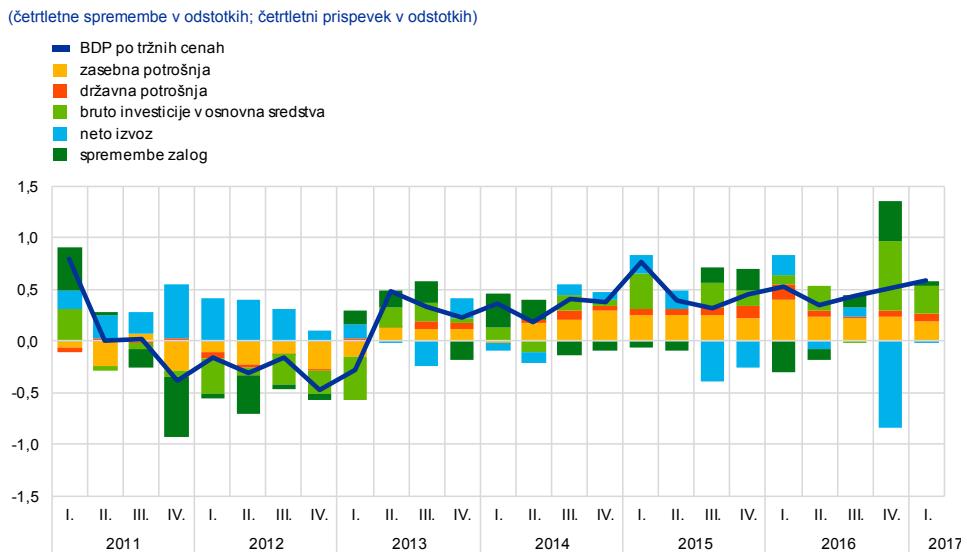
## Gospodarska aktivnost

Sedanja gospodarska rast je vse bolj vztrajna ter je zajela vse sektorje in države. Rast v euroobmočju podpira predvsem domače povpraševanje, čeprav so ugodne razmere v zunanjem okolju vedno bolj spodbudne za gospodarsko rast v prihodnje. Kratkoročni kazalniki, na primer ankete, potrjujejo močan zagon rasti v bližnji prihodnosti. Letošnje junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema so bile v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB popravljene navzgor ter napovedujejo, da bo realna rast BDP v euroobmočju znašala 1,9% v letu 2017, 1,8% v letu 2018 in 1,7% v letu 2019.

**Gospodarska rast v euroobmočju pridobiva zagon in jo pretežno podpira domače povpraševanje.** BDP se je v prvem četrtletju 2017 – po 0,5-odstotnem zvišanju v predhodnem četrtletju – medčetrtletno realno zvišal za 0,6% (glej graf 10). Gospodarstvo euroobmočja se krepi že štiri leta zapored in rast postaja vse bolj vztrajna, saj se je razširila na vse sektorje in države. Domače povpraševanje je v prvem četrtletju 2017 še vedno največ prispevalo k rasti, pozitivno pa so prispevale tudi spremembe zalog, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave nevtralen. Na proizvodni strani je gospodarsko aktivnost podpirala predvsem močna rast v gradbenem in storitvenem sektorju, medtem ko je dodana vrednost v industriji (brez gradbeništva) naraščala počasneje.

**Graf 10**

Realni BDP in komponente v euroobmočju



Vir: Eurostat.

Opombe: Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2017. Velika nihanja bruto investicij v osnovna sredstva in neto izvoza v zadnjem četrtletju 2016 so predvsem posledica transakcij s finančnim premoženjem, ki jih je opravilo manjše število večjih gospodarskih subjektov na Irskem.

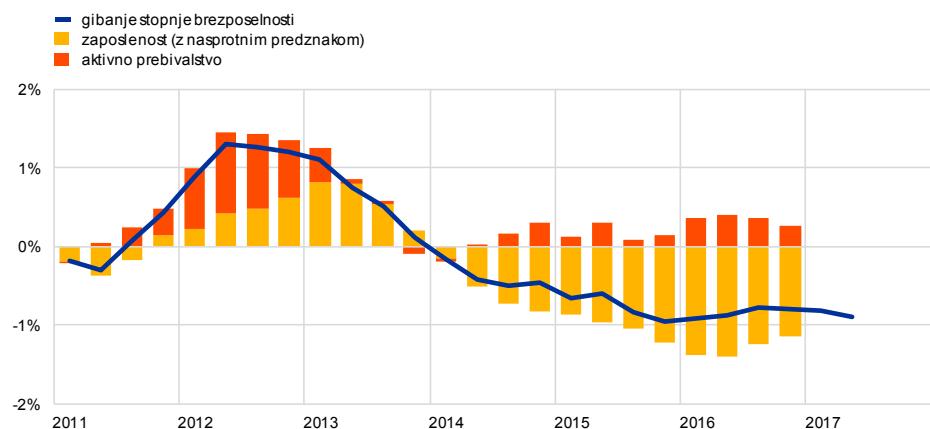
**Okrevanje je zlasti opazno na trgi dela v euroobmočju kljub še vedno velikemu obsegu neizkoriščenega potenciala.** Rast zaposlenosti v euroobmočju se je nadaljevala tudi v zadnjem četrtletju 2016, tako da je bila zaposlenost za 1,2% višja od ravni, zabeležene eno leto prej. Anketski podatki, ki so na voljo do maja, razkrivajo nadaljnje izboljšanje razmer na trgu dela. Brezposelnost v euroobmočju je

upadala tudi v letu 2017, potem ko je na začetku leta 2013 dosegla vrhunc. Stopnja brezposelnosti je aprila znašala 9,3%, kar je najmanj od marca 2009. Splošen trend zmanjševanja brezposelnosti se je nadaljeval kljub nadaljnemu naraščanju deleža aktivnega prebivalstva v euroobmočju (glej graf 11), zlasti ob podpori vse večjega deleža starejših delavcev. Obenem pa širša merila brezposelnosti kažejo še vedno velik neizkoriščen potencial na trgih dela v euroobmočju, tudi če se vrzel med skupno stopnjo brezposelnosti in širšimi merili v zadnjem času zmanjšuje zaradi rahlega upadanja števila odvrnjenih iskalcev zaposlitve in podzaposlenih delavcev.<sup>1</sup>

### Graf 11

#### Razčlenitev zmanjšanja brezposelnosti v euroobmočju

(medletne spremembe stopnje brezposelnosti v euroobmočju v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2016 pri zaposlenosti in deležu aktivnega prebivalstva ter na april 2017 pri stopnji brezposelnosti.

**Z izboljšanjem razmer na trgih dela v euroobmočju se je zvišal realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in spodbudila zasebna potrošnja.** Stabilna rast dohodkov od dela – najpomembnejši dejavnik, ki povečuje razpoložljivi dohodek gospodinjstev – je skupaj s pretežno stabilno stopnjo varčevanja gospodinjstev še naprej podpirala zasebno potrošnjo. Potrošnjo gospodinjstev so nadalje spodbujali tudi vse boljši bančni posojilni pogoji ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Nizke obrestne mere vplivajo na obrestne prihodke gospodinjstev in tudi na njihova plačila obresti, tako da se viri praviloma prerazporejajo od neto varčevalcev k neto posojiljemalcem. Ker je za slednje ponavadi značilna večja mejna nagnjenost k trošenju, naj bi takšno prerazporejanje še dodatno prispevalo k skupni zasebni potrošnji. Zaupanje potrošnikov, ki se je v maju že tretji mesec zapored spet povečalo, je še vedno veliko večje od dolgoročnega povprečja, kar kaže močno temeljno dinamiko potrošnje v bližnji prihodnosti. Poleg tega bi moralno zasebno potrošnjo podpreti tudi povečanje neto premoženja gospodinjstev, kar odraža gibanja na področju finančnega in stanovanjskega premoženja.

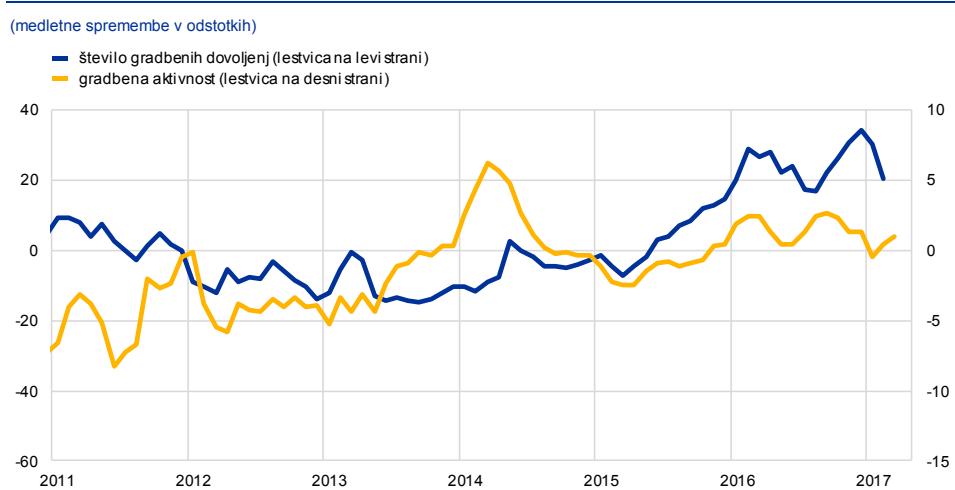
**K zagonu gospodarske rasti vedno več prispeva tudi rast na stanovanjskih trgih v euroobmočju.** Čeprav je okrevanje na stanovanjskih trgih v euroobmočju

<sup>1</sup> Glej okvir z naslovom »Assessing labour market slack«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2017.

počasnejše in šibkejše v primerjavi z okrevanjem gospodarske aktivnosti v euroobmočju, je v zadnjem času pridobilo zagon. Okrevanje, čeprav se je v nekaterih državah začelo z zelo nizkih ravnih, so podpirali visoka rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev, ugodni pogoji financiranja in večja usmerjenost v stanovanske naložbe ob nizki donosnosti obrestenosne aktive. Poleg tega kaže, da se je proces prilagajanja na stanovanjskih trgih v nekaterih državah euroobmočja končal, zaupanje v gradbenem sektorju pa se je močno povečalo. Naraščanje števila gradbenih dovoljenj (glej graf 12), krepitev povpraševanja po posojilih za nakup stanovanj in ugodnejši bančni posojilni pogoji bi morali še naprej podpirati nadaljnji trend rasti gradbenih investicij v vseh državah euroobmočja.

### Graf 12

#### Gradbena dovoljenja in gradbena aktivnost



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Izračunano na podlagi 3-mesečne drseče sredine. Zadnji podatki so za februar 2017 pri gradbenih dovoljenjih in za marec 2017 pri gradbeni aktivnosti.

**Podjetniške investicije še naprej postopoma okrevojo.** Industrijska proizvodnja v naložbeno intenzivnem sektorju investicijskega blaga se je v prvem četrtletju 2017 povečala za skromnih 0,3%. Razpoložljivi podatki za večino držav euroobmočja pa kažejo, da so se močno povečale negradbene investicije. Poleg tega se je zaupanje podjetij v tem sektorju še povečalo zaradi zelo ugodnih obetov o pričakovanih proizvodnjih, zaradi povečanja naročil in preobrata glede pričakovanih prodajnih cen, medtem ko se je izkoriščenost zmogljivosti še povečala in doseglila višje stopnje kot pred krizo. V skladu z zadnjo polletno anketo Evropske komisije o investicijah v industriji so se investicijski obeti za leto 2017 v euroobmočju izboljšali.

#### V prihodnje se bo okrevanje podjetniških investicij po pričakovanjih nadaljevalo.

Podpirali ga bodo številni dejavniki, med drugim še vedno zelo ugodni pogoji financiranja, zelo spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, potreba po posodobitvi osnovnega kapitala po več letih umirjenih investicij, nadpovprečne stopnje izkoriščenosti zmogljivosti in visoke profitne marže v nefinančnem sektorju. Poleg tega se je zaradi močnega okrevanja cen lastniških vrednostnih papirjev v zadnjih letih in zaradi zmerne rasti dolžniškega financiranja zmanjšal količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) in dosegel rekordno nizke ravni (glej okvir 6 »Zadolženost zasebnega sektorja in razdloževanje

v državah euroobmočja« v tej izdaji Ekonomskega biltena, v katerem je pregled gibanj skupnega razdolževanja zasebnega sektorja). Toda nekateri dejavniki bodo predvidoma še naprej negativno vplivali na obete glede podjetniških investicij. Mednje spadajo pričakovan šibkejši dolgoročni gospodarski potencial v primerjavi s preteklostjo, togosti na trgih proizvodov in sedanje prilagajanje spremembam zakonodajnega okolja. Nizka dobičkonosnost bank in še vedno velik obseg slabih posojil v bančnih bilancah v številnih državah še naprej omejujejo posredniško sposobnost bank ter po drugi strani financiranje investicijske aktivnosti podjetij v bližnji prihodnosti.

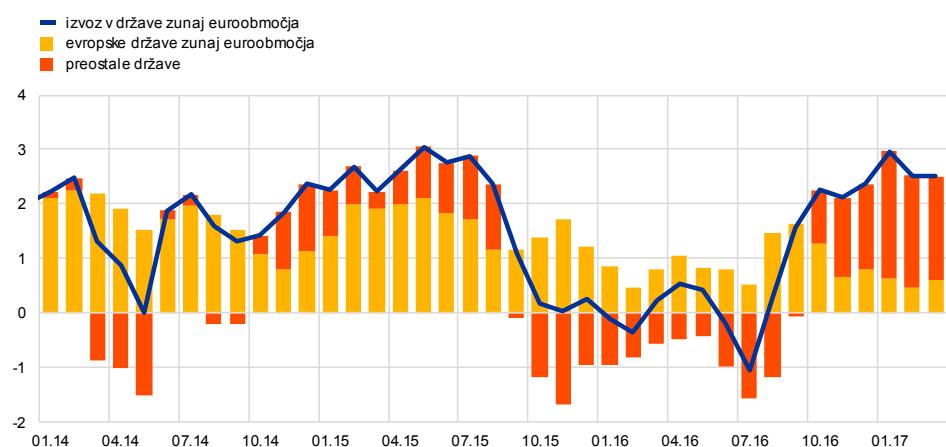
### Zaradi boljših razmer v zunanjem okolju se je okreplila dinamika izvoza.

Mesečni podatki o trgovinski menjavi do marca 2017 kažejo vztrajno rast blagovnega izvoza v države zunaj euroobmočja, kar je sledilo precej dobrim izvoznim rezultatom v zadnjem četrtletju 2016. To je dobro za splošne gospodarske obete, saj na rast izvoza vse bolj vpliva večje povpraševanje iz Evrope in tudi iz preostalih držav. Tako se je v zadnjih treh mesecih močno povečal izvoz na Kitajsko, v ZDA in Rusijo. To je izrazito v nasprotju z dogajanji zadnjih treh let, ko je izvoz podpirala predvsem trgovinska menjava znotraj Evrope (graf 13), ter je posledica vse širšega okrevanja trgovinske menjave po vsem svetu. Ankete in nova izvozna naročila, ki bodo vplivala na drugo četrtletje 2017, kažejo vzdržen zagon izvoza v bližnji prihodnosti. Gledano dolgoročneje, naj bi izvoz naraščal, potem ko bo svetovna trgovinska menjava oživila. Vendar so tveganja za trgovinsko menjavo še naprej velika, predvsem v povezavi s povečanjem protekcionizma, ki lahko zavre svetovno rast.

### Graf 13

#### Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih 3-mesečnih drsečih sredin in prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Podatki se nanašajo na obseg, zadnji podatki so za marec 2017.

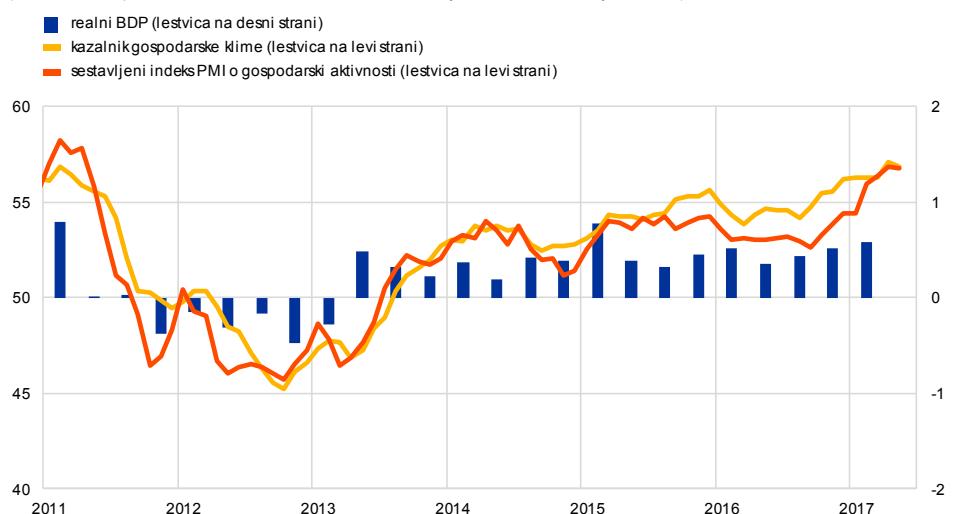
**Novi podatki na splošno kažejo solidno rast v drugem četrtletju 2017.** Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije in sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta se v prvih štirih mesecih leta na splošno izboljšala. V maju sta oba kazalnika dosegala najvišjo vrednost po krizi ali se ji približala, čeprav sta bila v primerjavi z aprilom nekoliko nižja. Rast kazalnikov v prvih dveh mesecih drugega četrtletja 2017 je bila predvsem pokazatelj večjih pričakovanj o prihodnji

proizvodnji in ravni naročil, oba kazalnika pa trenutno presegata povprečno dolgoročno vrednost (glej graf 14).

#### Graf 14

Realni BDP, sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti in kazalnik gospodarske klime v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih, normalizirana ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeksi)



Viri: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2017 pri realnem BDP ter na maj 2017 pri kazalniku gospodarske klime in pri PMI.

**Sedanja gospodarska rast v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevala ob podpori ukrepov denarne politike ECB, ki se prenašajo v realno gospodarstvo.**

Pričakovati je, da bodo domače povpraševanje podpirali številni ugodni dejavniki.

Zelo ugodni pogoji financiranja in nizke obrestne mere še naprej spodbujajo okrevanje investicij v kontekstu naraščanja dobičkov in manjših potreb po razdolževanju. Rast zasebne potrošnje bi se morala okrepliti ob nadalnjem izboljšanju razmer na trgu dela, deloma tudi zaradi preteklih reform na trgu dela. Izvoz bo spodbudilo ciklično okrevanje zunaj euroobmočja, ki naj bi se še okreplilo. Vendar bosta gospodarsko rast v euroobmočju verjetno zavirala počasno izvajanje strukturnih reform in preostalo prilagajanje bilanc v številnih sektorjih, ne glede na nadaljnje izboljševanje razmer.

#### Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov

Eurosistema za euroobmočje bo letna rast BDP v letu 2017 znašala 1,9%, v letu 2018 1,8% in v letu 2019 1,7% (glej graf 15). V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP popravljena navzgor. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so približno uravnotežena. S sedanjim pozitivnim cikličnim zagonom se po eni strani povečujejo možnosti, da bo gospodarska rast večja od pričakovane. Po drugi strani še vedno obstajajo tveganja nižje rasti, povezana s pretežno globalnimi dejavniki (glej okvir z naslovom »Gibanja svetovnih tveganj v nedavnem obdobju« v tej izdaji Ekonomskega biltena).

### Graf 15

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

(četrtrletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junijiške makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 8. junija 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

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

## 4

## Cene in stroški

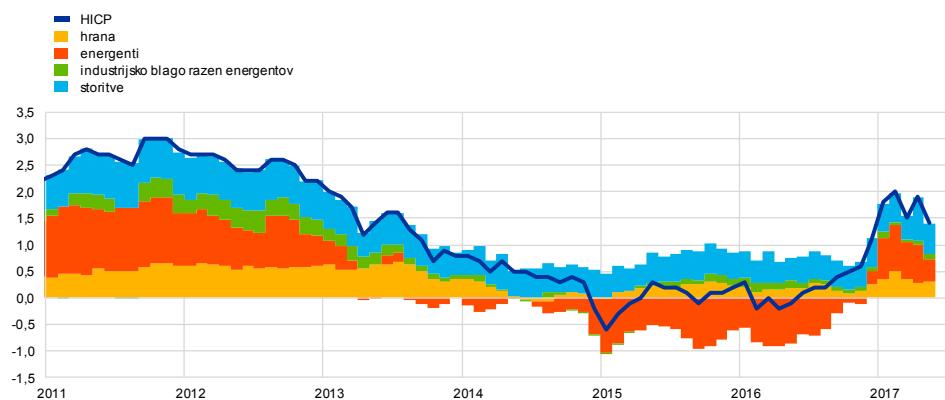
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2017 znašala 1,4%, v primerjavi z 1,9% aprila. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo glede na sedanje terminske cene nafte skupna inflacija v prihodnjih mesecih najverjetneje nihala okoli sedanjih ravni. Če odmislimo nedavno volatilnost, osnovna inflacija še ne kaže prepričljivih znakov naraščanja in se bo v srednjeročnem obdobju predvidoma zviševala zgorj postopno. Makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2017 pripravili strokovnjaki Eurosistema, kažejo, da bo medletna rast inflacije v letu 2017 znašala 1,5%, v letu 2018 1,3%, v letu 2019 pa 1,6%.

**Maja je skupna inflacija upadla.** Zaradi nedavnih gibanj cen nafte in datumna velike noči je bila skupna inflacija v zadnjih mesecih zelo volatilna. Po Eurostatovi prvi oceni je maja 2017 znašala 1,4%, potem ko je aprila dosegla 1,9% in marca 1,5%. Majsko znižanje je bilo pričakovano predvsem iz dveh razlogov. Prvič, rast cen storitev je strmo upadla, s čimer je izvenelo močno povečanje v aprilu, in sicer zaradi vpliva, ki ga je imel datum velike noči v letu 2017 v primerjavi z letom 2016 na medletno spremembo cen. Drugič, rast cen energentov se je zmanjšala zaradi navzdol delujočih baznih učinkov, povezanih s skokovitim zvišanjem cen nafte leto prej, in zaradi pritiskov na znižanje inflacije, ki izvirajo iz padca cen nafte v zadnjih mesecih.

### Graf 16

#### Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

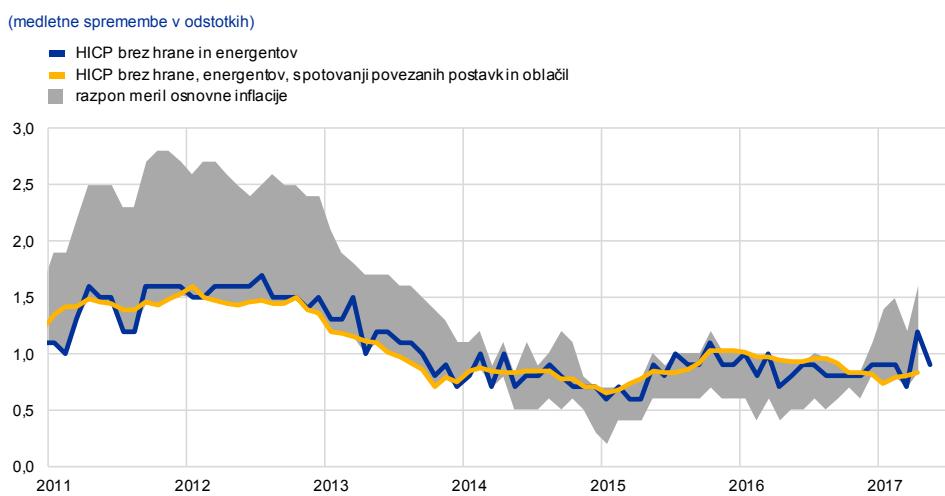
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2017 (prva ocena).

**Osnovna inflacija še ne kaže izrazitih znakov popravka navzgor.** Nekatera merila osnovne inflacije so bila v zadnjih mesecih popačena zaradi začasnih dejavnikov, denimo datumna velike noči in vpliva nedavnih nihanj cen nafte na storitvene komponente, povezane s potovanji (zlasti na počitnice v paketu). Glede na to je po Eurostatovi prvi oceni za maj inflacija brez hrane in energentov znašala 0,9%, v primerjavi z 1,2% aprila in 0,7% marca, medtem ko je inflacija brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavk in oblačil aprila ostala približno stabilna. Sedanja umirjena osnovna inflacija lahko deloma odraža zapoznele zaviralne

posredne učinke, ki izhajajo iz preteklih nizkih cen nafte, toda – kar je bolj bistveno – tudi nadaljnje šibke domače stroškovne pritiske. Ker je gibanje osnovne inflacije tesneje povezano s srednjeročnimi inflacijskimi trendi, so za vzdržno približevanje skupne inflacije ciljni ravni bistveni prepričljivi znaki popravka navzgor.

### Graf 17

#### Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

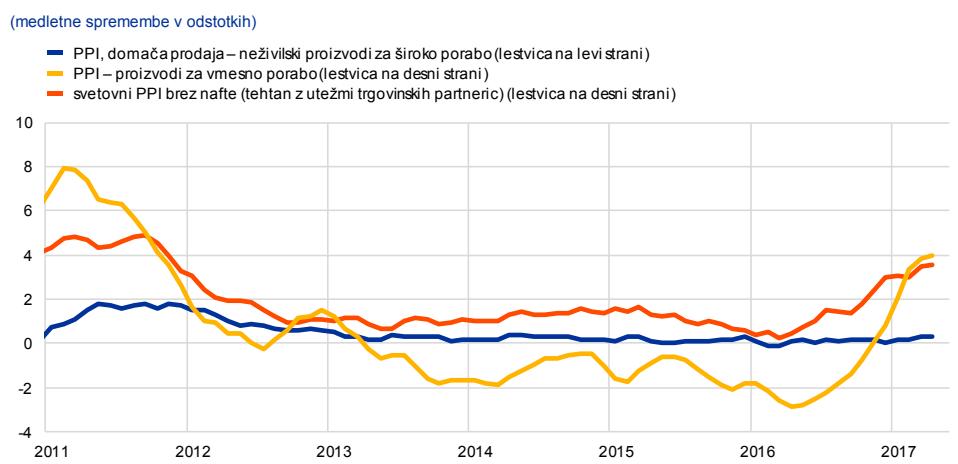
Opombe: Med merili osnovne inflacije so: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavki in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela. Zadnji podatki so za maj 2017 pri inflaciji brez hrane in energentov (prva ocena) in za april 2017 pri vseh drugih merilih.

**V zgodnjih fazah proizvodne in cenovne verige se kopijočjo pritiski iz proizvodne verige.** Prenos močnega zvišanja proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo na proizvajalčeve cene neživilskih proizvodov za široko porabo se še vedno zdi šibek (glej graf 18). Zaradi močnega odboja svetovne rasti proizvajalčevih cen industrijskih proizvodov brez energentov, ki se je začel sredi leta 2016, se medletna rast proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v euroobmočju še naprej krepi, saj se je z najnižje vrednosti iz aprila 2016 ( $-2,9\%$ ) povečala in aprila 2017 dosegla 4-odstotno raven. Na podlagi zgodovinske dinamike bi vztrajno izboljševanje cen proizvodov za vmesno porabo že nakazovalo določeno okrevanje rasti cen neživilskih proizvodov za široko porabo.<sup>2</sup> Toda medletna rast proizvajalčevih cen proizvodov za široko porabo brez hrane ostaja umirjena ter je marca in aprila 2017 znašala 0,3% kljub zvišanju cen proizvodov za vmesno porabo in dodatnemu zvišanju uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo, ki so se povečale z 0,1% januarja na 1,1% aprila. Eden od možnih razlogov za šibko inflacijo v indeksu cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (PPI) kljub vse večjim cenovnim pritiskom v zgodnejših fazah proizvodne in cenovne verige je zniževanje marž.

<sup>2</sup> Glej tudi razpravo v okviru z naslovom »What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2017.

### Graf 18

Cene proizvodov pri svetovnih in domačih proizvajalcih ter proizvajalčeve cene proizvodov za vmesno porabo



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2017.

**Rast plač v euroobmočju ostaja nizka.** Tako medletna rast sredstev za zaposlene kot tudi rast sredstev na opravljeno delovno uro sta se proti koncu leta 2016 nekoliko povečali. Najnovejše informacije o medletni rasti dogovorjenih plač v euroobmočju (1,4% v prvem četrletju, kar je rahlo manj kot v zadnjem četrletju 2016, ko je znašala 1,5%) ne kažejo na dodatne pritiske na rast na začetku leta 2017. V primerjavi z zgodovinskim povprečjem ostaja skupna rast plač nizka. To je mogoče pripisati tako neizkoriščenemu potencialu na trgu dela – ki je po širših merilih neizkoriščnosti delovne sile še vedno precejšen<sup>3</sup> kot tudi nizki inflaciji, šibki rasti produktivnosti in sedanjim učinkom reform na trgu dela, ki so jih med finančno krizo izvedle nekatere države.

**Tržna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so se nekoliko znižala, medtem ko so anketna merila ostala stabilna.** Tržna merila so se znižala pri vseh ročnostih (glej graf 19). Petletna terminska stopnja inflacije čez pet let je 7. junija 2017 znašala 1,57%, kar je nekoliko manj od stopnje, zabeležene konec aprila. Nasprotno pa so anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj za euroobmočje iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrletje 2017 ostala nespremenjena na ravni 1,8%.

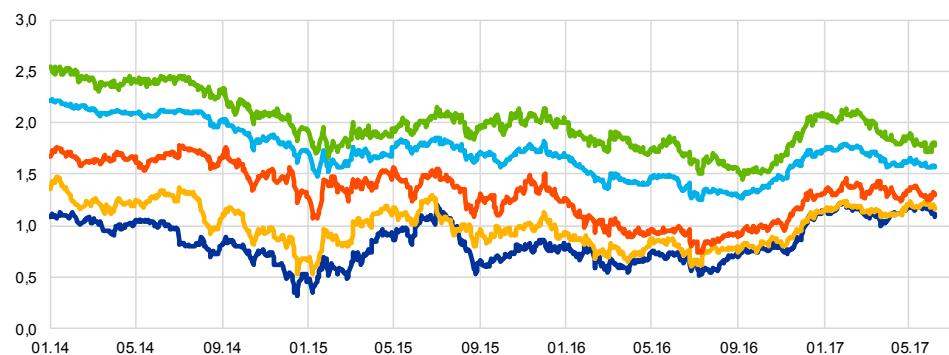
<sup>3</sup> Glej okvir z naslovom »Assessing labour market slack«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2017.

## 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.

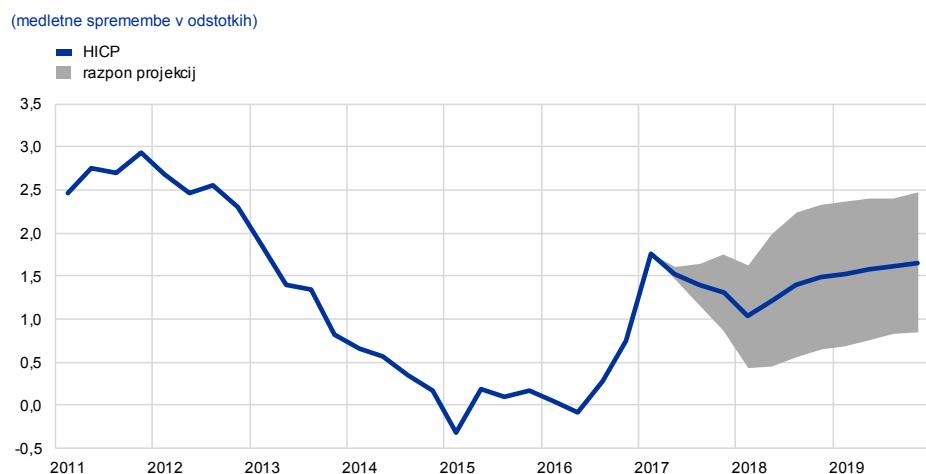
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. junij 2017.

**Kar zadeva prihodnje obdobje, bo rast inflacije v euroobmočju predvidoma nekoliko nižja, kot je bilo sprva pričakovano.** Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi maja, ko so strokovnjaki Eurosistema pripravili junajske makroekonomske projekcije za euroobmočje, se bo inflacija zvišala z 0,2% v letu 2016 na 1,5% v letu 2017, na 1,3% v letu 2018 in na 1,6% v letu 2019 (glej graf 20).<sup>4</sup> Dinamika skupne inflacije v obliki črke V v obdobju projekcij je predvsem posledica močnega pozitivnega prispevka rasti cen energentov v letu 2017, ki se bo leta 2018 znatno zmanjšala. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede skupne inflacije popravljeni navzdol, in sicer za 0,3 odstotne točke za leti 2017 in 2018 ter za 0,1 odstotne točke za leto 2019. Popravek navzdol odraža predvsem nižje cene nafte.

<sup>4</sup> Glej članek z naslovom »Junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 8. junija 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

## Graf 20

### Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 8. junija 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

**Po pričakovanjih se bo inflacija brez emergentov in hrane v srednjeročnem obdobju zviševala le postopno.** Inflacija brez emergentov in hrane se bo predvidoma zvišala z 0,9% v letu 2016 na 1,1% v letu 2017 ter na 1,4 % oziroma 1,7% v letih 2018 in 2019. Eden od glavnih dejavnikov, ki prispeva k postopni krepitvi, je predvideno zvišanje plač in stroškov dela na enoto proizvoda, ko se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo in utrdilo. K oživitvi rasti sredstev za zaposlene ter – ob skromnejšem okrevanju produktivnosti – k rasti stroškov dela na enoto proizvoda naj bi prispevala vse manjši neizkoriščen potencial na trgu dela ter postopno presikanje kriznih dejavnikov, ki so v zadnjih nekaj letih zavirali rast plač. K navzgor usmerjenim stroškovnim pritiskom naj bi posredno nekoliko prispeval tudi odboj cen nafte od začetka leta 2016 preko višjih proizvodnih stroškov in njihovega vpliva na nominalne plače.

## 5

## Denar in krediti

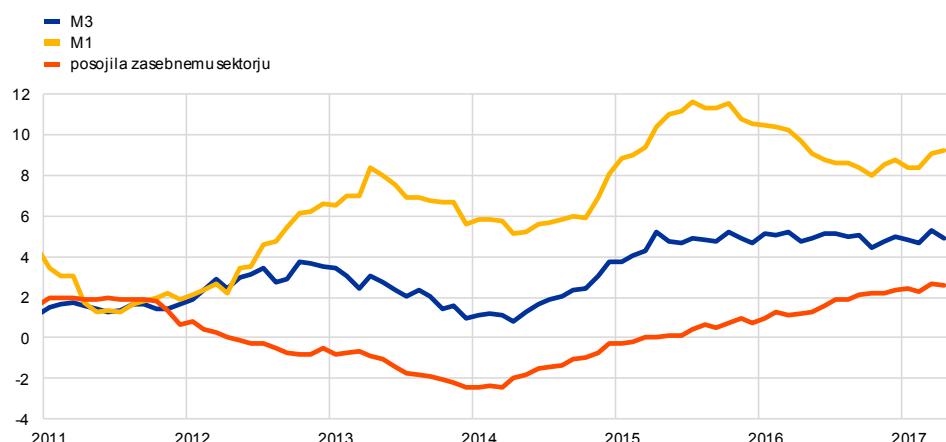
*Rast širokega denarja se še naprej močno povečuje, okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, zabeleženo od začetka leta 2014, pa se nadaljuje. Po ocenah so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v prvem četrtletju 2017 še povečali.*

**Rast širokega denarja je ostala v prvem četrtletju 2017 in aprila močna ter je ohranila tempo, ki je bil zabeležen od sredine leta 2015.** Medletna stopnja rasti agregata M3 je aprila znašala 4,9% (glej graf 21). Rast denarja so še naprej spodbujali nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer ter ukrepi denarne politike ECB. Medletno rast agregata M3 so enako kot v preteklih mesecih poganjale predvsem najlikvidnejše komponente, saj se je denarni agregat M1 aprila na medletni ravni povečal za 9,2% (z 8,8% decembra 2016).

**Graf 21**

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

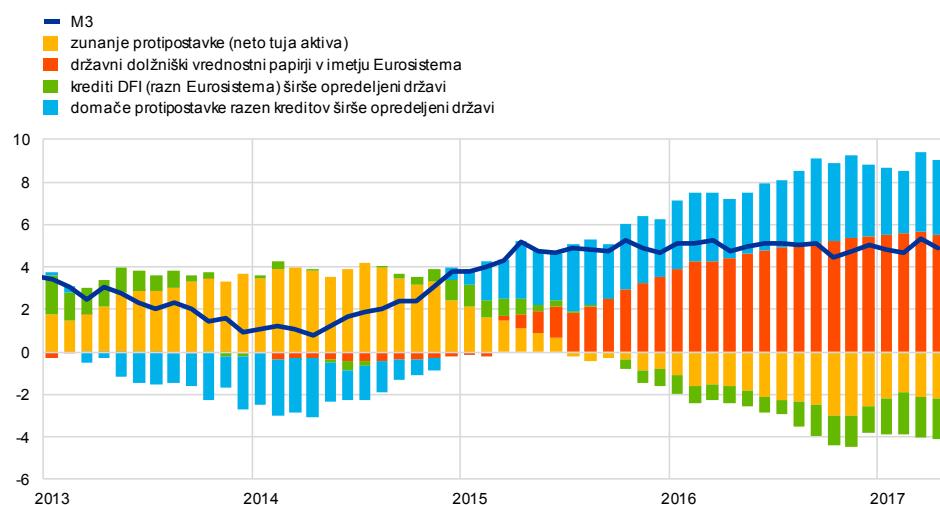
Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Najnovejši podatki so za april 2017.

**Vloge čez noč so ostale glavni dejavnik rasti denarnega agregata M3.** Medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb je v prvem četrtletju 2017 in aprila 2017 ostala visoka in je znašala 11,4% oziroma 10,6%. Volatilna medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju finančnih posrednikov (razen denarnih finančnih institucij) se je marca in aprila povečala. Medletna stopnja rasti gotovine v obtoku se je rahlo okrepila, vendar to ne kaže na dejstvo, da bi bil nedenarni sektor v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer naklonjen zamenjavi vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so v prvem četrtletju in aprila še naprej negativno vplivale na agregat M3. Stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), majhne komponente M3, je bila v prvem četrtletju 2017 visoka, zlasti zaradi solidne rasti točk/delnic skladov denarnega trga, aprila pa se je umirila.

**Z vidika protipostavk M3 so glavno gonilo rasti širokega denarja ostali domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 22).** K rasti denarnega agregata M3 so med drugim prispevali Eurosistemu nakupi državnih dolžniških vrednostnih papirjev (glej rdeči del stolpcev v grafu 22), in sicer predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Rast denarnega agregata M3 so poleg kreditiranja širše države še naprej podpirale tudi druge domače protipostavke (glej modri del stolpcev v grafu 22). K rasti sta prispevala nadaljnje okrevanje kreditiranja zasebnega sektorja in vztrajno krčenje dolgoročnih finančnih obveznosti denarnih finančnih institucij (DFI). Dolgoročnejše finančne obveznosti (razen kapitala in rezerv), katerih medletna stopnja rasti je od drugega četrtletja 2012 negativna, so se v prvem četrtletju 2017 in aprila še zmanjšale. Negativna medletna stopnja rasti je bila deloma posledica ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), ki so najbrž nadomestile dolgoročnejše tržno financiranje bank ter zmanjšale privlačnost imetja dolgoročnih vlog in bančnih obveznic med vlagatelji. Hkrati so prodaje državnih obveznic s strani DFI euroobmočja (razen Eurosistema) prispevale k negativni medletni rasti kreditov DFI (razen Eurosistema) širše opredeljeni državi in tako zavirale rast agregata M3 (glej zeleni del stolpcev v grafu 22).

**Graf 22**  
M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

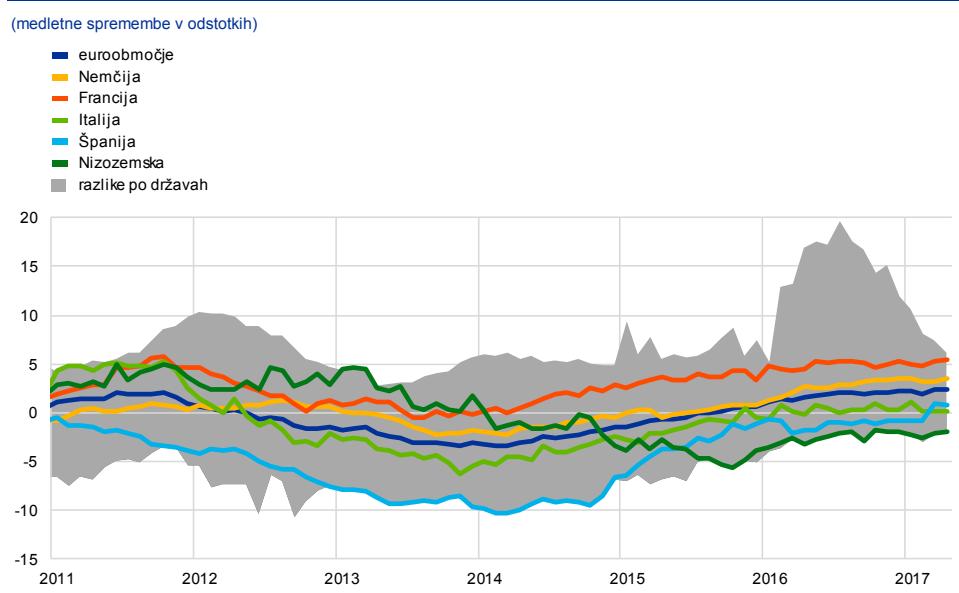
Opomba: Najnovejši podatki so za april 2017.

**Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij je še naprej zavirala medletno rast agregata M3.** V prvem četrtletju 2017 in aprila je zabeležila majhen negativen mesečni odliv. To je še bolj zavirlo medletno rast M3 (glej rumeni del stolpcev v grafu 22). To je bilo posledica nadaljnega odliva kapitala iz euroobmočja. Prodaja državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov, povezana s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, naj bi bila eden od dejavnikov, ki so spodbujali takšna gibanja (glej tudi okvir z naslovom »Kateri sektorji so prodajali državne vrednostne papirje, ki jih je kupoval Euroistem?«).

**Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, zabeleženo od začetka leta 2014, se nadaljuje.** V prvem četrletju 2017 in aprila se je medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju povečala (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) (glej graf 21). Medletna stopnja rasti posojil DFI se je v posameznih sektorjih še povisala in je aprila znašala 2,4% (glej graf 23). Rast posojil nefinančnim družbam je precej okrevala z najniže ravni iz prvega četrletja 2014. To je bilo zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še vedno negativne. V prvem četrletju 2017 se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom povisala na 2,4% in je ostala aprila nespremenjena (glej graf 24). K temu sta prispevala 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. Banke so dosegle napredek tudi na področju konsolidacije svojih bilanc, čeprav je stopnja slabih posojil v nekaterih državah ostala še naprej visoka in bi lahko ovirala bančno posojanje.

### Graf 23

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



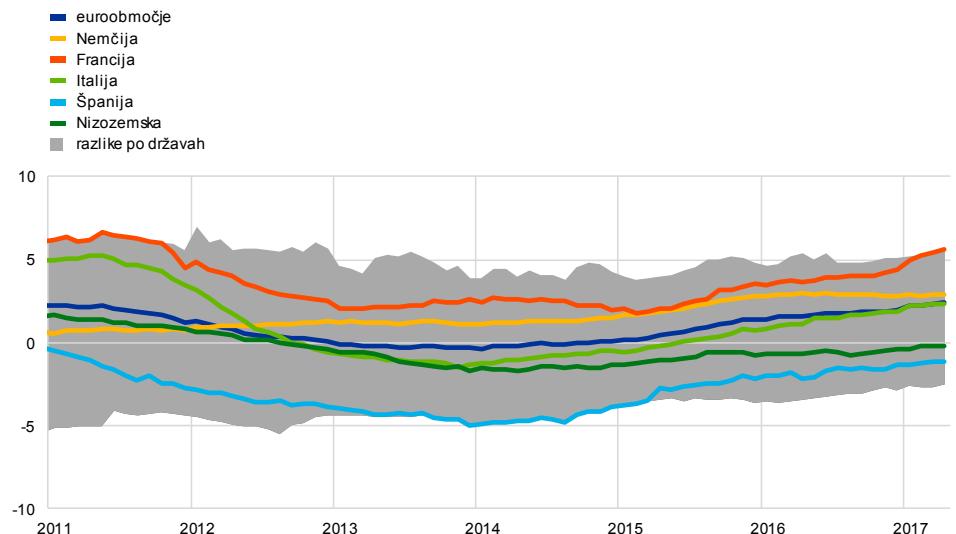
Vir: ECB.

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. Najnovejši podatki so za april 2017.

### Graf 24

#### Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

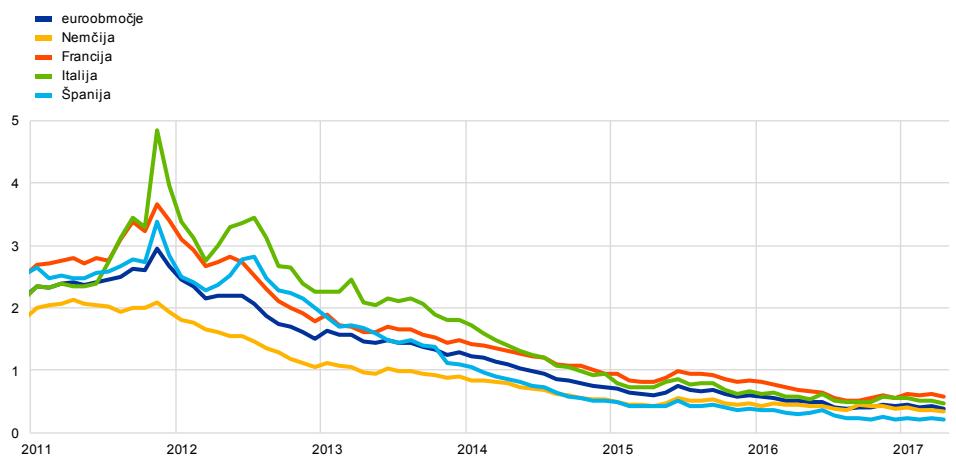
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2017.

**Pogoji financiranja za banke so še naprej ugodni.** Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so se v prvem četrtletju 2017 in aprila rahlo zmanjšali (glej graf 25). To je bilo posledica zmanjšanja donosnosti bančnih obveznic, stroški vlog pa so ostali stabilni. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank ostajajo na rekordno nizkih ravneh. K ugodnim razmeram so na splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih.

### Graf 25

#### Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

(skupni stroški financiranja z vlogami in financiranja nezavarovanega tržno osnovanega dolga; v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Najnovejši podatki so za april 2017.

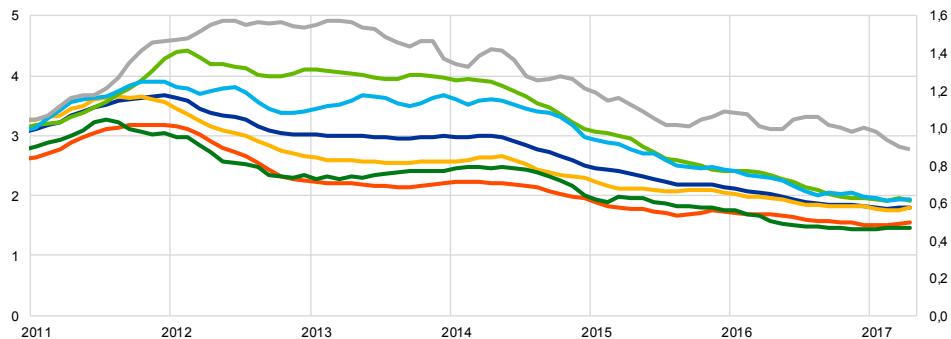
**Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so se nekoliko zvišale, vendar so bile v prvem četrtletju 2017 in aprila še naprej zelo nizke (glej grafa 26 in 27).** Obrestne mere za posojila, ki se zmanjšujejo že od začetka leta 2014, so se na začetku leta 2017 ustalile in od tedaj ostajajo blizu najnižjih vrednosti. Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam so se v prvem četrtletju 2017 rahlo zvišale in so aprila ostale večinoma stabilne. Hkrati so se nekoliko povečale tudi skupne obrestne mere bank za stanovanjska posojila gospodinjstvom. Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih razmer junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere, kar kaže boljšo transmisijo ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. K znižanju skupnih posojilnih obrestnih mer je prispevalo zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Od maja 2014 do aprila 2017 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 112 bazičnih točk, gospodinjstvom pa za okoli 104 bazične točke. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v ranljivih državah, kar je prispevalo k zmanjšanju prejšnje asimetrije v transmisiji ukrepov denarne politike med državami. V istem obdobju se je v euroobmočju precej zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR), ki je aprila 2017 padel na novo najnižjo raven. To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja (MSP) kakor velika.

### Graf 26

#### 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)



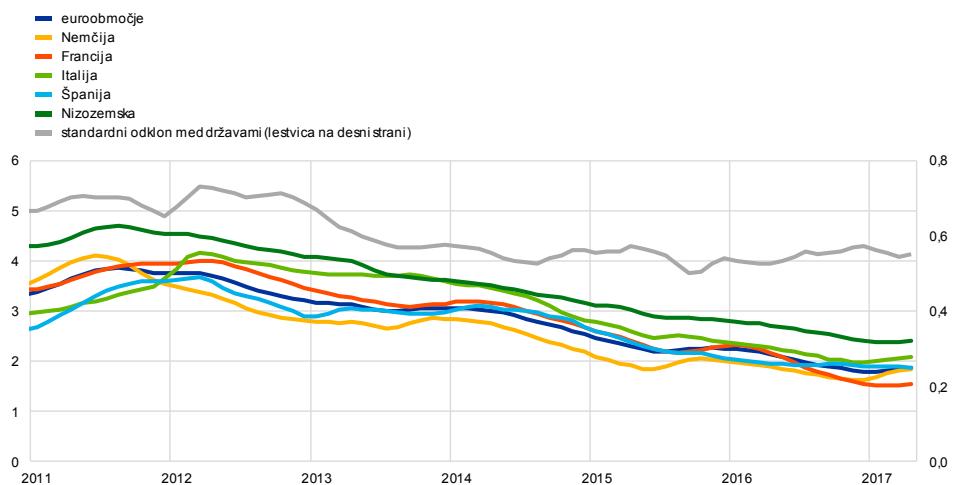
Vir: ECB.

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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2017.

## Graf 27

### Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2017.

**Po ocenah so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja v prvem četrtletju 2017 še povečali.** Povečanje je posledica vztrajnega izboljševanja posoilne dinamike bank in močnega izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. Zunanje financiranje nefinančnih družb je zdaj doseglo ravni iz začetka leta 2005 (tik pred začetkom obdobja pretirane rasti kreditov). Čeprav podatki iz sektorskih računov kažejo, da se je neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb v zadnjem četrtletju 2016 izrazito povečalo, je bilo to posledica zaključka ene same velike združitve. Brez navedene združitve bi bilo neto izdajanje v obravnavanem četrtletju negativno zaradi precejšnjega obsega odkupov delnic. Tudi posojila nedenarnih sektorjev nefinančnim družbam so v zadnjem četrtletju 2016 zabeležila že drugo zaporedno izrazito četrtletno neto odplačilo, kar je posledica prenehanja poslovanja enega od velikih subjektov s posebnim namenom in nadaljnjih odplačil dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdali drugi. K okrevanju zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so od začetka leta 2014 na splošno prispevali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov dolžniškega financiranja, ublažitev bančnih posoilnih pogojev ter veliko število prevzemov in združitev. Hkrati so se zaradi rekordno visokih denarnih imetij nefinančnih družb (ki se še povečujejo) zmanjšale potrebe po zunanjem financiranju.

**Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je aprila in maja 2017 umirjalo, potem ko je marca ostajalo močno.** Še naprej so ga med drugim spodbujali nakupi podjetniških obveznic s strani ECB. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb je bilo v prvih mesecih 2017 skromno.

**Stroški financiranja za nefinančne družbe so še naprej zelo ugodni.** Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe so se v zadnjih dveh mesecih po ocenah v povprečju nekoliko povečali in so maja 2017 znašali 15

bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz julija 2016. Novejše povečanje skupnih stroškov financiranja je mogoče pojasniti z rahlim zvišanjem stroškov lastniških vrednostnih papirjev, kar je posledica višjih premij za tveganje. Stroški dolžniškega financiranja so bili na splošno praktično nespremenjeni na najnižjih ravneh iz avgusta 2016.

**Rezultati zadnje ankete o dostopu podjetij do financiranja v euroobmočju od oktobra 2016 do marca 2017 kažejo, da se je razpoložljivost zunanjih virov financiranja za MSP še naprej izboljševala.** Prvič od začetka izvajanja ankete so MSP poročala, da splošno gospodarsko okolje spodbuja razpoložljivost zunanjih virov financiranja. Dostop do financiranja je zanje najmanjša težava, čeprav razlike med državami ostajajo velike. MSP v euroobmočju so na splošno poročala o izboljšanju na področju prihodkov od prodaje in zadolženosti ter o stabilnem dobičku in naraščanju stroškov dela in drugih stroškov.

## 6

## Javnofinančna gibanja

*Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij (2017–2019) še naprej zmanjševal, in sicer zlasti zaradi izboljševanja cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila v obdobju 2017–2019 večinoma nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo še naprej zmanjševal, čeprav je še vedno velik. V močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati.*

**Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij še zmanjšal.** Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah<sup>5</sup> napovedujejo zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 1,5% BDP v letu 2016 na 1,0% BDP v letu 2019 (glej tabelo). K izboljševanju javnofinančnih obetov, ki se od letošnjih marčnih projekcij večinoma niso spremenili, prispevajo predvsem ugodne ciklične razmere in zniževanje plačil obresti, medtem ko naj bi bili strukturni ukrepi fiskalne politike omejeni. Projekcije so za veliko večino držav euroobmočja manj optimistične od tistih, predstavljenih v letošnjih dopolnitvah programov stabilnosti, in sicer zlasti zato, ker se nanašajo na obdobje proti koncu obdobja projekcij. Ta razlika je med drugim posledica tega, da omenjeni dopolnjeni programi stabilnosti vključujejo fiskalne ukrepe, ki še niso niti sprejeti niti niso dovolj natančno opredeljeni, da bi bili upoštevani v projekcijah.

**Tabela**

Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>a. Skupaj prihodki</b>	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
<b>b. Skupaj odhodki</b>	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
<b>od tega:</b>						
<b>c. Odhodki za obresti</b>	2,7	2,4	202	2,0	1,9	1,9
<b>d. Primarni odhodki (b – c)</b>	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
<b>Proračunski saldo (a – b)</b>	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
<b>Primarni proračunski saldo (a – d)</b>	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
<b>Ciklično prilagojeni proračunski saldo</b>	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
<b>Strukturni primarni saldo</b>	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
<b>Bruto dolg</b>	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
<b>Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)</b>	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

Vir: Eurostat, ECB in juniske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno. Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

<sup>5</sup> Glej juniske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

## **Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila v obdobju 2017–2019**

**po napovedih večinoma nevtralna.**<sup>6</sup> Stabilni obeti glede strukturnega primarnega salda se od letošnjih marčnih projekcij skoraj niso spremenili. Na strani prihodkov je majhno znižanje neposrednih davkov v nekaterih državah izravnano z drugimi dejavniki na strani prihodkov (ki so predvsem posledica spremenjenega statističnega evidentiranja iztržka od prodaje licenc za mobilno telefonijo UMTS). Na strani odhodkov naj bi bila rast državnih investicij in plačil za socialne transferje rahlo višja od nominalne rasti BDP.

## **Javni dolg v euroobmočju naj bi se s sedanje visoke ravni še naprej zmanjševal.**

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil najvišji leta 2014, naj bi se po napovedih dodatno zmanjšal z 89,2% BDP v letu 2016 na 84,7% BDP do konca leta 2019. Predvideno zmanjšanje javnega dolga podpirajo predvsem ugodna gibanja na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi ugodnih makroekonomskeh obetov in nizkih obrestnih mer. K zmanjšanju deleža javnega dolga v BDP bo prispeval pričakovani primarni presežek, medtem ko naj bi prilagoditev med primanjkljajem in dolgom nekoliko vplivala na povečanje dolga. V primerjavi z marčnimi projekcijami se pričakuje, da se skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP večinoma ne bo spremenil, pri čemer naj bi bili obeti ob koncu obdobja projekcij malenkostno boljši. V večini držav euroobmočja naj bi se delež javnega dolga v BDP zmanjšal, v nekaterih državah pa povečal.

## **Države morajo nadaljevati javnofinančna prizadevanja ob celovitem**

**izpolnjevanju Pakta za stabilnost in rast.** Zlasti v močno zadolženih državah so nujna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati. Te države so zaradi velike zadolženosti ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali zvišanju obrestnih mer še posebno ranljive. Evropska komisija je 16. maja 2017 objavila predlog letnih priporočil posameznim državam, s katerimi je določila smernice glede ekonomske in javnofinančne politike držav članic EU in ki jih bo na koncu odobril Svet. Ocena priporočil posameznim državam glede javnofinančne politike je v okviru z naslovom »Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2017« v tej številki Ekonomskega biltena.

## **V zvezi z okvirom EU za javnofinančno upravljanje je potreben nadaljnji napredok.**

Fiskalni dogovor bi tako moral, če je v celoti prenesen v nacionalno zakonodajo in se izvaja, okrepitev javnofinančno disciplino in povečati odgovornost za okvir javnofinančnega upravljanja na nacionalni ravni. Vendar pa je, kot je omenjeno v okviru z naslovom »Fiskalni dogovor: ocena Komisije in pot naprej«, videti, da je bil fiskalni dogovor v nekaterih državah le delno prenesen v nacionalno zakonodajo. Gledano dolgoročneje je Evropska komisija prispevala k razpravi o prihodnosti Evrope z razmislekom o poglobitvi ekonomske in monetarne unije, ki je bil objavljen

<sup>6</sup> Naravnost fiskalne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov fiskalne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Meri se kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je državna pomoč finančnemu sektorju. Koncept naravnosti fiskalne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

31. maja 2017 in med drugim vključuje predloge o tem, kako napredovati v smeri fiskalne unije.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Glej »Razmislek o poglobitvi ekonomske in monetarne unije«.

# Okvirji

## 1

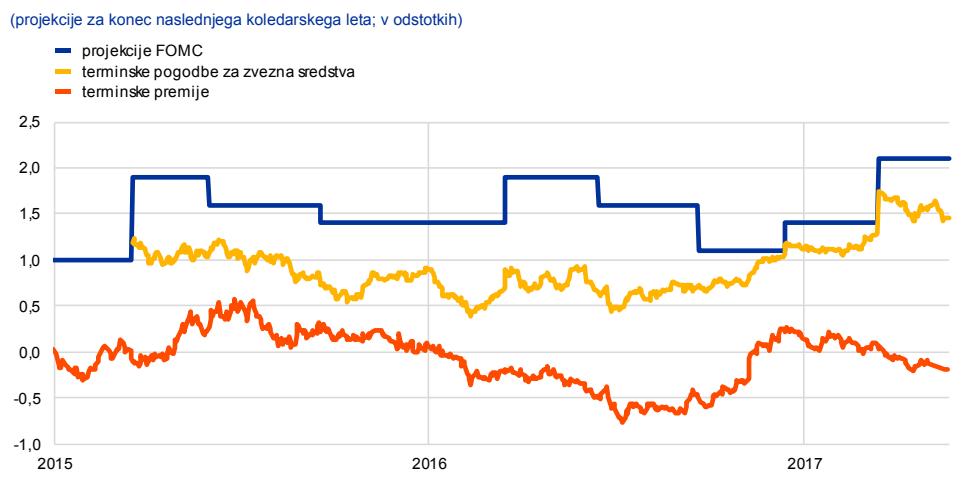
### Gibanja svetovnih tveganj v nedavnem obdobju

V tem okvirju je predstavljena kvalitativna ocena razvoja ključnih svetovnih tveganj od prvih mesecev leta 2016 dalje.

**Tveganja nenadne spremembe svetovnih pogojev financiranja so se zmanjšala, vendar niso izginila.** Vse od obdobja pričakovanega zvišanja ključnih obrestnih mer ZDA v letu 2013 (t. i. »*taper tantrum*«), ko so se pričakovanja glede ameriške denarne politike nenadoma spremenila, se zdi, da je ameriška centralna banka s kombinacijo previdnega obveščanja javnosti in zelo postopnega zaostrovanja denarne politike nekoliko ublažila tveganja. Predvsem se je zmanjšal razkorak med tržnimi pričakovanji in projekcijami zveznega odbora za odprt trg (FOMC) glede obrestnih mer (glej graf A), kar nakazuje, da se je verjetnost presenečenj na področju denarne politike zmanjšala. Vseeno je negotovost glede cikla zaostrovanja ameriške denarne politike še vedno prisotna, dolgoročne obrestne mere pa kljub skromnemu odboju terminskih premij od sredine leta 2016 dalje ostajajo zelo nizke.

#### Graf A

##### Obrestne mere za zvezna sredstva ZDA v primerjavi s projekcijami FOMC



Vir: Izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Bloomberga in ameriške centralne banke.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na 23. maj 2017 za terminske pogodbe za zvezna sredstva in na 15. marec 2017 za projekcije FOMC. Terminska premija je ocena centralne banke Federal Reserve Bank of New York na podlagi donosnosti desetletnih zakladnih zapisov.

**Po drugi strani se zdi, da so glavna nastajajoča tržna gospodarstva bolje kot lani pripravljena, da prevedrijo zaostritev pogojev zunanjega financiranja.** V zadnjih letih so se ranljivosti in zunanja neravnovesja v več nastajajočih tržnih gospodarstvih ublažila, saj realne obrestne mere naraščajo, inflacija se znižuje, kreditna rast upočasnuje, neravnovesja na tekočem računu pa se zmanjšujejo. Zaradi teh dejavnikov so ta gospodarstva verjetno bolj odporna na neugodne šoke iz zunanjega financiranja. Vseeno nekatera od teh gospodarstev – zlasti tista z velikim

zunanjim dolgom – ostajajo izpostavljena tveganju, da se svetovni pogoji financiranja nenadoma zaostrijo. Možnost nenadnega obrata v razpoloženju na svetovnih finančnih trgih, ki hromi gospodarsko aktivnost na svetovni ravni, predvsem pa v nastajajočih tržnih gospodarstvih, zato še vedno predstavlja tveganje v obetih za svetovno gospodarstvo.

**Zaskrbljenost glede kratkoročnih gibanj na Kitajskem se je zmanjšala, saj država izvaja politike, ki podpirajo gospodarsko rast.** Od sredine leta 2015 so strahovi glede upočasnjevanja gospodarske aktivnosti, odlivanja kapitala in oslabitve renminbjija, ki jih je še dodatno krepila vse večja negotovost glede državnih politik, močno povečevala zaskrbljenost glede gospodarskih obetov za Kitajsko. Z odločnimi ukrepi, ki so obsegali obsežne javnofinančne spodbude, vlaganja v infrastrukturo, ohlapnejše pogoje financiranja in strožje kapitalske kontrole, so se ti strahovi nekoliko ublažili. Ti ukrepi, s katerimi je vlada potrdila svojo odločenost, da bo rast vzdrževala blizu ciljne ravni, so morda prispevali k temu, da se je zaskrbljenost glede kratkoročnih obetov zmanjšala. Vseeno so bili ukrepi povezani s precejšnjimi stroški, kot so nadaljnje zvišanje stopnje zadolženosti in še izrazitejše neustrezno razporejanje virov (ker so bile spodbude ponovno usmerjene predvsem na sektor podjetij v državni lasti). Strožje kapitalske kontrole so poleg tega dodatno spodbudile hitro rast na stanovanjskem trgu, saj so bila sredstva usmerjena v domače premoženje.

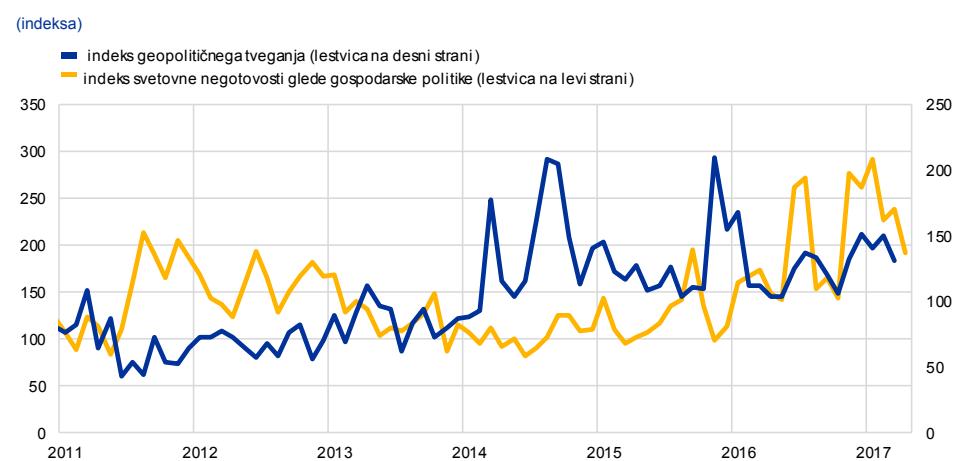
**Negotovost glede politik se je na svetovni ravni povečala, med drugim zaradi strahu, da bodo politike v prihodnje bolj usmerjene v nacionalna gospodarstva, geopolitične napetosti pa so ostale povisane.** Geopolitične napetosti so zadnja leta glavno navzdol usmerjeno tveganje za gospodarsko rast, čeprav sta se njihova intenzivnost in lokacija s časom spremenjali in segali od konflikta na Bližnjem vzhodu ter napetosti s Severno Korejo in v Južnokitajskem morju do političnih napetosti med Turčijo in EU ter njihovega vpliva na tokove beguncev v smeri Evropske unije. Nekatera od teh tveganj so pretežno lokalne ali regionalne narave, druga pa imajo bolj globalno dimenzijo, njihovo verjetnost in morebitne posledice pa je težko oceniti. Indeks geopolitičnih napetosti, ki spremišča pojave vojn, geopolitičnih napetosti in terorističnih napadov, je v obdobju od prvih mesecov leta 2016 do začetka leta 2017 ostal razmeroma stabilen.<sup>8</sup> Poleg tega so se od ameriških predsedniških volitev okrepili pritiski za bolj navznoter usmerjene politike. Na splošno je v zadnjih letih opazen trend povečevanja svetovne negotovosti glede državnih politik (glej graf B).

---

<sup>8</sup> Caldara, Dario in Iacoviello, Matteo, "Measuring Geopolitical Risk", Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016.

## Graf B

### Svetovna negotovost glede gospodarskih politik in merila geopolitične napetosti



Viri: Haver, Federal Reserve Board in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Indeks svetovne negotovosti glede gospodarske politike je z BDP tehtano povprečje za 17 držav. Indeks geopolitičnih tveganj meri pojave vojn, geopolitičnih napetosti in terorističnih napadov. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2017 za geopolitično tveganje in na april 2017 za svetovno negotovost glede gospodarskih politik.

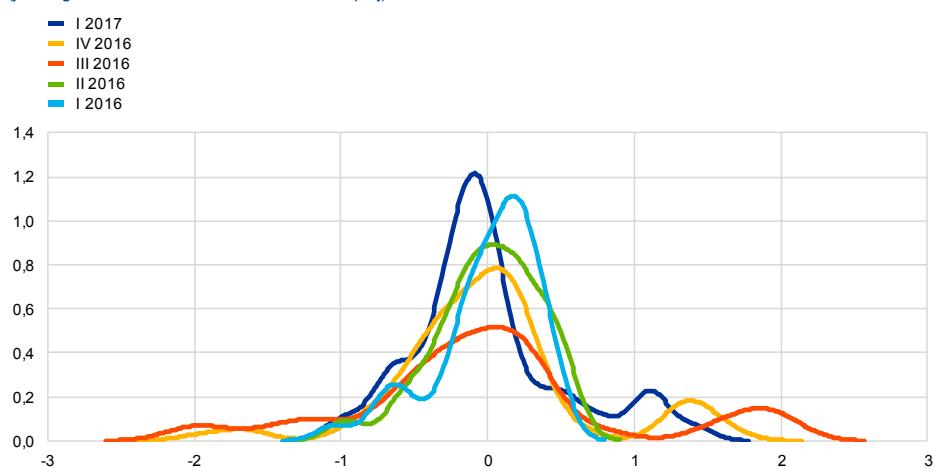
### Srednjoročna tveganja glede neugodnega razpleta brexita so še vedno prisotna.

Neposredni učinki britanskega referenduma o članstvu v EU so bili blažji, kot je bilo sprva pričakovano. Gospodarska aktivnost v Združenem kraljestvu je bila v letu 2016 razmeroma robustna, čeprav se je v prvih mesecih leta nekoliko umirila, saj se je po znižanju tečaja funta povečala inflacija. Razpršenost napovedi, ki jih je zbral Consensus Economics, se je zmanjšala (glej graf C), vseeno pa je ostala večja kot v obdobju pred referendumom. Vseeno srednjoročna tveganja še vedno obstajajo, povezana pa so predvsem z izidom pogajanj o pogojih britanskega izstopa iz EU in prihodnji trgovinski menjavi.

## Graf C

### Razpršitev napovedi gospodarske rasti v Združenem kraljestvu

(jedrna gostota standardizirane rasti eno leto vnaprej)



Viri: Consensus Economics in izračuni strokovnjakov ECB.

**Če povzamemo, je analiza pokazala, da so se obstoječa navzdol usmerjena tveganja za svetovno gospodarsko rast v minulem letu sicer zmanjšala, niso pa izginila. Poleg tega so se pojavila nova tveganja.** Po eni strani se je tveganje neurejenega zaostrovanja svetovnih pogojev financiranja očitno ublažilo, kar je posledica skrbne komunikacije ameriške centralne banke v povezavi z zelo postopnim zaostrovanjem denarne politike in zmanjšanjem ranljivosti v glavnih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Po drugi strani so ukrepi politik v podporo gospodarski aktivnosti sicer ublažili zaskrbljenost glede kratkoročnih obetov na Kitajskem, vseeno pa srednjeročne ranljivosti ostajajo povečane, saj se zadolženost še naprej povečuje. Velike ostajajo tudi geopolitične napetosti. Razen tega so se pojavili novi viri tveganj – predvsem obstaja dokaj velika negotovost glede namen nove ameriške administracije na področju javnofinančne in še zlasti trgovinske politike, ki bi lahko imele velike negativne posledice za svetovno gospodarstvo. Poleg tega je pričakovano postopno okrevanje svetovnega gospodarstva pogojeno z vrsto pomembnih predpostavk o politikah in ostaja močno odvisno od nadaljnje podpore denarne in javnofinančne politike. Gledano v celoti so se nekatera tveganja očitno zmanjšala, vendar ravno vesje tveganj za svetovno gospodarstvo ostaja na strani počasnejše rasti.

## 2

## Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja: izvajanje in učinki

Dne 8. junija 2017 je minilo eno leto od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.<sup>9</sup> Ta program je del Eurosistemovega razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev in je bil uveden z namenom, da se izboljša prenos učinkov Eurosistemovih nakupov vrednostnih papirjev na pogoje financiranja za realno gospodarstvo.

**Nabor primernih obveznic za odkup v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja je namenoma širok, na njegovo sestavo pa vplivajo predvsem vidiki, povezani z denarno politiko in upravljanjem tveganj.**

ECB mora pri uresničevanju svojega cilja, da ohranja stabilnost cen, ravnati po načelu odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer daje prednost učinkovitemu razporejanju virov. Skladno s tem si prizadeva za tržno nevtralno izvajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, zato se nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja izvajajo glede na referenčno vrednost, ki sorazmerno odraža tržno vrednost primernih obveznic.<sup>10</sup>

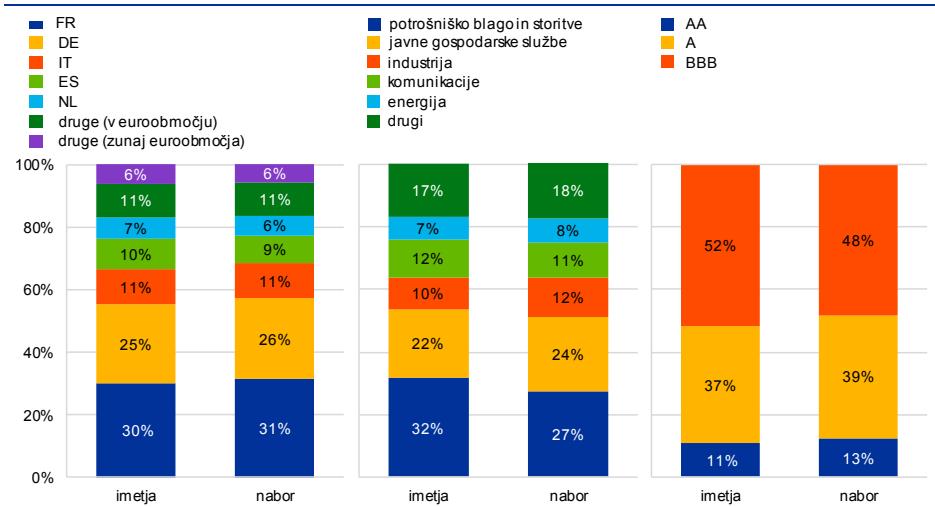
**Sestava imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja na splošno zrcali sestavo nabora primernih obveznic za odkup v tem programu.** Vrednost imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja je 7. junija 2017 znašala 92 milijard EUR, kar predstavlja približno 11% nabora primernih obveznic za odkup v tem programu. Imetja so dobro razpršena in vključujejo okrog 950 vrednostnih papirjev, ki jih je izdalo okrog 200 skupin izdajateljev. Razčlenitev imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja po državah zelo natančno sledi razčlenitvi nabora primernih obveznic za odkup v tem programu (glej graf A). Obenem med imetji v okviru programa in deleži v naboru primernih obveznic za odkup v tem programu ni večjih odstopanj z vidika gospodarskih sektorjev ali bonitetnih skupin. Dvanajst odstotkov imetij v okviru programa je bilo kupljenih po negativni obrestni meri, ki pa je bila višja od obrestne mere za odprtou ponudbo mejnega depozita.

<sup>9</sup> Začetna analiza učinkov programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja je predstavljena v okvirju z naslovom »The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, avgust 2016.

<sup>10</sup> ECB kupuje vrednostne papirje, ki so jih izdale nebančne družbe iz euroobmočja, na primarnem in sekundarnem trgu. Vrednostni papirji so primerni za nakup, če so primerni za zavarovanje terjatev v kreditnih operacijah Eurosistema. Podrobnejše informacije o zasnovi programa in merilih primernosti so predstavljene v Sklepu Evropske centralne banke (EU) 2016/948 z dne 1. junija 2016 o izvajanju programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja (ECB/2016/16) (UL L 157, 15. 6. 2016, str. 28).

## Graf A

Razvrstitev imetij v okviru programa in razvrstitev nabora primernih obveznic za odkup glede na države, sektorje in bonitetne ocene



Vira: ECB in Bloomberg.

Opombe: Uporabljeni so Bloombergova razvrstitev držav glede na tveganje, razvrstitev po sektorjih in najboljša od razpoložljivih bonitetnih ocen (široke kategorije). Porazdelitev temelji na nominalnih vrednostih.

**Da bi se zagotovila učinkovitost denarne politike ter ob tem ohranili enaki konkurenčni pogoji za vse udeležence na trgu in preprečilo neupravičeno izkriviljanje trga, pri naboru primernih obveznic za odkup v okviru programa ni pozitivne ali negativne diskriminacije na podlagi okoljskih ali socialnih meril.**

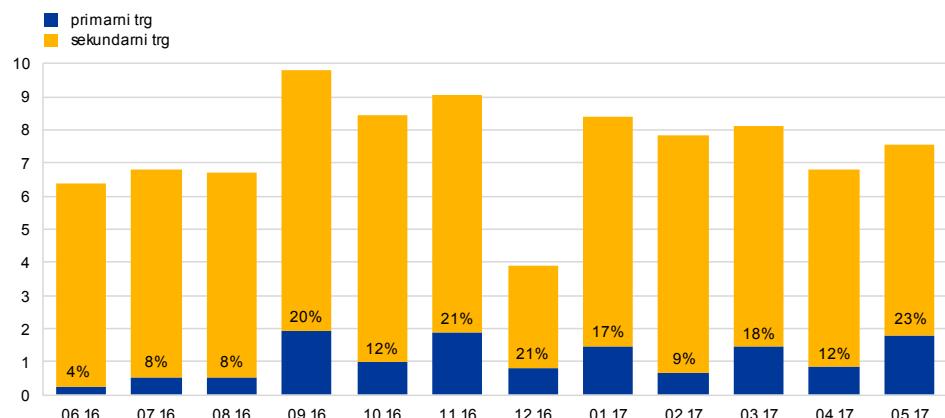
Čeprav se ECB strinja, da sta zavedanje o okoljskih problemih ter etično in družbeno odgovorno ravnanje pomembna za družbo, so za sprejemanje, določanje in spodbujanje ustreznih politik in ukrepov vseeno (v prvi vrsti) odgovorni politični odločevalci. Teh vidikov ni mogoče vključiti v obsežen program nakupa vrednostnih papirjev, ki se izvaja kot začasen ukrep denarne politike v relativno kratkem obdobju. To bi namreč omejilo učinkovitost prispevka programa k izpolnjevanju mandata ECB, da ohranja stabilnost cen. Upoštevati je treba, da so številni vrednostni papirji, ki veljajo za »zelene obveznice«, primerni, da se vključijo v program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, in jih je Eurosistem tudi kupoval. Imetja teh obveznic so večinoma skladna z utežmi v referenčnem naboru.

**Tempo nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja je odvisen o prevladujočih razmer na trgu.** Vrednost mesečnih neto nakupov v obdobju od junija 2016 do vključno maja 2017 se je gibala od slabe 4 milijarde EUR do slabih 10 milijard EUR (glej graf B). Raven nakupov je bila še posebno nizka pred koncem leta, tj. v obdobju, za katerega sta navadno značilna zanemarljiv obseg izdajanja obveznic in majhna likvidnost sekundarnega trga.

## Graf B

### Mesečni neto nakupi v okviru programa na podlagi transakcij

(v milijardah EUR)



Vira: ECB in Bloomberg.

Opomba: Porazdelitev temelji na knjigovodskih vrednostih.

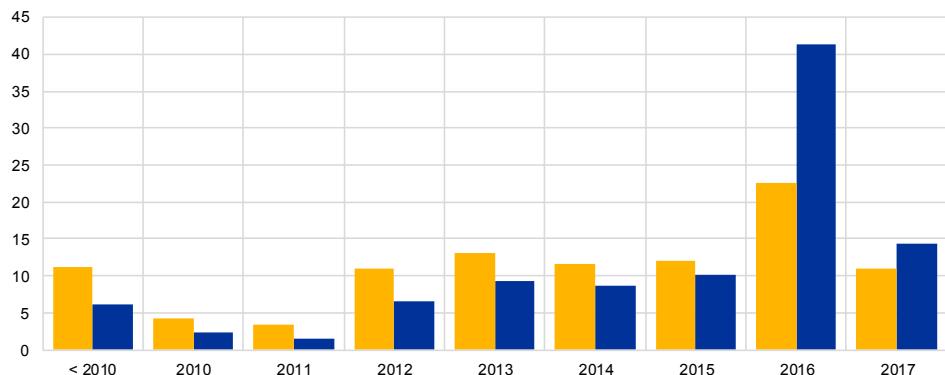
**Nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja se izvajajo na primarnem in sekundarnem trgu. Od začetka programa je bilo 15% imetij v okviru programa kupljenih na primarnem trgu.** Zaradi nakupov na primarnem trgu in boljše likvidnosti novo izdanih obveznic se sestava imetij v okviru programa praviloma nagiba v smeri obveznic, izdanih v zadnjem času. Več kot polovico imetij tako predstavljajo imetja obveznic, izdanih v letih 2016 in 2017 (glej graf C). Povpraševanje vlagateljev po podjetniških obveznicah, primernih za odkup v okviru programa, je bilo v povprečju približno trikrat večje od obsega izdanih obveznic. Z vidika končne dodelitve izdajatelji navadno obravnavajo Eurosistem podobno kot večina drugih vlagateljev.

## Graf C

### Imetja v okviru programa glede na leto izdaje

(v odstotkih)

■ imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja  
■ nabor primernih obveznic za odkup v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja



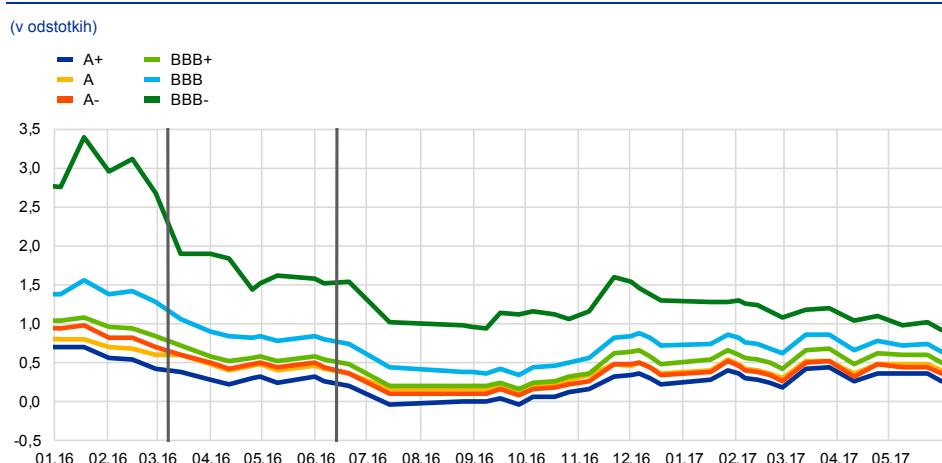
Vira: ECB in Bloomberg.

Opomba: Porazdelitev temelji na nominalnih vrednostih. Podatki za leto 2017 zajemajo nakupe obveznic, opravljene v obdobju od 1. januarja do 7. junija.

**Gibanja na trgu podjetniških obveznic so od napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja v marcu 2016 pozitivna.** Napoved je takrat precej vplivala na oblikovanje cen na sekundarnem trgu podjetniških obveznic.<sup>11</sup> Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju se je v obdobju po napovedi do jeseni 2016 zmanjševala (glej graf D), nato pa se je ob razširitvi ponudbe novih obveznic in ob zvišanju premij za tveganje na svetovni ravni ponovno povečala. Od začetka leta 2017 se je ob razmeroma majhni volatilnosti donosnost na splošno zmanjšala. Likvidnostne razmere na trgu so še vedno večinoma ugodne za nakupe obveznic s strani Eurosistema v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.

#### Graf D

Petletna donosnost primernih obveznic za odkup v okviru programa glede na bonitetno razvrstitev



Vira: ECB in Bloomberg.

Opombe: Uporabljeni so dvotedenski podatki. Navpični črti označujejo napoved programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja 10. marca 2016 in začetek nakupov v okviru programa 8. junija 2016. Petletna donosnost s stalno zapadlostjo temelji na ocenjenih krivuljah donosnosti za portfelje obveznic, primernih za odkup v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, pri čemer je uporabljena najboljša od razpoložljivih bonitetnih ocen.

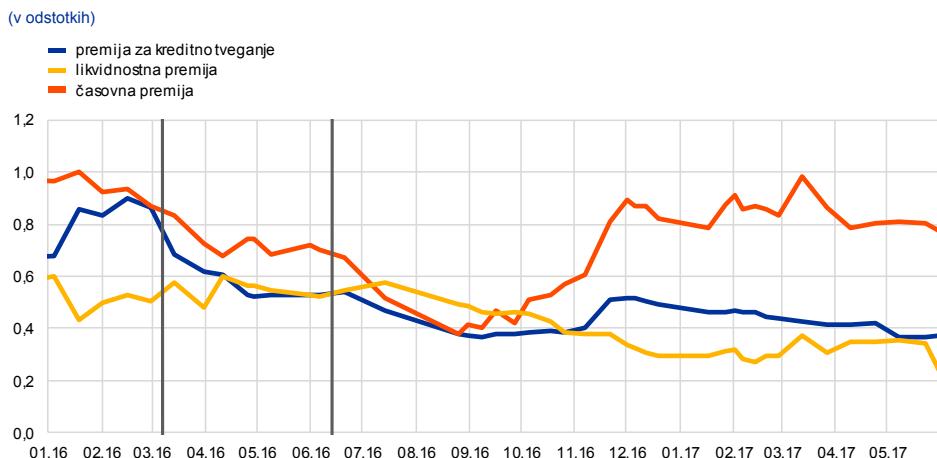
**Premije za tveganje na trgu obveznic, primernih za odkup v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, so se gibale v omejenih okvirov in so bile odporne proti šokom.** Premija za kreditno tveganje se vse od napovedi programa skoraj neprekinjeno znižuje (glej graf E). Kot kažejo povratne informacije udeležencev na trgu, naj bi k temu med drugim prispevalo zanimanje vlagateljev za obveznice podjetij z nižjimi bonitetami. Udeleženci na trgu prav tako opažajo, da zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja vlagatelji uravnotežujejo svoje portfelje v korist bolj tveganih neprimernih vrednostnih papirjev ali zato, da bi prilagodili geografsko porazdelitev in vključili tudi imetja zunaj euroobmočja. Večino leta 2016 se je zniževala tudi časovna premija, ki se je nato v zadnjem četrletju znova zvišala. Po navedbah tržnih udeležencev so nekateri vlagatelji v pričakovanju morebitnega globalnega dviga obrestnih mer vse manj pripravljeni prevzemati izpostavljenost tveganju dolgoročnejših imetij na trgu

<sup>11</sup> Začetna analiza učinkov programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja je predstavljena v okviru z naslovom »The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, avgust 2016.

podjetniških obveznic. Likvidnostna premija se od začetka programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja rahlo znižuje, kar je pozitiven znak dobro delujočega trga.<sup>12</sup>

### Graf E

#### Razlike med premijo za kreditno tveganje, likvidnostno premijo in časovno premijo na trgu obveznic, kupljenih v okviru programa



Vira: ECB in Bloomberg.

Opombe: Uporabljeni so dvotedenski podatki. Navpični črti označujejo napoved programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja 10. marca 2016 in začetek nakupov v okviru programa 8. junija 2016. Premija za kreditno tveganje je izračunana kot razmik med donosnostjo 5-letnih podjetniških obveznic, primernih za odkup v okviru programa, z boniteto A+ in BBB. Časovna premija je izračunana kot povprečni naklon krivulje donosnosti (pri 7-letni minus 2-letni ročnosti) za portfelje podjetniških obveznic, primernih za odkup v okviru programa, z boniteto A-, A in A+. Likvidnostna premija je izračunana kot razlika med ocenjeno 5-letno donosnostjo dveh portfeljev podjetniških obveznic, primernih za odkup v okviru programa, z boniteto BBB+, pri čemer eden vsebuje obveznice zneskov pod 300 milijonov EUR, eden pa obveznice zneskov nad 500 milijonov EUR (slednje veljajo na trgu podjetniških obveznic euroobmočja za referenčne).

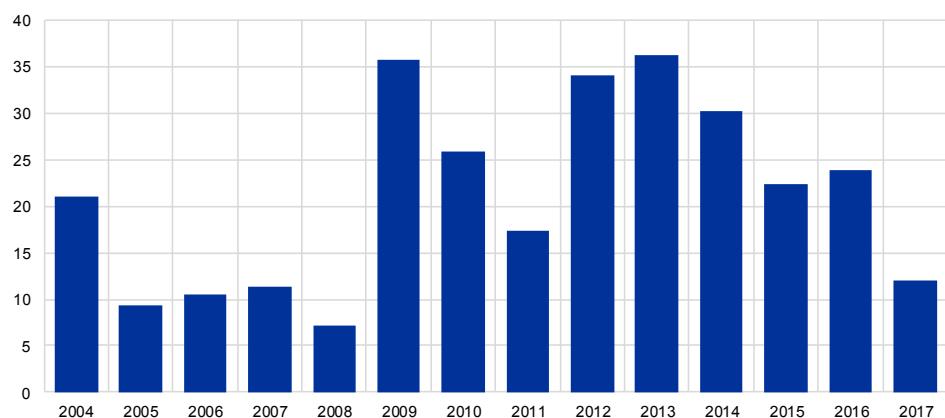
**Pogoji financiranja za podjetja so se izboljšali.** Udeleženci na trgu omenjajo program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja kot dejavnik, ki je podpiral sposobnost podjetij, da izdajajo obveznice, in poglobil trg podjetniških obveznic. Kljub temu ni videti, da bi neposredno zaradi programa novi ali občasni izdajatelji iz euroobmočja povečali izdajanje (glej graf F).

<sup>12</sup> Likvidnostna premija se je zniževala, čeprav so se nakupi v okviru programa nagibali v smeri obveznic večjih zneskov, ki so običajno bolj likvidne od obveznic manjših zneskov in zato pogosteje ponujene Eurosistemu.

### Graf F

Izdajanje obveznic s strani občasnih nefinančnih izdajateljev podjetniških obveznic iz euroobmočja

(v milijardah EUR)



Vir: Dealogic.

Opomba: Občasni nefinančni izdajatelji podjetniških obveznic iz euroobmočja so podjetja, ki v preteklih petih letih niso izdala obveznic. Podatki za leto 2017 pokrivajo obdobje od 1. januarja do 7. junija. Podatki vključujejo vse nefinančne družbe euroobmočja z bonitetno oceno ali brez nje, ki izdajajo v eurih.

### Medletna stopnja rasti izdajanja podjetniških obveznic se je od spomladi 2016 na splošno zviševala in v prvih mesecih leta 2017 doseгла okrog 10%.

Nefinančne družbe euroobmočja so izdajanje obveznic povečale zlasti v obdobju od leta 2009 do leta 2010 in v letu 2013, ko so s tem nadomestile pomanjkanje bančnih posojil zaradi upada bančnega kreditiranja nefinančnih družb. Nasprotno se izdajanje obveznic v zadnjem času povečuje v razmerah, ko banke povečujejo kreditno aktivnost, in torej dopolnjuje bančna posojila pri spodbujanju financiranja podjetniškega sektorja (glej graf G).

### Graf G

Spremembe virov financiranja v nefinančnih družbah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

■ posojila nefinančnim družbam  
■ dolgoročni dolžniški instrumenti, ki so jih izdale nefinančne družbe



Vir: ECB.

Opomba: Podatki vključujejo izdaje dolžniških instrumentov in posojila v eurih vsem nefinančnim družbam euroobmočja, ki so zajeti v statistiki ECB o vrednostnih papirjih in statistiki denarnih finančnih institucij. Zadnji podatki iz statistike ECB o vrednostnih papirjih so iz marca 2017, zadnji podatki iz statistike denarnih finančnih institucij pa iz aprila 2017.

**Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja je koristil tudi podjetjem, ki se pri svojem financiranju ne zanašajo na kapitalske trge.** To velja zlasti za mala in srednje velika podjetja (MSP), saj so ugodne razmere na trgih obveznic pozitivno vplivale na bančno kreditiranje prek različnih kanalov. Kadar se denimo velike družbe v vse večjem obsegu financirajo z izdajanjem obveznic (in ne z bančnimi posojili), se s tem sprostijo zmogljivosti v bilancah bank za potencialno kreditiranje MSP. Rezultati ankete o dostopu podjetij do financiranja v euroobmočju od oktobra 2016 do marca 2017 potrjujejo, da so lahko MSP še naprej uživala večjo dostopnost bančnih posojil po nižjih obrestnih merah, kot so poročala v prejšnji anketi.

### 3

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 25. januarja do 2. maja 2017

**V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017, ki sta trajali od 25. januarja do 14. marca 2017 oziroma od 15. marca do 2. maja 2017.** V obravnavanih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravneh 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%.

Dne 29. marca je bila izvedena četrta operacija iz druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), v njej pa je bilo 474 udeleženkam dodeljenih 233,4 milijarde EUR. Stopnja udeležbe je močno presegala tržna pričakovanja ter je bila večinoma povezana s privlačnimi cenovnimi pogoji in dejstvom, da je bila ta operacija zadnja iz te serije. Likvidnost, zagotovljeno s to operacijo, so le rahlo odtehtala prostovoljna odplačila sredstev iz prve in druge operacije v prvi seriji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-I), s čimer je bilo absorbiranih 16,7 milijarde EUR. Zaradi injekcije neto likvidnosti v višini 216,7 milijarde EUR je skupno stanje pri obeh programih ciljno usmerjenih operacij ob koncu obravnavanega obdobja doseglo 761,7 milijarde EUR. Poravnava četrte operacije CUODR-II je sovpadla z zmanjšanjem povprečnega zneska dodelitve v operacijah glavnega refinanciranja v primerjavi s sedmim in osmim obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016, in sicer z 10,5 milijarde EUR na 23,8 milijarde EUR.

Poleg tega je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v povprečnem ciljnem znesku 80 milijard EUR do marca 2017 in zmanjšanem ciljnem znesku 60 milijard EUR mesečno od aprila 2017 naprej.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema euroobmočja – opredeljene kot šeštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.086,2 milijarde EUR , kar je za 93 milijard EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016).** Povečanje likvidnostnih potreb je bilo skoraj izključno posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 90,6 milijarde EUR na rekordnih 965,7 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve povečale le malenkostno, in sicer za 2,5 milijarde EUR na 120,5 milijarde EUR.

**Rast skupnih avtonomnih dejavnikov je bila v glavnem posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti.** K povečanju so največ prispevale vloge države, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 19,1 milijarde EUR na 171,1 milijarde EUR. Povečali so se tudi drugi povprečni avtonomni dejavniki, in sicer za 15,7 milijarde EUR na 698 milijard EUR. Povprečno povpraševanje po bankovcih se je povečalo samo za 4,1 milijarde EUR na 1.146,6 milijarde EUR in se tako stabiliziralo po običajnem povečanju ob koncu leta.

**Poleg tega so se avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti v obravnavanem obdobju zmanjšali kot posledica vztrajnega zmanjševanja neto aktive v eurih in rahlega povečanja neto tuje aktive.** Povprečna vrednost neto aktive v eurih se je od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 40,6 milijarde EUR na 347,8 milijarde EUR zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za denarno politiko. Poleg tega so se povečale obveznosti nacionalnih centralnih bank do tujih uradnih institucij. Povprečna neto tuja aktiva se je zmanjšala za 11,1 milijarde EUR na 670,5 milijarde EUR.

**Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila še vedno velika in večinoma nespremenjena od prejšnjega obravnavanega obdobja.** Volatilnost je bila predvsem posledica nihanj obsega vlog države in neto aktive v eurih.

## Tabela

### Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

	25. januar 2017 do 2. maj 2017	26. oktober 2016 do 24. januar 2017	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017
<b>Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)</b>				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.983,7</b> <b>(+39,0)</b>	<b>1.944,8</b> <b>(+62,3)</b>	<b>2.014,9</b> <b>(+120,2)</b>	<b>1.952,6</b> <b>(+41,9)</b>
Bankovi v obtoku	1.114,6 (+4,1)	1.110,5	1.118,4 (+7,5)	1.110,8 (-8,3)
Vloge države	171,1 (+19,1)	152,0	182,0 (+21,6)	160,3 (+17,3)
Drugi avtonomni dejavniki	698,0 (+15,7)	682,3	714,6 (+33,1)	681,4 (+0,8)
<b>Tekoči računi</b>	<b>1.021,0</b> <b>(+153,2)</b>	<b>867,8</b> <b>(+71,0)</b>	<b>1.081,1</b> <b>(+260,4)</b>	<b>960,9</b> <b>(+116,6)</b>
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>635,1</b> <b>(+80,0)</b>	<b>555,1</b> <b>(+71,0)</b>	<b>670,6</b> <b>(+260,4)</b>	<b>599,6</b> <b>(+44,8)</b>
Obvezne rezerve	120,5 (+2,5)	118,0	120,6 (+0,3)	120,4 (+1,6)
Odprta ponudba mejnega depozita	514,6 (+77,5)	437,1	550,0 (+70,7)	479,2 (+44,8)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	- (+0,0)	-	- (+0,0)	- (+0,0)
<b>Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.018,3</b> <b>(-51,7)</b>	<b>1.070,0</b> <b>(-7,2)</b>	<b>1.014,7</b> <b>(-12,3)</b>	<b>1.021,9</b> <b>(-20,2)</b>
Neto tuja aktiva	670,5 (-11,1)	681,5	678,6 (+16,2)	662,4 (-7,9)
Neto aktiva v eurih	347,8 (-40,6)	388,4	336,2 (-23,4)	359,5 (+116,6)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>2.501,3</b> <b>(+321,2)</b>	<b>2.180,1</b> <b>(+260,4)</b>	<b>2.631,5</b> <b>(+260,4)</b>	<b>2.371,1</b> <b>(+116,6)</b>
Operacije odprtrega trga	2.501,0 (+321,1)	2.179,9	2.631,2 (+260,4)	2.370,8 (+116,5)
<b>Avkcijski postopki</b>				
Operacije glavnega refinanciranja	654,6 (+91,4)	563,2	725,9 (+142,7)	583,3 (-0,2)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	23,8 (-10,5)	34,3	18,5 (-10,5)	29,0 (-5,6)
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	8,2 (-5,0)	13,3	7,4 (-1,6)	9,1 (-2,7)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	32,5 (-14,7)	47,2	26,5 (-12,0)	38,5 (-2,4)
<b>Dokončni portefelji</b>				
Prvi program nakupa kritih obveznic	590,1 (+121,6)	468,5	673,5 (+166,8)	506,7 (+10,4)
Drugi program nakupa kritih obveznic	1.846,4 (+229,7)	1.616,7	1.905,3 (+117,9)	1.787,5 (+116,6)
Tretji program nakupa kritih obveznic	10,3 (-2,8)	13,1	9,6 (-1,4)	11,0 (-1,5)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	6,4 (-0,6)	7,0	6,1 (-0,6)	6,7 (-0,2)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	213,3 (+10,5)	202,7	215,3 (+4,1)	211,3 (+6,3)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	99,5 (-2,7)	102,2	99,3 (-0,6)	99,8 (-2,4)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	23,8 (+1,4)	22,4	24,1 (+0,6)	23,5 (+0,5)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	1.422,0 (+200,8)	1.221,2	1.473,5 (+103,0)	1.370,5 (+101,9)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	71,1 (+23,1)	48,0	77,5 (+12,7)	64,7 (+12,1)
Mejno posojilo	0,3 (+0,1)	0,2	0,3 (-0,0)	0,3 (+0,1)
<b>Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>				
Agregatne likvidnostne potrebe	1.086,2 (+93,0)	993,2	1.121,1 (+69,8)	1.051,3 (+31,5)
Avtonomni dejavniki <sup>1</sup>	965,7 (+90,6)	875,2	1.000,5 (+69,5)	931,0 (+29,9)
Presežna likvidnost	1.414,8 (+228,1)	1.186,7	1.510,2 (+190,7)	1.319,4 (+84,9)
<b>Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)</b>				
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Mejno posojilo	0,25 (+0,00)	0,25	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,354 (-0,004)	-0,350	-0,356 (-0,003)	-0,352 (-0,001)

Vir: ECB.

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

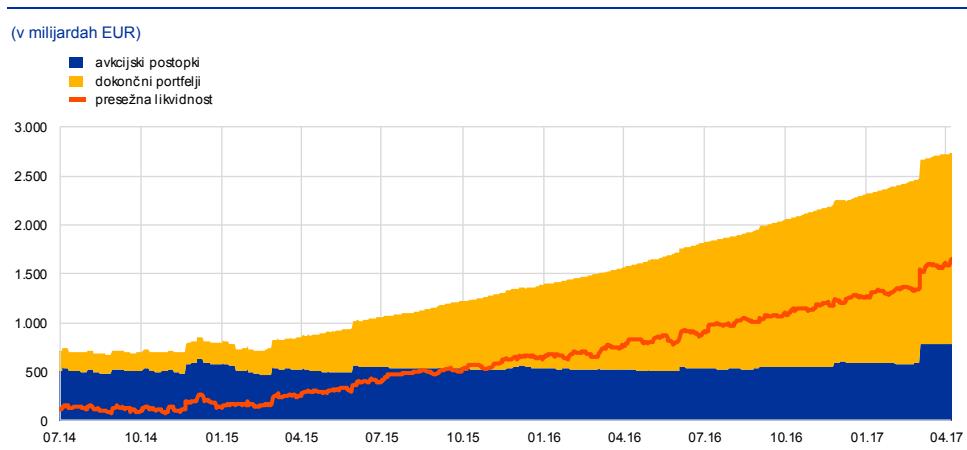
1) Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga (tj. avkcijskimi postopki in programi nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 321,1 milijarde EUR na 2.501 milijardo EUR (glej graf).** Povečanje je bilo večinoma posledica razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev in četrte operacije CUODR-II, v kateri je bilo 29. marca 2017 dodeljenih 233,4 milijarde EUR.

### Graf

Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti



Vir: ECB.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je povečal za 91,4 milijarde EUR na 654,6 milijarde EUR.** Povečanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, je več kot izravnalo upad likvidnosti, zagotovljene v rednih operacijah. Povprečna likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, se je zmanjšala za 10,5 milijarde EUR oziroma 5 milijard EUR, medtem ko se je stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju povečalo za 106,9 milijarde EUR, kar večinoma odraža neto učinek poravnave četrte operacije iz serije CUODR-II ter prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz prve in druge operacije v seriji CUODR-I.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev, se je predvsem zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečal za 229,7 milijarde EUR na 1.846,4 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 200,8 milijarde EUR, za 10,5 milijarde EUR, za 1,4 milijarde EUR oziroma za 23,1 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev ter v prvem in drugem programu nakupa kritih obveznic je znašalo 6,1 milijarde EUR.

## Presežna likvidnost

**Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju povečala za 228,1 milijarde EUR na 1.414,8 milijarde EUR (glej graf).**

Najbolj se je povečala v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017 (za 190,7 milijarde EUR), in sicer zaradi likvidnosti, zagotovljene s četrto operacijo iz serije CUODR-II. Hkrati se je ciljni znesek nakupov vrednostnih papirjev v okviru programov nakupa od aprila 2017 zmanjšal na 60 milijard EUR. Primerjalno manjše povečanje presežne likvidnosti (za 84,9 milijarde EUR) v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo predvsem posledica likvidnosti, zagotovljene z dokončnimi nakupi, ki se je povečala za 116,6 milijarde EUR, kar je delno izravnalo zmanjšanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti (za 20,2 milijarde EUR).

Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo predvsem v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 153,2 milijarde EUR na 1.021 milijard EUR, medtem ko se je povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita še povečala, in sicer za 77,5 milijarde EUR na 514,6 milijarde EUR.

## Gibanje obrestnih mer

**Obrestne mere denarnega trga čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, pri košaricah posebnega zavarovanja v zavarovanih segmentih pa so bile celo nižje.** Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala  $-0,354\%$ , tako da je bila malenkostno nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju ( $-0,350\%$ ). EONIA se je gibala v relativno ozkem razponu med najvišjo vrednostjo na ravni  $-0,345\%$  na zadnji dan januarja in februarja 2017 ter najnižjo vrednostjo na ravni  $-0,363\%$  proti koncu aprila. Na zavarovanem trgu so se povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling<sup>13</sup> pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev rahlo znižale na  $-0,423\%$  in pri razširjeni košarici na  $-0,403\%$ , kar je 0,018 ozioroma 0,005 odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

Zmanjšanje glavnih repo obrestnih mer ob koncu četrletja, zabeleženo v marcu, je bilo manj izrazito kot ob koncu leta. To se lahko razume kot znak, da so se udeleženci na trgu prej in bolj pripravili na pomanjkanje likvidnosti na trgu zavarovanj. Poleg tega bi to gibanje lahko odražalo pozitivne učinke, ki jih prinaša možnost denarnega zavarovanja pri posojanju vrednostnih papirjev iz programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

---

<sup>13</sup> Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

## 4

## Novejša gibanja v saldu tekočega računa euroobmočja

Tekoči račun euroobmočja se od začetka tega desetletja vztrajno izboljšuje, in sicer od večinoma izravnanega salda v smeri presežka. V letu 2016 se je presežek stabiliziral na ravni nekoliko nad 3% BDP. V tem okvirju so obravnavani glavni dejavniki, ki so vplivali na takšna gibanja.

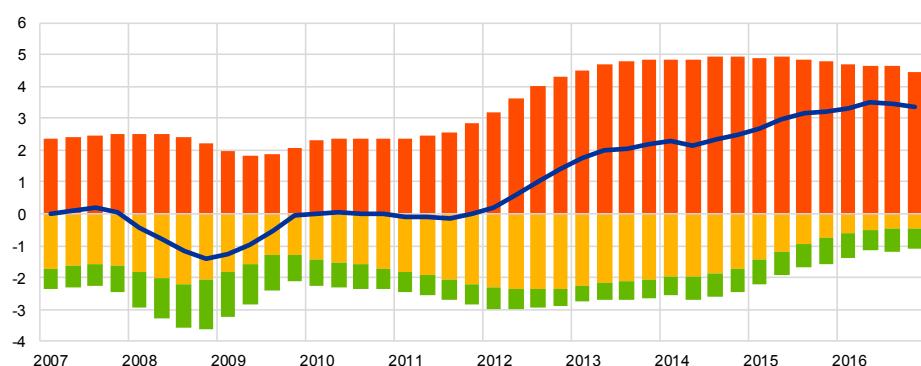
**V letu 2016 je presežek tekočega računa euroobmočja znašal 3,3% BDP, kar je nekoliko več kot v letu 2015 (3,2%). Primanjkljaj v naftnem saldu in v skupnem saldu dohodkov se je zmerno zmanjšal, medtem ko se je presežek v saldu trgovinske menjave razen nafte še naprej zmanjševal (glej graf A).** Majhno skupno povečanje presežka na tekočem računu v letu 2016 prikriva dejstvo, da se je presežek, merjen s povprečjem štirih četrletij, v drugi polovici leta, ko so se cene nafte nekoliko okrepile, začel zmanjševati. To je nasprotno gibanju v obdobju med sredino leta 2014 in sredino leta 2016, ko je bilo povečevanje presežka tekočega računa euroobmočja v celoti posledica zmanjševanja primanjkljaja v trgovinski menjavi z nafto zaradi nižjih cen nafte.<sup>14</sup>

### Graf A

#### Glavne postavke salda tekočega računa euroobmočja

(v odstotkih BDP; povprečje štirih četrletij)

- saldo tekočega računa
- saldo trgovinske menjave z nafto
- saldo trgovinske menjave razen nafte
- saldo dohodkov



Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Saldo dohodkov vključuje saldo primarnih in sekundarnih dohodkov. Razčlenitev trgovinskega salda na naftne komponente in druge komponente razen nafte temelji na Eurostatovih statističnih podatkih o zunanjih trgovini. Saldo trgovinske menjave razen nafte vključuje storitve. Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2016.

**Vrednost uvoza in izvoza euroobmočja se je v letu 2016 glede na BDP zmanjšala zaradi gibanja cen, kar je več kot odtehtalo povečanje trgovinske menjave, merjene z obsegom (glej graf B).** Na upad nominalne vrednosti trgovinske menjave glede na BDP je vplivalo znižanje uvoznih in izvoznih cen, medtem ko se je skupni deflator BDP v letu 2016 povečal.<sup>15</sup> Obseg trgovinske menjave euroobmočja pa se je povečal hitreje kot BDP, pri čemer se je uvoz realno

<sup>14</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Vpliv nižjih cen nafte na presežek tekočega računa euroobmočja«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2016.

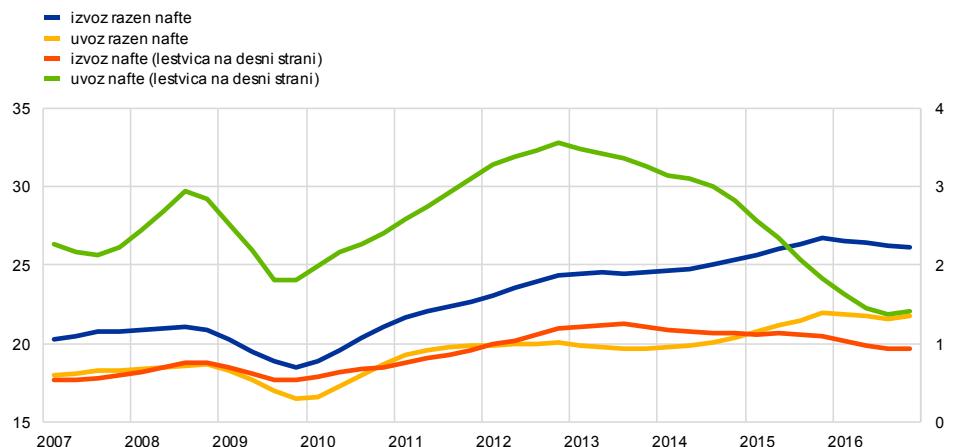
<sup>15</sup> Po podatkih iz nacionalnih računov so se v letu 2016 uvozne cene euroobmočja znižale za 2,4%, izvozne cene pa za 1,3%, medtem ko se je deflator BDP zvišal za 0,9%.

povečal za 4,0%, izvoz pa za 2,9%, medtem ko je bil BDP realno višji za 1,7%. Visoka rast obsega trgovinske menjave je skladna s trenutnim okrevanjem gospodarstva v euroobmočju in svetovnega gospodarstva. Ker je bil upad nominalne vrednosti trgovinskih tokov glede na BDP pri izvozu izrazitejši kot pri uvozu, se je presežek v trgovinski menjavi euroobmočja rahlo zmanjšal.

### Graf B

#### Razčlenitev uvoza in izvoza euroobmočja

(v odstotkih BDP; povprečje štirih četrletij)



Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Razčlenitev izvoza in uvoza na naftne komponente in druge komponente razen nafte temelji na Eurostatovih statističnih podatkih o zunanjih trgovinah. V trgovino z drugimi komponentami razen nafte so vključene storitve. Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2016.

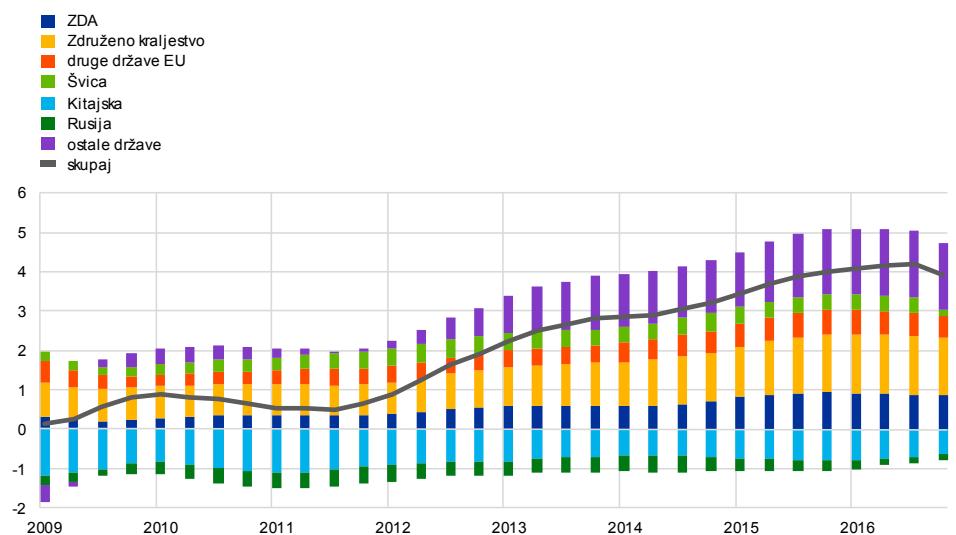
**Trgovinski presežek euroobmočja z državami EU zunaj euroobmočja in z ZDA se je v letu 2016 v primerjavi z letom 2015 zmanjšal za okrog 0,1% BDP, medtem ko se je trgovinski primanjkaj euroobmočja s Kitajsko in Rusijo zmanjšal za 0,2% oziroma 0,1% BDP (glej graf C).<sup>16</sup>** V letu 2016 je dvostranski trgovinski presežek euroobmočja z državami EU zunaj euroobmočja znašal okrog 2% BDP in z ZDA okrog 0,9% BDP. Približno tri četrtine trgovinskega presežka z državami EU zunaj euroobmočja je predstavljal presežek z Združenim kraljestvom. Hkrati je euroobmočje beležilo primanjkaj s Kitajsko v višini –0,6% BDP in z Rusijo v višini –0,2% BDP.

<sup>16</sup> Analiza je osredotočena na trgovinski saldo, saj geografska razčlenitev za celotni saldo tekočega računa ni na voljo.

### Graf C

#### Geografska razčlenitev trgovinskega salda euroobmočja

(v odstotkih BDP; povprečje štirih četrtletij)



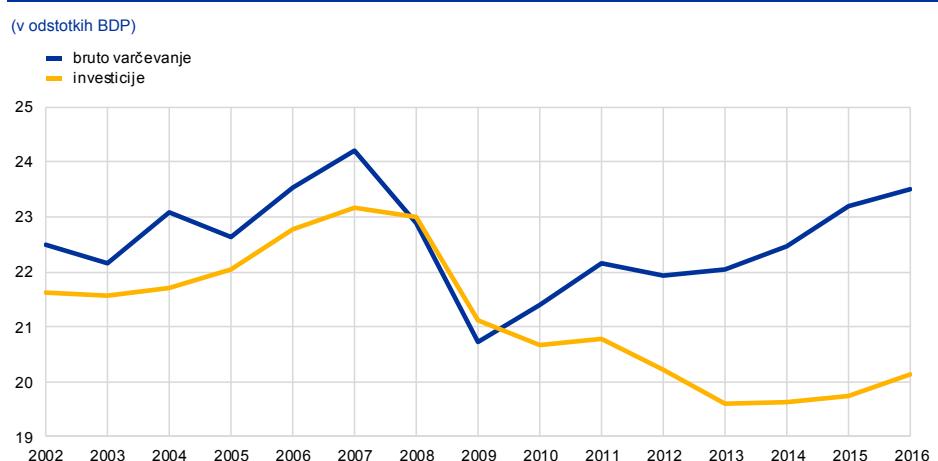
Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: »Druge države EU« obsegajo države članice EU zunaj euroobmočja, razen Združenega kraljestva. Zadnji podatki so za zadnje četrtletje 2016.

**Z vidika razmerja med varčevanjem in investicijami je stabilizacija salda tekočega računa v letu 2016 posledica okrepitev naložb, to pa je večinoma odtehtalo vztrajno povečevanje bruto varčevanja (glej graf D).** Po preprosti računovodski enačbi saldo tekočega računa približno ustrezata razlike med domaćim varčevanjem in investicijami, tj. predstavlja neto posojanje ali neto izposojanje. Na povečevanje neto pozicije posojanja v euroobmočju v prejšnjih letih so vplivali vztrajno zviševanje bruto varčevanja in umirjene naložbe (glede na BDP). Ker je začela gospodarska aktivnost v letu 2013 okrevati, se je povečal delež varčevanja in naložb v BDP. Zasebni sektor ima trenutno neto pozicijo posojanja, medtem ko javni sektor še naprej beleži neto pozicijo izposojanja, ki se je v zadnjih letih precej zmanjšala.

## Graf D

### Bruto varčevanje in investicije v euroobmočju



Vir: Evropska komisija.

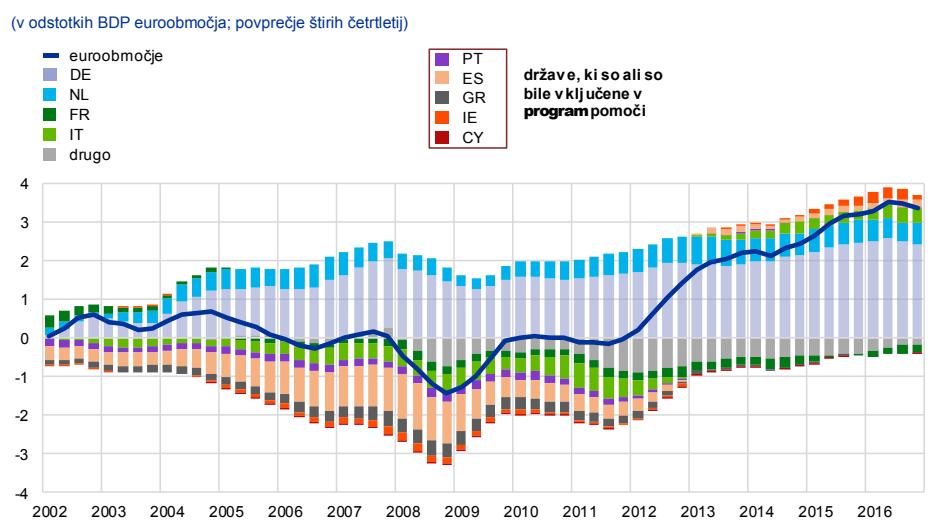
Opomba: Zadnji podatki so za leto 2016.

**V letu 2016 je k presežku tekočega računa euroobmočja največ prispevala Nemčija, čeprav je bil precejšen tudi prispevek drugih držav (glej graf E).**

Presežek tekočega računa Nemčije je tako znašal 2,4% BDP euroobmočja, sledi Nizozemska z 0,6%, pozitivno pa so so višini od 0,1% do 0,4% BDP euroobmočja prispevale tudi Italija, Španija in Irska. V nasprotju s tem je imela Francija primanjkljaj tekočega računa v višini 0,2% BDP euroobmočja.

## Graf E

### Saldo tekočega računa euroobmočja in izbranih držav euroobmočja



Vira: ECB in Eurostat.

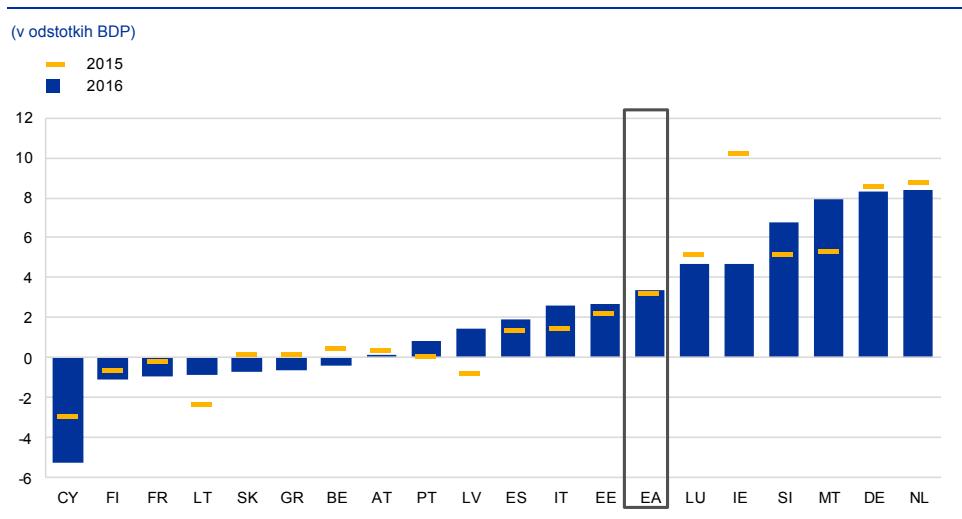
Opomba: V drugem stolpcu v legendi so navedene države, ki so vključene ali so bile vključene v program finančne pomoči. »Drugo« vključuje države euroobmočja, ki v grafu niso prikazane, in statistično napako, ker seštevek podatkov na ravni držav ni vedno enak agregatu euroobmočja. Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2016.

**Na ravni držav euroobmočja so bila gibanja na tekočem računu v letu 2016 dokaj različna (glej graf F).** Med procesom zunanjega prilagajanja so države, ki so imele pred začetkom svetovne finančne krize na tekočem računu velik primanjkljaj, v

zadnjih letih saldo tekočega računa precej izboljšale, v številnih primerih pa se je primanjkljaj prevesil v presežek. V letu 2016 sta saldo tekočega računa v primerjavi z letom 2015 najbolj izboljšali Malta in Latvija, dodatno pa se je povečal tudi presežek tekočega računa Slovenije, Italije, Portugalske, Španije in Estonije. Saldo tekočega računa se je najizraziteje poslabšal na Irskem, vendar je bil pred tem v stanju velikega presežka, in na Cipru, kjer se je primanjkljaj povečal. Velik in vztrajen presežek tekočega računa Nemčije, Nizozemske in Luksemburga se je v letu 2016 rahlo zmanjšal.

#### Graf F

##### Saldo tekočega računa euroobmočja in držav euroobmočja



Vira: ECB in Eurostat.

## 5

# Zadolženost zasebnega sektorja in razdolževanje v državah euroobmočja

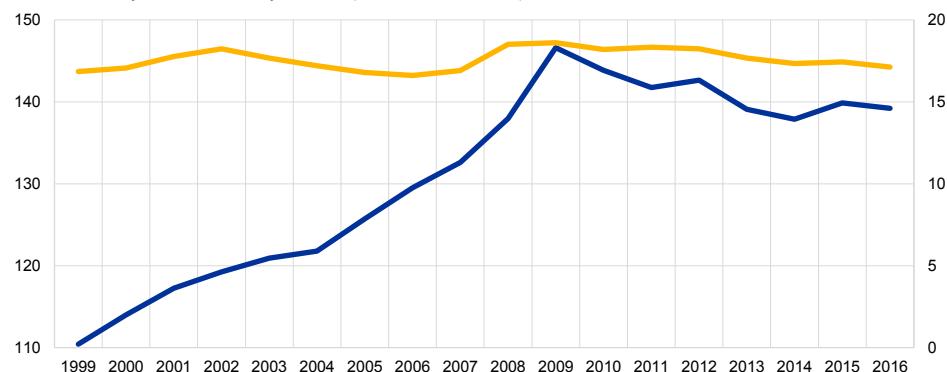
**V predkriznem obdobju je bilo za številne države euroobmočja značilno naraščanje zadolženosti zasebnega sektorja.** Pred finančno krizo sta živahna rast povpraševanja in s tem povezan razmah kreditiranja povzročila kopičenje velikega obsega dolga v več državah euroobmočja. Zadolženost zasebnega sektorja (tj. zadolženost gospodinjstev in nefinančnih družb)<sup>17</sup> je v celotnem euroobmočju narasla s 110% BDP v letu 1999 na 147% BDP v letu 2009 (glej graf A). V večini držav euroobmočja je bila rast od leta 1999 do rekordnega povečanja bistveno večja kot rast v celotnem euroobmočju (glej graf B). Stopnja zadolženosti v zasebnem sektorju se je od leta 1999 zmanjševala samo v Nemčiji. Pred letom 2009 je stopnja zadolženosti zasebnega sektorja, ki je lahko merilo srednjeročno do dolgoročno sprejemljive stopnje zadolženosti, beležila jasen trend naraščanja. Tak trend pa je veliko manj očiten, če zadolženost obravnavamo kot odstotni delež v bilančni vsoti (količnik finančnega vzvoda) – kar v predkriznem obdobju ekspanzije ni kazalo na morebitno kopičenje prezadolženosti. Količnik finančnega vzvoda se meri na podlagi tržnih cen aktive, gibanje cen aktive pa je deloma prikrito ranljivost, ki je posledica naraščanja zadolženosti. V tem okvirju je predstavljena analiza novejših gibanj zadolženosti zasebnega sektorja in razdolževanja, kot merilo pa je uporabljen razmerje med zadolženostjo in BDP.

## Graf A

### Zadolženost zasebnega sektorja v euroobmočju

(v odstotkih)

- razmerje med zadolženostjo in BDP (lestvica na levi strani)
- razmerje med zadolženostjo in aktivo (lestvica na desni strani)



Vir: Eurostat.

Opomba: Bilančna vsota vključuje finančno in nefinančno aktivo (stanovanjsko premoženje in osnovna sredstva nefinančnih družb).

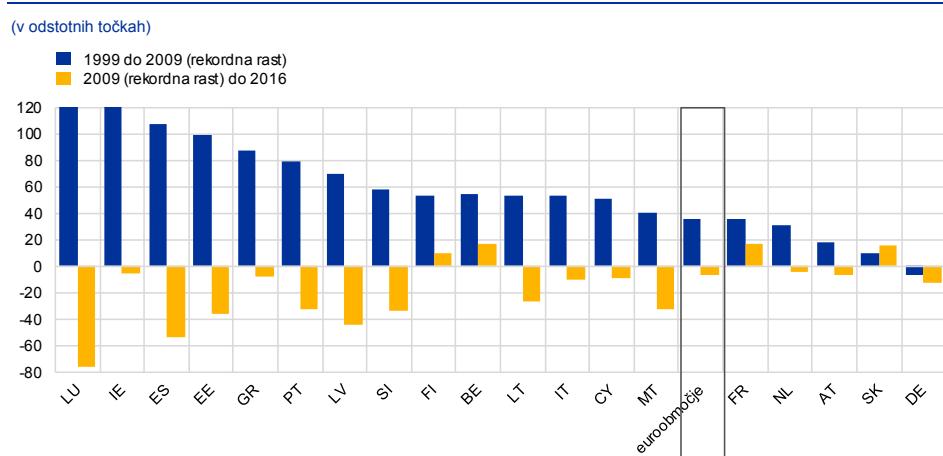
**Zadolženost zasebnega sektorja kot odstotek BDP se od rekordnega povečanja v letu 2009 v euroobmočju kot celoti rahlo zmanjšuje.** Zadolženost

<sup>17</sup> Zadolženost zasebnega sektorja je v tem okvirju opredeljena kot skupna posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam brez posojil znotraj lastnega sektorja in dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nefinančne družbe. Uporabljena opredelitev se ujema z opredelitvijo v preglednici postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Opredelitev ne vključuje pokojninskih pravic. Za celotno euroobmočje je zadolženost zasebnega sektorja v letu 2016, vključno s pokojninskimi pravicami, znašala 143% BDP, če pokojninske pravice izvzamemo, pa 139% BDP.

zasebnega sektorja se je zmanjšala s 147% BDP v letu 2009 na 139% BDP v letu 2016. Razmeroma skromno zmanjšanje prikriva velike razlike med državami. Zadolženost zasebnega sektorja v nekaterih visoko zadolženih državah se od rekordnega povečanja močno zmanjuje. Zmanjšanje je bilo zelo izrazito v Španiji (54 odstotnih točk od rekordnega povečanja v letu 2009), kar je enako polovici povečanja v preteklih desetih letih. Veliko zmanjšanje so dosegle tudi Estonija, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Portugalska in Slovenija (glej graf B). Nasprotno druge visoko zadolžene države (v katerih je zadolženost zasebnega sektorja v razmerju do BDP presegala 200%), in sicer Irska, Ciper in Nizozemska, niso dosegle večjega zmanjšanja tega razmerja. Zadolženost zasebnega sektorja v zadnjih 18 letih vztrajno narašča v Belgiji, Franciji, na Slovaškem in Finsku.

### Graf B

#### Spremembe zadolžnosti zasebnega sektorja



Vir: Eurostat.

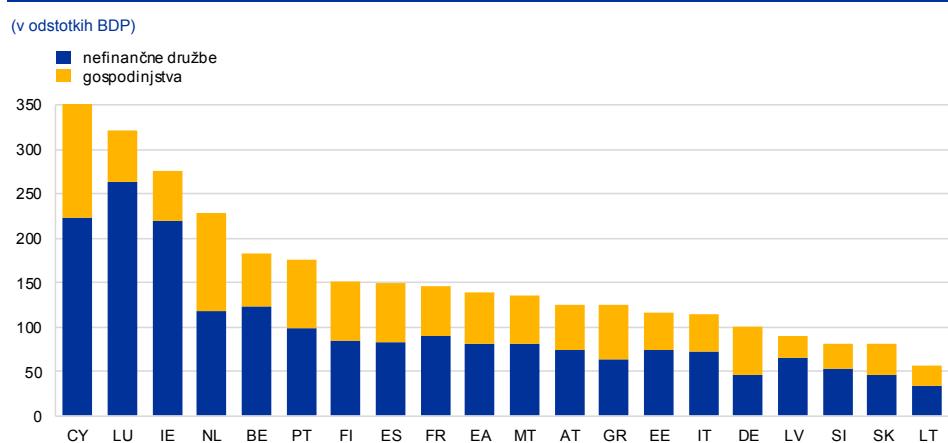
Opombe: Modra črta je odrezana za LU (157 odstotnih točk) in IE (136 odstotnih točk). Rekordno povečanje so v letu 2009 zabeležile EU, ES, LT, MT, NL, AT in PT, v letu 2007 LU, v letu 2010 LV in SI, v letu 2012 IE, GR in IT ter v letu 2014 CY.

**Zadolženost zasebnega sektorja je še naprej zelo heterogena med državami euroobmočja, celo po prilagoditvi po krizi.** Iz grafa C je razvidno, da se je zadolženost zasebnega sektorja ob koncu leta 2016 gibala med približno 50% BDP in 350% BDP. Zadolženost zasebnega sektorja v večini držav presega 100% BDP, medtem ko prag iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (133% BDP) presega deset držav euroobmočja (glej graf C). Čeprav je ta prag zgolj statistični kazalnik,<sup>18</sup> ki ne upošteva temeljnih ekonomskeh spremenljivk, kaže, da so potrebe v nekaterih državah po razdolževanju še vedno prisotne. Upoštevati je treba, da bi bila za končno oceno tega, kolikšen obseg razdolževanja je nujen, potrebna tudi dodatna analiza porazdelitve dolga med gospodinjstvi in nefinančnimi družbami ter analiza njihovih osnovnih značilnosti.

<sup>18</sup> Prag je izračunan kot presečna točka tretjega kvartila porazdelitve zadolženosti zasebnega sektorja na ravni celotne EU v obdobju 1995–2007.

### Graf C

#### Zadolženost nefinančnih družb in gospodinjstev (2016)



Vir: Eurostat.

Opomba: Skupna zadolženost (nefinančnih družb in gospodinjstev) na CY znaša 350,6%.

**Iz razčlenitve na zadolženost gospodinjstev in zadolženost nefinančnih družb je razvidno, da je delež slednjih v povprečju večji.** Vmes so tri izjeme: Nemčija, v kateri je delež dolga gospodinjstev večji od deleža dolga nefinančnih družb, ter Grčija in Nizozemska, v katerih je delež dolga enega in drugega sektorja približno enak. Zadolženost nefinančnih družb je zelo velika na Irskem, Cipru in v Luksemburgu. Toda na vrednost dolga nefinančnih družb v teh državah še posebno močno vplivajo obsežna čezmejna posojila znotraj družb.

**Na voljo je vse več empiričnih študij, iz katerih je razvidno, da imajo lahko visoke stopnje zadolženosti zasebnega sektorja velike negativne posledice za prihodnje gospodarske rezultate.** Medtem ko je mogoče z zmerno zadolženostjo zasebnega sektorja izravnati potrošnjo in povečati gospodarsko rast, pa lahko čezmerno povečanje zadolženosti zasebnega sektorja srednjeročno vpliva na akumulacijo kapitala in povzroči manjšo gospodarsko rast.<sup>19</sup> To je posledica zmanjšanja obsega naložb, saj družbe dohodek potrebujejo za odplačilo svojih obveznosti, prav tako pa se zmanjša zasebna potrošnja, saj morajo prezadolžena gospodinjstva povečati obseg varčevanja, da bi lahko krila svoje obveznosti servisiranja dolga. Poleg tega to negativno vpliva na posojanje bank, saj je visoka zadolženost zasebnega sektorja pogosto povezana z večanjem obsega slabih posojil, kar praviloma zmanjuje kapitalske blažilnike bank.<sup>20</sup> Nekatere empirične analize kažejo, da se ti negativni učinki pojavijo samo nad določenim pragom.<sup>21</sup> Ugotovitve obenem dokazujejo, da lahko zamude pri zmanjševanju prezadolženosti privedejo do nižjih stopenj izstopa podjetij s trga ter precej vplivajo na premeščanje kapitala in delovne sile med podjetji in sektorji, zaradi česar se srednjeročno

<sup>19</sup> Glej Myers, S. C., »Determinants of Corporate Borrowing«, *Journal of Financial Economics*, letnik 5, številka 2, 1977, str. 145–75.

<sup>20</sup> Glej Mian, A. R., Sufi, A., in Verner, E., »Household debt and business cycles worldwide«, National Bureau of Economic Research Working Papers št. 21581, september 2015.

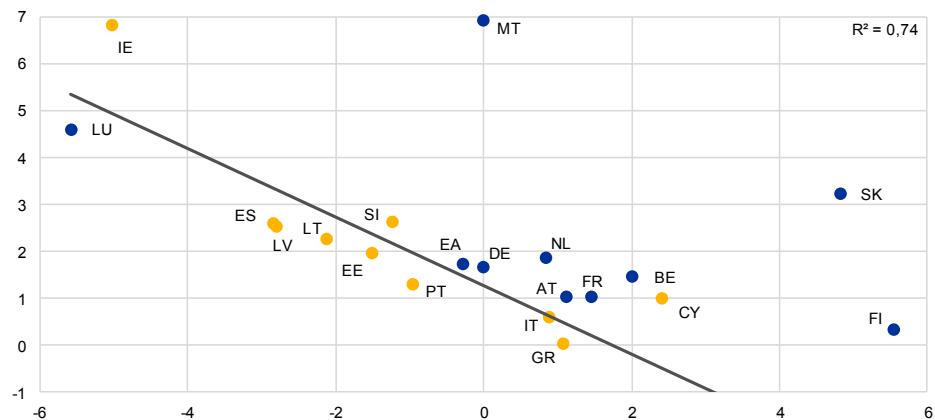
<sup>21</sup> Glej Cecchetti, S., Mohanty, M., in Zampolli, F., »The real effects of debt«, BIS Working Papers št. 352, september 2011.

zmanjša skupna produktivnost gospodarstva.<sup>22</sup> Zato je pomembno spremljati gibanje zadolženosti zasebnega sektorja, tveganje prezadolženosti in morebitne posledice, povezane z veliko nujnostjo razdolževanja.

#### Graf D

Spremembe kreditiranja (2008–2013) in posledične spremembe realnega BDP na prebivalca (2013–2016)

(os x: povprečna rast kreditiranja zasebnega sektorja 2008–2013; os y: povprečna realna rast BDP 2013–2016)



Vir: Eurostat.

Opombe: Za IE je rast BDP izračunana kot povprečje v letih 2013–2014 in 2016; leto 2015 je izvzeto iz povprečja zaradi izkrivljanja statističnih podatkov. Rumene pike označujejo države, ki so v obdobju 2008–2010 izvajale večje prilagoditve. Med njimi so države euroobmočja, katerih povprečne premije v zamenjavah kreditnega tveganja so v obdobju 2008–2010 presegale 150 bazičnih točk.

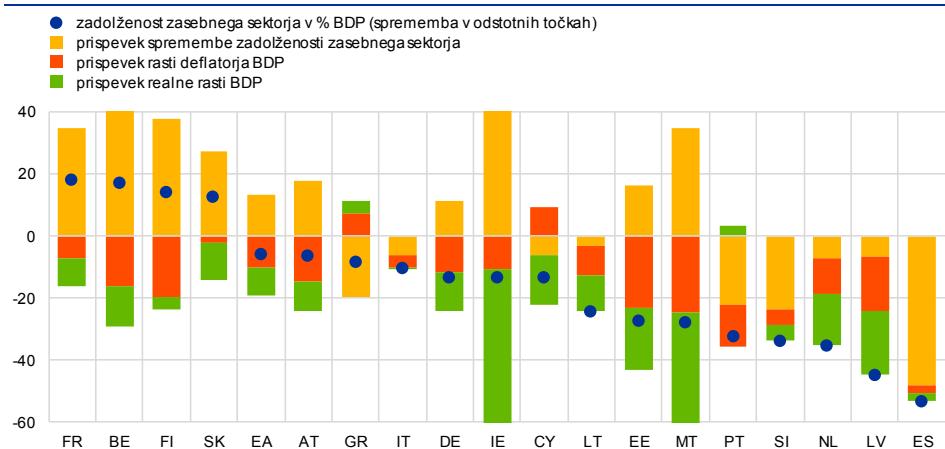
**Proces razdolževanja v državah euroobmočja je posledica tako nominalne rasti BDP kot tudi zmanjšanja zadolženosti zasebnega sektorja.** Iz empiričnih ugotovitev je razvidno, da je hiter proces razdolževanja na začetku praviloma povezan s srednjeročnim povečanjem gospodarske aktivnosti.<sup>23</sup> Na to kažejo tudi izkušnje euroobmočja, kjer je bilo zgodnje in hitro obdobje razdolževanja (npr. v Estoniji, na Irskem, v Španiji, Latviji, Litvi in Sloveniji) povezano z večjo realno rastjo BDP na prebivalca (glej graf D). Iz grafa E je razvidno, da se je proces razdolževanja v štirih državah (v Grčiji, Španiji, na Portugalskem in v Sloveniji) odvijal zlasti z zmanjševanjem nominalne zadolženosti, tj. z odplačevanjem ali odpisom dolga. V petih državah (v Italiji, na Cipru, v Latviji, Litvi in na Nizozemskem) je potekal kot kombinacija zmanjšanja nominalne zadolženosti in povečanja nominalnega BDP. V petih državah (v Nemčiji, Estoniji, na Irskem, Malti in v Avstriji) je bilo razdolževanje izključno posledica nominalne rasti BDP. Iz grafa je tudi razvidno, da so neugodna gibanja nominalnega BDP zavirala proces zmanjševanja zadolženosti v Grčiji, na Cipru in Portugalskem.

<sup>22</sup> Glej Schivardi, F., Sette, E., in Tabellini, G., »Credit Misallocation During the European Financial Crisis», Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, št. DP11901, marec 2017, ter McGowan, M. A., Andrews, D., in Millot, V., »The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries», OECD Working Papers št. 1372, januar 2017.

<sup>23</sup> Glej Chen, S., Kim, M., Otte, M., Wiseman, K., in Zdzienicka, A., »Private sector deleveraging and growth following busts», IMF Working Papers št. 15/35, februar 2015.

### Graf E

Razčlenitev sprememb zadolženosti zasebnega sektorja od rekordnega povečanja do zadnjega četrletja 2016



Vir: Eurostat.

Opombe: Euroobmočje, EE, ES, LT, MT, NL, AT in PT so rekordno povečanje dosegli v letu 2009, LV in SI v letu 2010, IE, GR in IT v letu 2012 ter CY v letu 2014. Zeleni stolpec je odrezan pri IE (-86,4 odstotne točke) in pri MT (-37,8 odstotne točke), rumeni stolpec pa je odrezan pri BE (+46,3 odstotne točke) in pri IE (+83,7 odstotne točke).

### K sedanjemu procesu razdolževanja prispeva veliko zmanjšanje plačil obresti.

Z ročnostno strukturo in s plačili obresti se meri kratkoročno breme dolga, kar lahko daje informacije o kratkoročnem tveganju, povezanim s sposobnostjo rednega odplačevanja dolga. Čeprav agregirani podatki o povprečni ročnosti strukturi posojil in vrednostnih papirjev za gospodinjstva in podjetja niso širše dostopni, je mogoče kratkoročni kazalnik obremenjenosti posojilojemalcev opredeliti kot delež plačil obresti v razmerju do dohodka. Ta kazalnik je prikazan v grafu F, kjer modra črta pomeni povprečni delež plačil obresti v razmerju do dohodka za euroobmočje, zasenčeni predeli pa pomenijo medkvartilni razpon po državah euroobmočja. Delež plačil obresti v razmerju do dohodka za gospodinjstva kot tudi za nefinančne družbe izkazuje trend upadanja, zlasti od leta 2009. V euroobmočju kot celoti so se plačila obresti gospodinjstev v povprečju zmanjšala s 4,1% (leta 2008) na 0,9% (leta 2016) bruto razpoložljivega dohodka, plačila obresti nefinančnih družb pa so v povprečju padla z 19,4% (leta 2008) na 6,5% (leta 2016) bruto poslovnega presežka. Kljub temu se heterogenost med državami razlikuje med temo dvema sektorjema. Čeprav so se od krize razlike v bremenu plačevanja obresti za gospodinjstva med državami zmanjšale, je heterogenost deleža plačil obresti v razmerju do dohodka za nefinančne družbe še vedno razmeroma velika. Večja heterogenost pri nefinančnih družbah je znak, da je premija za tveganje, povezana z zadolženostjo nefinančnih družb, po državah zdaj večja kot premija, povezana z zadolženostjo gospodinjstev.

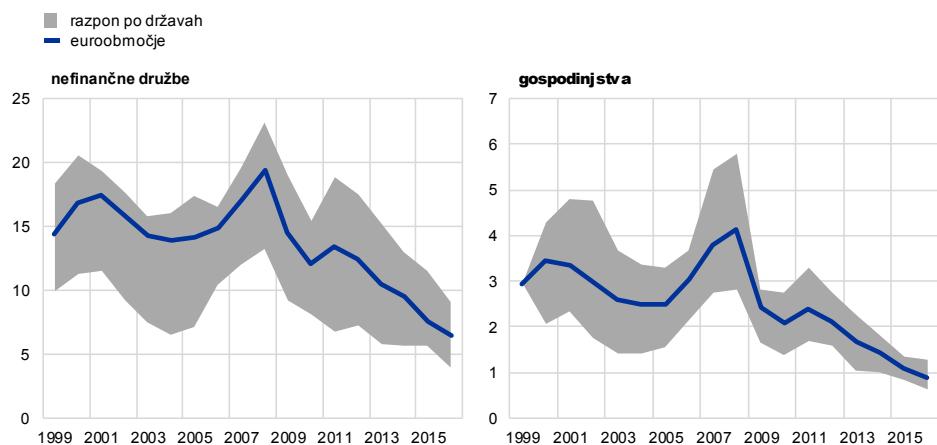
**V prihodnje bodo potrebe po razdolževanju glede na visoko raven zadolženosti v nekaterih državah še naprej navzoče.** V tem okvirju smo pokazali, da sta okrevanje BDP in okolje nizkih obrestnih mer pripomogla k procesu razdolževanja. Do nadaljnjega razdolževanja bi lahko prišlo z nominalno rastjo BDP. Z vidika oblikovanja politik bi boljši mehanizmi izterjave dolga olajšali bilančno prilagajanje. Zlasti politike za nadaljnje izboljšanje insolvenčnih postopkov, vključno z večjo učinkovitostjo sodnih procesov in zunaj sodnih postopkov, bi lahko veliko prispevale k

hitremu in obsežnemu zmanjšanju slabih posojil, k učinkovitejšemu reševanju finančno sposobnih podjetij in k večjemu poplačilu dolgov na strani posojilodajalcev.

### Graf F

#### Delež plačil obresti v razmerju do dohodka za nefinančne družbe in gospodinjstva

(v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Opombe: Dohodek se meri kot bruto razpoložljivi dohodek za gospodinjstva in bruto poslovni presežek za nefinančne družbe. Razpon po državah je medkvartilni razpon med državami euroobmočja. Podatki o gospodinjstvih za Estonijo, Ciper, Latvijo, Litvo, Luksemburg, Malto in Slovaško niso na voljo. Podatki o nefinančnih družbah za Luksemburg in Malto niso na voljo.

## 6

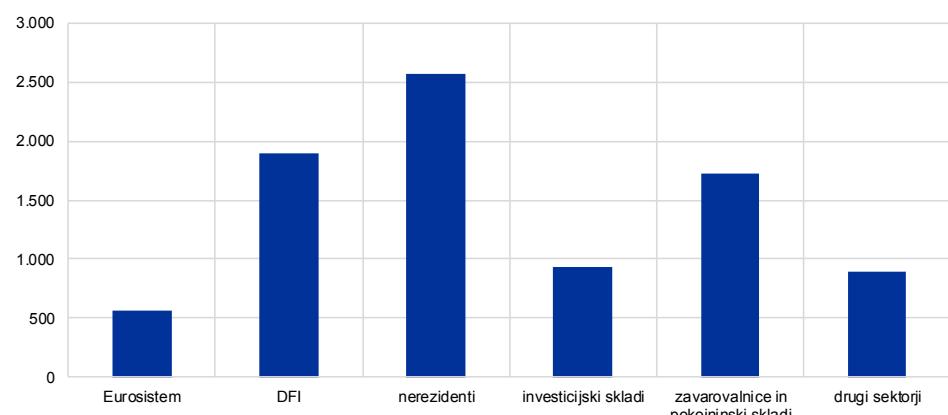
## Kateri sektorji so prodajali državne vrednostne papirje, ki jih je kupoval Eurosistem?

**Ob koncu leta 2014, tik pred začetkom izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, so bile skoraj tri četrtine vseh dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja, v imetju treh sektorjev.** Največji delež, tj. 30% skupnega stanja teh vrednostnih papirjev, je imel heterogeni sektor nerezidentov euroobmočja, ki ga sestavljajo predvsem veliki institucionalni vlagatelji (zasebni in javni), vključuje pa tudi zelo aktivne udeležence na trgu. Delež denarnih finančnih institucij razen Eurosistema (v nadaljevanju: DFI) je znašal 22%, delež zavarovalnic in pokojninskih skladov, ki ponavadi veljajo za dolgoročne vlagatelje z močnimi preferencami za določene razrede zapadlosti, pa 20%. Med preostalimi sektorji so imeli največji (11%) delež vseh dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja investicijski skladi razen skladov denarnega trga. Preostanek je bil razdeljen med Eurosistem (7%) in vse druge sektorje kot celoto (gospodinjstva, nefinančne družbe in finančne posrednike, ki niso razvrščeni v nobenega od zgoraj navedenih sektorjev), ki so skupaj predstavljali preostalih 10% skupnega stanja (glej graf A).

### Graf A

Imetja dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja po sektorjih pred programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (zadnje četrletje 2014)

(stanje v milijardah EUR)



Vir: ECB, na podlagi četrtletnih sektorskih računov.

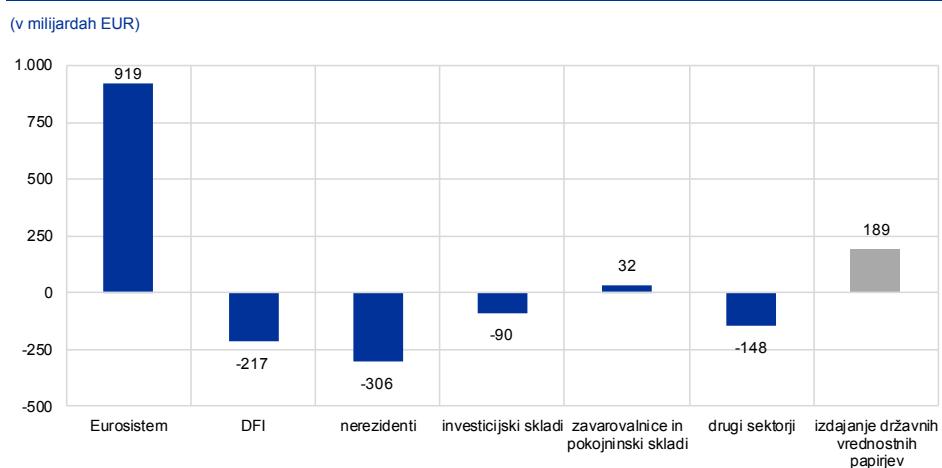
Opomba: Ob koncu zadnjega četrletja 2014 je skupno stanje dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdal sektor širše opredeljene države euroobmočja, znašalo 8,6 bilijona EUR.

**Brez upoštevanja vrednotenja in preražvrstitev so se od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja imetja državnih vrednostnih papirjev euroobmočja najbolj zmanjšala v sektorjih nerezidentov in DFI.** Eurosistem je med drugim četrletjem 2015 in zadnjim četrletjem 2016

odkupil vrednostne papirje v neto znesku 919 milijard EUR.<sup>24</sup> Negativni tokovi so bili zabeleženi pri praktično vseh drugih sektorjih, pri čemer so bili največji pri nerezidentih (-306 milijard EUR) in DFI (-217 milijard EUR) (glej graf B). Iz analize dejanskih tokov pa ni natančno razvidno, kako so Eurosistemovi nakupi vplivali na obnašanje posameznega sektorja glede državnih vrednostnih papirjev euroobmočja. Zavarovalnice in pokojninski skladi so denimo v obdobju od drugega četrtletja 2015 do zadnjega četrtletja 2016 kupili vrednostne papirje v neto znesku 32 milijard EUR. To ne pomeni, da program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja ni vplival na nakupe državnih dolžniških vrednostnih papirjev v sektorju zavarovalnic in pokojninskih skladov, saj je mogoče ta vpliv izračunati le glede na nakupe, ki bi jih opravil posamezni sektor, in glede na to, kako bi bilo izdajanje novih dolžniških vrednostnih papirjev porazdeljeno po sektorjih, če tega programa ne bi bilo.

#### Graf B

Neto tokovi državnih dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja po sektorjih v obdobju od drugega četrtletja 2015 do zadnjega četrtletja 2016



Vir: ECB, na podlagi četrtletnih sektorskih računov.

**Po ocenah so se od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja absolutno gledano najbolj zmanjšala imetja državnih vrednostnih papirjev v sektorju nerezidentov in v manjšem obsegu v sektorju DFI.** Da bi lahko analizirali odziv posameznega sektorja na Eurosistemove nakupe državnih obveznic, moramo najprej oceniti neto tokove, ki bi se ustvarili, če programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja ne bi bilo (tj. hipotetične tokove). V ta namen uporabimo spremenljivke – ki navadno določajo nakupovalno vedenje posameznega sektorja – na katere program nakupa vrednostnih papirjev

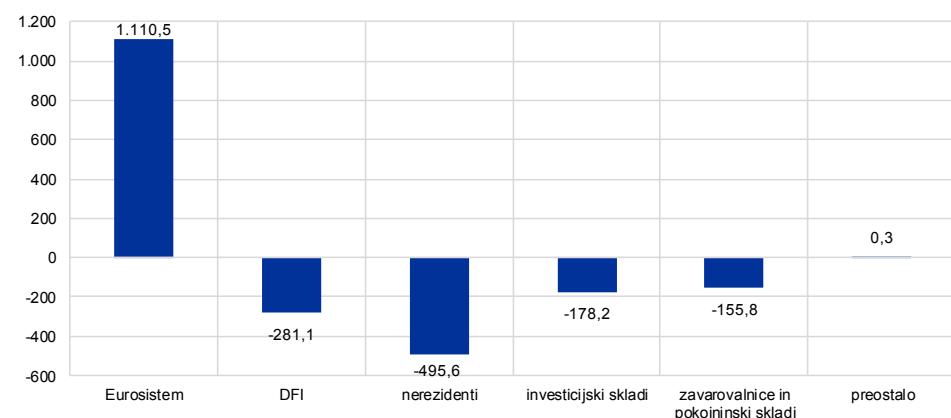
<sup>24</sup> Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev vključujejo tudi unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in neto nakupe v okviru Sporazuma o neto finančnih sredstvih. Poleg tega nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja vključujejo nekatere vrednostne papirje, ki statistično ne spadajo med državne vrednostne papirje. Ti dejavniki pojasnjujejo neskladnost med podatki, predstavljenimi v tem okvirju, in podatki o dejanskih nakupih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, objavljenimi na spletnem mestu ECB.

javnega sektorja ne vpliva.<sup>25</sup> Vpliv programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na imetja državnih vrednostnih papirjev v posameznem sektorju se izračuna kot razlika med dejanskimi in hipotetičnimi tokovi.

### Graf C

Ocenjeni vpliv programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na imetja državnih vrednostnih papirjev euroobmočja po sektorjih, merjeno s tokovi (od marca 2015 do marca 2017)

(akumulirani tokovi v milijardah EUR)



Viri: statistika bilance stanja DFI za DFI, plačilna bilanca za nerezidente, statistika investicijskih skladov za investicijske skладe, četrletni sektorski računi za zavarovalnice in pokojninske skладe, izdaje vrednostnih papirjev euroobmočja za izdajanje državnih vrednostnih papirjev in DataStream za indeks volatilnosti VIX (slednja sta uporabljena le pri oceni hipotetičnih neto nakupov).

Opombe: Ocjenjeni vpliv je izračunan kot razlika med dejanskimi tokovi in hipotetičnimi neto nakupi na podlagi ocenjenega nakupovalnega vedenja posameznega sektorja v obdobju pred začetkom programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Zajeta obdobja: od marca 2015 do marca 2017 za Eurosystem, DFI, nerezidente in izdajanje državnih vrednostnih papirjev, od drugega četrletja 2015 do prvega četrletja 2017 za investicijske skладe ter od drugega četrletja 2015 do zadnjega četrletja 2016 za zavarovalnice in pokojninske skладe. Podatki so ekstrapolirani, tako da zajemajo obdobja, za katere podatki niso na voljo: marec 2015 pri investicijskih skladih ter marec 2015 in prvo četrletje 2017 pri zavarovalnicah in pokojninskih skladih. Preostalo vključuje vse preostale sektorje in neskladnosti v podatkih.

Rezultati kažejo, da so med marcem 2015 in marcem 2017 nerezidenti svoja imetja državnih vrednostnih papirjev euroobmočja po ocenah zmanjšali za 496 milijard EUR glede na situacijo, če bi vrednost Eurosystemovih neto nakupov državnih vrednostnih papirjev znašala nič (glej graf C). Ta znesek predstavlja 45% neto nakupov državnih vrednostnih papirjev, ki jih je Eurosystem opravil od marca 2015 do marca 2017.

Podoben izračun kaže, da so DFI svoja imetja zmanjšale za znesek, ki ustreza okrog 25% (281 milijardam EUR) Eurosystemovih neto nakupov. Imetja investicijskih skladov ter zavarovalnic in pokojninskih skladov naj bi se po ocenah zmanjšala za

<sup>25</sup> Ocene sledijo pristopu, ki so ga uporabili Joyce in drugi (Joyce, M., Liu, Z. in Tonks, I., »Institutional investors and the QE portfolio balance channel«, *Journal of Money, Credit & Banking*, objavljeno v prihodnjih številki). Za DFI in nerezidente so kot neodvisne spremenljivke uporabljeni neto izdajanje državnih vrednostnih papirjev, Eurosystemovi neto nakupi pred programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja in indeks VIX, ki meri volatilnost na mednarodnih trgih. Za investicijske skладe ter zavarovalnice in pokojninske skladne so uporabljene spremenljivke, ki opisujejo pasivno stran teh sektorjev, in sicer neto izdajanje točk/delnic za investicijske skladne ter zavarovalne tehnične rezervacije za zavarovalnice in pokojninske skladne, saj je verjetno, da na investicijsko obnašanje teh sektorjev v veliki meri vplivajo terjate stranki. Za več podrobnosti o izvajanjiju tega pristopa za euroobmočje glej Adalid, R., in Palligkinis, S., »Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme«, SSRN mimeo, december 2016.

znesek, ki ustreza 16% oziroma 14% Eurosistemovih neto nakupov.<sup>26</sup> Te ugotovitve niso presenetljive, saj so bila neposredno pred začetkom izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja imetja državnih vrednostnih papirjev v sektorjih nerezidentov in DFI tudi največja.

#### **Glede na začetna imetja sta se na Eurosistemove nakupe po ocenah**

**najmočneje odzvala sektorja nerezidentov in investicijskih skladov.** Da bi lahko ocenili relativen odziv posameznega sektorja na Eurosistemove nakupe, je ocenjeni vpliv izražen relativno glede na imetja tega sektorja v obdobju pred začetkom izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Iz te primerjave je razvidno, da sta se kot prodajalca najmočneje odzvala sektorja nerezidentov in investicijskih skladov, pri čemer je vpliv programa nanju znašal okrog 20% njunih imetij državnih vrednostnih papirjev euroobmočja pred začetkom izvajanja programa. Nasprotno se je sektor zavarovalnic in pokojninskih skladov, ki je eden največjih imetnikov državnih vrednostnih papirjev, odzval s prodajo manj kot 10% vrednostnih papirjev, ki jih je imel v imetju pred začetkom izvajanja programa. Odziv DFI je znašal 15%, kar predstavlja vmesen odziv. Razmeroma majhen odziv zavarovalnic in pokojninskih skladov je verjetno posledica naložbenih strategij tega sektorja, ki jih narekuje potreba po izpolnjevanju dolgoročnih obveznosti in so podvržene precejšnjim regulatornim omejitvam. V nasprotju s tem sektorja nerezidentov in investicijskih skladov verjetno vključujeta večji delež aktivnih udeležencev na trgu, ki jih bolj usmerja iskanje donosov.

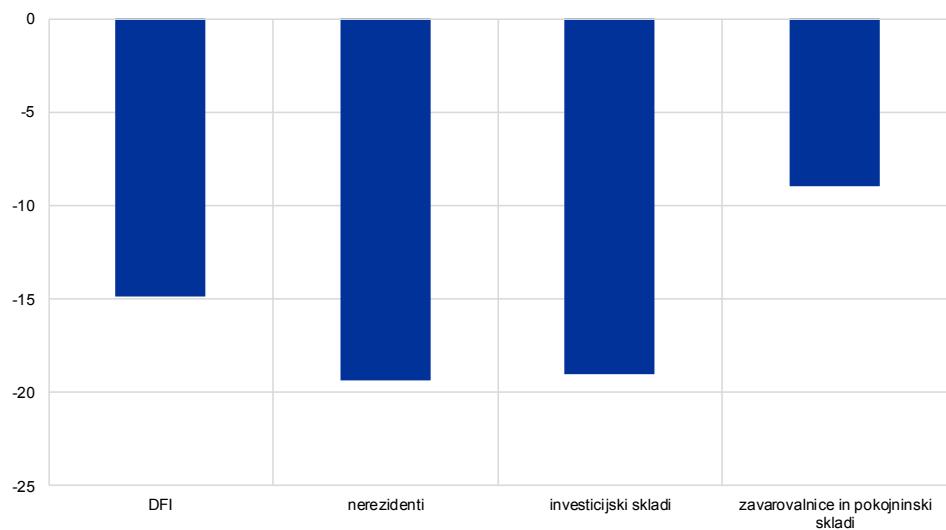
---

<sup>26</sup> V grafih B in C se osnovni podatki razlikujejo zaradi uporabe različnih obdobij in virov podatkov. Graf B prikazuje tokove za vse sektorje dosledno iz četrteletnih sektorskih računov, ki so trenutno na voljo le do zadnjega četrteletja 2016. V grafu C so uporabljeni statistični podatki o posameznih sektorjih. Ti podatki so za sektorja nerezidentov in DFI, ki sta za analizo, predstavljeno v tem okvirju, najbolj relevantna, na voljo mesečno. Tako je mogoče analizo začeti hkrati z začetkom programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tj. v marcu 2015, in jo podaljšati do marca 2017.

### Graf D

Ocenjeni vpliv programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na imetja državnih vrednostnih papirjev euroobmočja po sektorjih (od marca 2015 do marca 2017) glede na imetja pred programom

(v odstotkih stanja v zadnjem četrletju 2014 po sektorjih)



Viri in opombe: Glej grafa A in C.

## Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2017

**Evropska komisija je 22. maja objavila priporočila posameznim državam za ekonomsko in javnofinančno politiko, ki so namenjena vsem državam članicam EU razen Grčije, vključena pa so tudi priporočila posameznim državam glede izvajanja Pakta za stabilnost in rast v Evropski uniji.** Priporočila posameznim državam so gospodarski in finančni ministri omenjenih držav članic dokončali in odobrili 16. junija. Predvidoma jih bo Evropski svet potrdil 22.–23. junija, objavljena pa bodo sredi julija.<sup>27</sup> Namen priporočil Sveta v zvezi z javnofinančno politiko je zagotoviti, da države EU spoštujejo Pakt za stabilnost in rast. Priporočila tako vključujejo oceno dopolnitve programov stabilnosti in konvergenčnih programov iz leta 2017, ki so jih države tekomp aprila predložile Evropski komisiji in Svetu. Kar zadeva nadaljnje ukrepanje, bi morale države v euroobmočju priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko, izdana v okviru evropskega semestra 2017, upoštevati v osnutkih proračunskih načrtov za leto 2018. Te načrte je treba do sredine oktobra 2017 predložiti Euroskupini in Evropski komisiji. V tem kontekstu ta okvir obravnava priporočila za javnofinančno politiko, namenjena 18 državam v euroobmočju.

**Po letošnjih pomladanskih gospodarskih napovedih Evropske komisije izboljšanje proračunskega položaja v euroobmočju spremi razhajanje med državami, kar zadeva napredek v smeri vzdržnih javnih financ.** Po eni strani je Komisija ocenila, da je leta 2016 osem držav v euroobmočju uresničilo svoj srednjeročni proračunski cilj.<sup>28</sup> S takšnim ugodnim rezultatom bodo lahko te države okrepile svoj proračun ter v srednjeročnem obdobju zmanjšale javni dolg, tako da bo njihovo gospodarstvo bolj odporno proti neugodnim gospodarskim gibanjem. Po drugi strani pa strukturne prilagoditve v številnih preostalih državah kljub izboljševanju gospodarskih razmer ne dosegajo zahtev iz pakta. Tako se odlaša z uresničevanjem srednjeročnega proračunskega cilja in z oblikovanjem javnofinančnih rezerv, kar je še posebno problematično v državah z visoko ravnijo javnega dolga. Te države trenutno beležijo takšen temeljni proračunski položaj, ki je najbolj oddaljen od srednjeročnega cilja (glej tabelo). V prihodnjem obdobju te države tvegajo, da bodo med naslednjim gospodarskim upadom omejene pri stabilizacijsko naravnani uporabi javnofinančne politike, in lahko se zgodi, da bodo morale proračunsko politiko celo prociklično zaostri. Dodatne proračunske pritiske lahko povzroči tudi morebitno zvišanje ravni obrestnih mer.

**Priporočila Komisije posameznim državam izpostavljajo, da v več državah euroobmočja obstaja tveganje neskladnosti z zahtevanimi strukturnimi prilagoditvami v okviru pakta.** Po ugotovitvah Evropske komisije niti Francija niti Španija, ki sta imeli v letu 2016 primanjkljaj nad referenčno vrednostjo 3% BDP, v obdobju 2017–2018 predvidoma ne bosta dosegli opaznih strukturnih prilagoditev (tj.

<sup>27</sup> S sprejetjem priporočil posameznim državam v Ekonomsko-finančnem svetu (ECOFIN) na seji, ki bo predvidoma 11. julija, se bo formalno zaključil evropski semester 2017.

<sup>28</sup> Opredelitev srednjeročnega proračunskega cilja je v okvirju z naslovom »Učinkovitost srednjeročnega proračunskega cilja kot sidra za javnofinančne politike«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

zmanjšanje proračunskega primanjkljaja prek dejavnikov, ki ne vključujejo gospodarskega cikla in začasnih proračunskih ukrepov). Poleg tega se v nekaterih državah, ki so trenutno v preventivnem delu pakta in še niso dosegle svojega srednjeročnega proračunskega cilja, pričakuje precejšnje odstopanje od zahtevanih strukturnih prilagoditev. In to v času, ko so bile zahtevane strukturne prilagoditve pri nekaterih državah precej omiljene, da bi se upoštevali številni dejavniki, med katerimi so strukturne reforme, dodatne državne investicije in pokojninske reforme ter tudi stroški z namestitvijo beguncev in dodatni izdatki za javni red in varnost. Gledano v celoti bi se lahko zaradi takšne fleksibilnosti zmanjšale zahteve do držav pri napredovanju v smeri srednjeročnega cilja, in sicer v povprečju od prilagoditev v višini okrog  $\frac{1}{2}$  odstotne točke BDP do prilagoditev v višini okrog  $\frac{1}{4}$  odstotne točke BDP v letu 2017.<sup>29</sup> Kljub temu bodo te države predvidoma izvajale ekspanzivno javnofinančno politiko v povprečni višini 0,3% BDP, tj. politiko, zaradi katere se bo strukturni saldo dodatno poslabšal.

**Priporočila Komisije za javnofinančno politiko se v dveh pogledih oddaljujejo od tistih v preteklosti.** Prvič, velikost strukturnih prilagoditev, ki jih Svet priporoča vladam, da bi zagotovile polno skladnost s Paktom za stabilnost in rast, je podrobnejše določena v uvodnih izjavah priporočil namesto v izvedbenem delu. Običajno je izvedbeni del tisti, ki daje vladam jasne vnaprejšnje usmeritve o tem, kako v naslednjih 12 do 18 mesecih izvajati politiko javnih financ. Ta služi tudi kot vodilo parlamentu in širši javnosti ter kot referenčna točka za transparentno naknadno oceno skladnosti s paktom. Zaradi tega je pomembno, da se javnofinančne usmeritve v celoti upoštevajo, med drugim v osnutkih proračunskih načrtov za leto 2018, s čimer bo zagotovljen zadosten napredok v smeri zdravih javnih financ. Drugič, uvodne izjave vsem državam, od katerih se v letu 2018 zahtevajo strukturne prilagoditve v višini 0,5% BDP ali več – ne glede na njihovo raven javnega dolga – določajo, da »bo treba pri oceni osnutka proračunskega načrta za leto 2018 in poznejši oceni proračunskih rezultatov za leto 2018 ustrezno upoštevati cilj glede fiskalne naravnosti, ki prispeva k okrepitevi trenutnega okrevanja in zagotavljanju vzdržnosti javnih financ [zadevne države članice]«. To bi lahko pomenilo zmanjšanje zahtevanih strukturnih prilagoditev povrh tega, kar je bilo po obstoječih določbah pakta o fleksibilnost že odobreno (kot je sporočila Komisija januarja 2015).<sup>30</sup> V prihodnje je pomembno zagotoviti dosledno izvajanje na pravilih temelječega Pakta za stabilnost in rast.

<sup>29</sup> Države, ki so že dosegle srednjeročni proračunski cilj, so izključene.

<sup>30</sup> Glej sporočilo Komisije o tem, kako čim bolje izkoristiti prožnost v okviru obstoječih pravil Pakta za stabilnost in rast, Bruselj, 2015.

## Tabela

### Zahtevane strukturne prilagoditve v okviru Pakta za stabilnost in rast v obdobju 2017–2018

	Srednjoročni proračunski cilj	2016	2017		2018	
		Strukturni saldo*	Spremembra strukturnega salda*	Zahtevane strukturne prilagoditve v priporočilu posamezni državi	Spremembra strukturnega salda*	Zahtevane strukturne prilagoditve v priporočilu posamezni državi
<b>Preventivni del Pakta za stabilnost in rast</b>						
<b>Belgia</b>	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
<b>Nemčija</b>	-0,5	0,8	-0,2	na ravni SPC	-0,3	na ravni SPC
<b>Estonija</b>	-0,5	0,2	-0,6	na ravni SPC	-0,4	na ravni SPC
<b>Irska</b>	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6
<b>Italija</b>	0,0	-1,7	-0,2	0,6	-0,3	0,6
<b>Ciper</b>	0,0	0,9	-1,1	na ravni SPC	-0,2	0,2
<b>Latvija</b>	-1,0	-0,8	-0,7	na ravni SPC	-0,9	-0,3
<b>Litva</b>	-1,0	-0,2	-0,7	na ravni SPC	-0,2	na ravni SPC
<b>Luksemburg</b>	-0,5	2,0	-1,6	na ravni SPC	-0,2	na ravni SPC
<b>Malta</b>	0,0	0,4	0,0	na ravni SPC	0,2	na ravni SPC
<b>Nizozemska</b>	-0,5	0,7	-0,4	na ravni SPC	0,2	na ravni SPC
<b>Avstrija</b>	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3
<b>Portugalska</b>	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6
<b>Slovenija</b>	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0
<b>Slovaška</b>	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5
<b>Finska</b>	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1
<b>Korektivni del Pakta za stabilnost in rast</b>						
<b>Španija (rok iz PČP letu 2018)</b>	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5
<b>Francija (rok iz PČP letu 2017)</b>	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6

Vir: pomladanske gospodarske napovedi Evropske komisije (\*) in njena priporočila posameznim državam.

Opombe: V tabeli se zahtevane strukturne prilagoditve nanašajo na tiste iz priporočil posameznim državam. Pri nekaterih državah, ki so v preventivnem delu pakta, so bile zahteve zmanjšane, potem ko jim je bila odobrena fleksibilnost zaradi izvajanja strukturnih reform, dodatnih državnih investicij itd. Pri drugih državah bi se lahko zahteve še dodatno zmanjšale, če bo fleksibilnost odobrena naknadno. »Na ravni SPC« pomeni, da so države po napovedi Evropske komisije na začetku posameznega leta dosegle svoj srednjoročni proračunski cilj (SPC). Zahtevane strukturne prilagoditve so lahko višje pri državah, za katere velja tudi pravilo o zadolženosti. PČP pomeni postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

### Evropska komisija je 22. maja objavila tudi priporočila v zvezi z izvajanjem

**Pakta za stabilnost in rast.** Komisija je priporočila, da se do roka v letu 2016 odpravi postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Portugalski, Sveta pa je 16. junija sprejel zadeven sklep. Poleg tega je Komisija v poročilih na podlagi člena 126(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije preučila kršitev kriterija javnega dolga leta 2016 v Belgiji in na Finskem ter sklenila, da ne sproži postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. V primeru Finske je bila kršitev referenčne vrednosti glede javnega dolga (za 3,6% BDP) pojasnjena z olajševalnimi okoliščinami, med katerimi so določbe o finančni podpori drugim državam euroobmočja za varovanje finančne stabilnosti ter negativen vpliv gospodarskega cikla. Kar zadeva Belgijo, je Komisija sklenila, da država v letih 2016 in 2017 skupaj po ocenah tvega neskladnost z zahtevami iz preventivnega dela pakta. Analiza pa je vseeno pokazala, da država po ocenah trenutno izpolnjuje kriterij javnega dolga glede na to, da je mogoče odstopanje še vedno odpraviti v letu 2017. Kar zadeva Italijo, je bila odločitev o sprožitvi postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem zaradi zadolženosti odložena. Komisija predvideva, da bo na podlagi osnutka

proračunskega načrta za leto 2018 in letošnjih jesenskih gospodarskih napovedi ponovno ocenila izpolnjevanje kriterija javnega dolga v Italiji. Na splošno se zaradi uporabe pravila o zadolženosti v okviru pakta – ta temelji na spoštovanju preventivnega dela v srednjeročnem obdobju ter na podatkih, ki se preverjajo naknadno – tvega, da se po nepotrebnem odlaga s končno odločitvijo, ali sprožiti postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem zaradi zadolženosti ali ne. Medtem bi se lahko zaradi odstopanja strukturnih prilagoditev od zahtev pakta dodatno povečalo tveganje glede vzdržnosti dolga. V prihodnje bi bilo treba oceno izpolnjevanja kriterija javnega dolga dodatno pojasniti na podlagi jasno merljivih dejavnikov, s čimer bo mogoče zagotoviti učinkovito izvajanje pravila o zadolženosti v okviru pakta.<sup>31</sup>

**Sklenemo lahko z ugotovitvijo, da je bil Pakt za stabilnost in rast doslej podvržen pogostim spremembam in interpretacijam, zato je postal zelo kompleksen.** Zaradi tega je dosledna uporaba pravil v vseh državah in ves čas težja. Obenem je vsak fiskalni okvir tako dober, kot je dobro njegovo uveljavljanje. S tega vidika je celovita, pravno zanesljiva in dosledna uporaba pravil iz Pakta za stabilnost in rast skupna odgovornost Evropske komisije in Sveta. To je izredno pomembno kredibilnost pakta.

---

<sup>31</sup> Glej članek z naslovom »Government debt reduction strategies in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

## Fiskalni dogovor: ocena Komisije in pot naprej

**Kot odziv na državno dolžniško krizo je bil vzpostavljen fiskalni dogovor z namenom, da se spodbudi proračunska disciplina ter poveča odgovornost držav za uresničevanje okvira javnofinančnega upravljanja.** To naj bi dosegli s tem, da države v nacionalno zakonodajo vgradijo načela zdrave javnofinančne politike iz Pakta za stabilnost in rast ter da vzpostavijo institucije, ki bodo omogočale poučeno politično razpravo o teh vprašanjih na nacionalni ravni.

**Za dosego teh ciljev fiskalni dogovor<sup>32</sup> obvezuje sodelujoče države, da se pravno zavežejo pravilu o uravnoteženem proračunu ter da vzpostavijo institucije, ki bodo spremljale uresničevanje tega pravila.** Šteje se, da je pravilo o uravnoteženem proračunu, ki bi moralo biti zapisano na ustavni ravni, izpolnjeno, če je strukturni saldo države v skladu s srednjeročnim proračunskim ciljem posamezne države.<sup>33</sup> Države, ki svojega srednjeročnega cilja še niso uresničile, morajo zagotoviti hitro približevanje temu cilju. V primeru precejšnjega odstopanja od pravila bi moral biti na nacionalni ravni samodejno sprožen popravljalni mehanizem. V zvezi s tem Komisija predlaga skupna načela, ki med drugim podrobneje določajo naravo, velikost in časovni okvir popravljalnih ukrepov.<sup>34</sup> Kar zadeva institucionalno spremjanje, so se države, ki jih obvezuje fiskalni dogovor, zavezale k temu, da bodo vzpostavile neodvisno nacionalno institucijo (fiskalni svet), ki bo spremljala upoštevanje pravil. Te institucije naj bi imele vlogo tudi pri aktiviraju popravljalnega mehanizma v primeru, da države odstopajo od pravila.<sup>35</sup> Poleg tega naj bi se v skladu s skupnimi načeli nacionalni organi držali načela »upoštevaj ali pojasni«, ko se odzivajo na ocene, ki jih je dal fiskalni svet, tj. bodisi morajo slediti napotkom sveta bodisi morajo javno pojasniti, zakaj od njih odstopajo. Fiskalni dogovor dopolnjuje druge novejše spremembe za okrepitev okvira javnofinančnega upravljanja na nacionalni ravni, med katerimi so direktiva o nacionalnem proračunskem okviru in »dvojček« uredb.<sup>36</sup>

**Evropska komisija je februarja letos objavila oceno prenosa fiskalnega dogovora v nacionalno zakonodajo, tj. tri leta po roku za prenos (1. januar 2014).**<sup>37</sup> Ocena Komisije je bistvena, saj je mogoče pred Sodiščem Evropske unije sprožiti postopek, če se ugotovi, da pogodbenica ni izvedla obveznega prenosa. Poleg tega lahko državo doleti denarna kazen v višini do 0,1% BDP, če v določenem obdobju sodbe sodišča ne spoštuje.

<sup>32</sup> Fiskalni dogovor je del Pogodbe o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji (PSUU). PSUU je začela veljati 1. januarja 2013, pri čemer je bil določen enoletni rok za prenos v nacionalno zakonodajo. Gre za medvladno pogodbo, ki jo je podpisalo 25 držav (tj. »pogodbenic«), od katerih jih 22 – 19 držav euroobmočja ter Bolgarijo, Dansko in Romunijo – fiskalni dogovor formalno obvezuje.

<sup>33</sup> Glej tudi članek z naslovom »A fiscal compact for a stronger Economic and Monetary Union«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2012, ter okvir z naslovom »Glavni elementi fiskalnega dogovora«, *Mesečni bilten*, ECB, marec 2012.

<sup>34</sup> Glej sporočilo Komisije o skupnih načelih.

<sup>35</sup> V »dvojčku« uredb so podrobnejše določene naloge neodvisne fiskalne institucije, vključuje pa tudi pripravo oziroma vsaj potrditev makroekonomskih projekcij, ki se uporabljajo pri proračunskem načrtovanju.

<sup>36</sup> Glej direktivo o nacionalnem proračunskem okviru in »dvojček« uredb.

<sup>37</sup> Glej oceno Komisije o prenosu fiskalnega dogovora.

**Po oceni Komisije so vse države izpolnile zahteve.** Vseeno je v nekaterih primerih pozitivna ocena odvisna od prihodnjega sprejetja dodatnih ali spremenjenih določb. Pri vsaki državi se ocena osredotoča na (i) pravni status določb, (ii) formulacijo pravila o uravnoteženem proračunu, (iii) popravljalni mehanizem in (iv) vzpostavitev neodvisnega fiskalnega sveta. Kar zadeva pravni status določb in formulacijo pravila o uravnoteženem proračunu, Komisija ugotavlja, da »so vse pogodbenice zaradi zahtev fiskalnega dogovora [...] znatno prilagodile svoj nacionalni fiskalni okvir«, ne glede na razlike med državami. Tako je bilo ugotovljeno, da so vse pogodbenice vzpostavile zavezujoče pravilo o uravnoteženem proračunu (čeprav samo nekatere na ustavnih ravni) ter da so določile spodnjo mejo primanjkljaja na ravni –0,5% BDP. Vseeno pa obstajajo razlike med državami glede tega, kako nameravajo zagotoviti hitro približevanje svojemu srednjeročnemu cilju. V nekaterih državah je opredelitev izjemnih okoliščin, ki omogočajo uporabo odstopnih klavzul, širša kot v Paktu za stabilnost in rast. Ocena Komisije izpostavlja tudi razlike glede samodejnosti popravljalnega mehanizma ter glede obsega zahtevanih popravljalnih ukrepov. Kar zadeva fiskalni svet, je Komisija potrdila, da morata biti njegovo pooblastilo, da spremišča spoštovanje pravil, ter njegov institucionalni ustroj zapisana v zakonodaji, vendar z različno stopnjo podrobnosti.

**Na splošno pozitivna ocena Komisije je v nasprotju z dejstvom, da je bil fiskalni dogovor v številnih državah samo deloma prenesen v zakonodajo.**

Ocena Komisije o »skladnosti« je pri več državah pogojena s formalnimi zavezami nacionalnih organov, da bodo bodisi izvedli preostale dele fiskalnega dogovora bodisi zagotovili, da bodo zahteve v celoti izpolnjevali v prihodnje. Zaveze pa niso ustrezni nadomestek za zakonske določbe, saj niso izvršljive. Formalne zaveze v zvezi s pravilom o uravnoteženem proračunu so dali nacionalni organi Danske, Francije, Cipra, Litve, Nizozemske in Romunije (glej tabelo). Poleg tega številne države, namreč Belgija, Danska, Grčija, Španija, Francija, Italija, Luksemburg, Avstrija, Portugalska in Slovaška, v svoj pravni okvir še niso formalno vključile brezpogojnega načela »upoštevaj ali pojasni«. Namesto tega so samo obljudile, da bodo to načelo spoštovale ali pa spremenile zakonske določbe. Poleg tega na področju popravljalnega mehanizma določbe Francije, ki urejajo vsebino mehanizma, in opredelitev Latvije glede odstopne klavzule predvidevajo določen prostor za fleksibilnost. Komisija je soglašala tudi z vzpostavitvijo in ustrojem institucij za spremiščanje, čeprav je bilo ugotovljeno, da nacionalna zakonodaja v nekaterih državah, namreč v Belgiji, na Dansku, v Španiji, Franciji, Luksemburgu in na Nizozemskem, ne zagotavlja v celoti njihove neodvisnosti.

### Tabela

Pregled »pogojnih dejavnikov« iz ocene Komisije o spoštovanju fiskalnega dogovora

	pravilo o uravnoteženem proračunu	popravljalni mehanizem	fiskalni svet	načelo »upoštevaj ali pojasni«
formalne zaveze	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
pojasnila		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
zakonske spremembe			BE	BE, GR
ukrepi, ki jih je še treba sprejeti			SI	

Vir: Evropska komisija.

Opombe: »Pogojni dejavniki« (formalne zaveze, pojasnila nacionalnih organov o razlagi določenih zakonskih določb, objubljene zakonske spremembe in ukrepi, ki jih je še treba sprejeti) se nanašajo na tiste dele fiskalnega dogovora, ki še niso bili preneseni v nacionalno zakonodajo, vendar so nacionalni organi objubili, da jih bodo v celoti izpolnjevali v prihodnje. Od objave ocene je Slovenija ukrepala in imenovala člane novo ustanovljene institucije za spremljanje.

**Gledano v celoti je počasen in nepopoln prenos fiskalnega dogovora v nacionalno zakonodajo nezadovoljiv.** To opozarja na nedvomno tveganje, da se nameravana vgraditev pravil o zdravi javnofinančni politiki v nacionalno zakonodajo ne bo uresničila. To bi lahko skupaj z izvajanjem fiskalnega okvira EU, ki bi lahko obveljal kot ne dovolj popoln, prispevalo k zmanjšanju verodostojnosti zdrave javnofinančne politike.

**V kontekstu nadaljnjega ukrepanja po oceni bo pomembno natančno spremljanje, ali nacionalni organi izpolnjujejo svoje zaveze.** Ocena Komisije se osredotoča na vprašanje, ali so glavni elementi fiskalnega dogovora ustrezno zapisani v nacionalnih določbah. Obravnavana pa nista niti njegovo praktično izvajanje niti njegova učinkovitost. V prihodnje bi bilo koristno, da se učinkovitost fiskalnega dogovora temeljito oceni.<sup>38</sup> Takšno učinkovitost, uresničeno v obliki boljše proračunske discipline, je mogoče zagotoviti samo v primeru, da se države v celoti držijo dogovorjenih zavez iz fiskalnega dogovora.

<sup>38</sup> To bo pomembno tudi pri vprašanju, ali naj se glavni elementi fiskalnega dogovora vključijo v zakonodajo EU – tj. možnost, ki jo predvideva tudi PSUU.

# Članek

## 1

## Domestic and global drivers of inflation in the euro area

This article discusses the role of domestic and global drivers of inflation in the euro area and whether and how their relative importance has changed over time. Domestic price pressures result mainly from wage and price-setting behaviour, which is closely linked to the domestic business cycle. In respect of external drivers, import prices – especially of commodities – naturally play an important role in the development of domestic headline inflation, for example via energy and food inflation. However, more recently it has been argued that global integration has increased the influence of the global business cycle on domestic inflation and thereby also supported a convergence of inflation developments across the globe. While inflation developments have indeed increasingly shown a common pattern since the early 1990s, this commonality can to a large extent be explained by a change in monetary policy orientation and global commodity price developments. As concerns the effects of globalisation, the theoretically appealing idea that domestic wage and price pressures are increasingly affected by global developments via higher integration and increasing contestability of labour and product markets is difficult to capture empirically. In this respect we find, for example, only limited support for including measures of global slack and of the integration in global value chains in Phillips curve analyses of inflation in the euro area.

### 1 Introduction

**Over the medium term, the overall rate of inflation in an economy is determined by its central bank's monetary policy.** However, over the short term, inflation outcomes are influenced by domestic and external cost and price shocks. On the domestic side, inflation outcomes are typically affected by the balance between aggregate domestic demand and supply, with inflation expectations playing a key role. On the external side, inflation is affected mainly by demand and supply fluctuations in the global economy, which affect the prices of tradable goods, particularly commodities, but also exchange rate developments.

**There are a number of reasons why global factors may recently have been playing a more prominent role in shaping domestic inflation dynamics.** One argument is that globalisation has made national inflation less responsive to domestic capacity constraints. There are two possible theories for this conclusion: either any sudden expansion in demand for goods would translate into higher imports rather than higher prices; or foreign competition would constrain wage or price increases in industries open to global competition, lowering the sensitivity of wages to domestic demand pressures. It is in this context that China's integration in the global economy, as discussed in Box 1, has played a central role. Another argument emphasises the role of credible monetary policies that stabilised inflation expectations and trend inflation across advanced and many emerging economies

and reduced the volatility of inflation developments and the level of inflation.<sup>39</sup> Based on the reduced volatility and the lower level of inflation, proportionally more of the variation in national inflation rates would be explained by inflation developments linked to exogenous global price shocks, such as commodity price changes.

**In the literature the concept of “global inflation” has come to the fore.** This is the notion that domestic inflation rates have converged because of the increased influence of global developments on domestic inflation. One strand of the literature on global inflation has focused on the common – or global – component in national inflation rates and what role it has played in domestic inflation developments.<sup>40</sup> A second strand has emphasised the importance of global output gaps and integration in global value chains (GVCs) as a determinant of national inflation processes.<sup>41</sup>

**Against this background the article discusses the role played by domestic and external factors with regard to inflation and whether their relative importance has changed over time.** The article is structured as follows: the following section discusses the domestic and global drivers of inflation. Section 3 discusses commonalities in inflation developments across the globe. The relative importance of domestic and global factors in the development of euro area inflation after the crisis is analysed in Section 4. Section 5 discusses whether globalisation has changed the importance of global slack for the modelling of domestic inflation based on Phillips curves. The last section concludes.

## 2 Domestic and external drivers of inflation

**In the medium term, inflation expectations play a key role in the achievement of a central bank’s inflation target.** Inflation expectations that are firmly anchored in line with the inflation target support the achievement of that goal by guiding wage and price-setting decisions in the economy. Deviations of inflation expectations from

---

<sup>39</sup> See also Beechey, M.J., Johannsen, B.K. and Levin, A.T., “Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 3, No 2, 2011, pp. 104-129.

<sup>40</sup> Ciccarelli and Mojon note significant co-movement in inflation rates across countries and find that models which include a measure of global inflation consistently improve benchmark national inflation forecasts. They conclude that inflation should be modelled as a global rather than a national phenomenon: see Ciccarelli, M. and Mojon, B., “Global Inflation”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 92, No 3, August 2010, pp. 524-535.

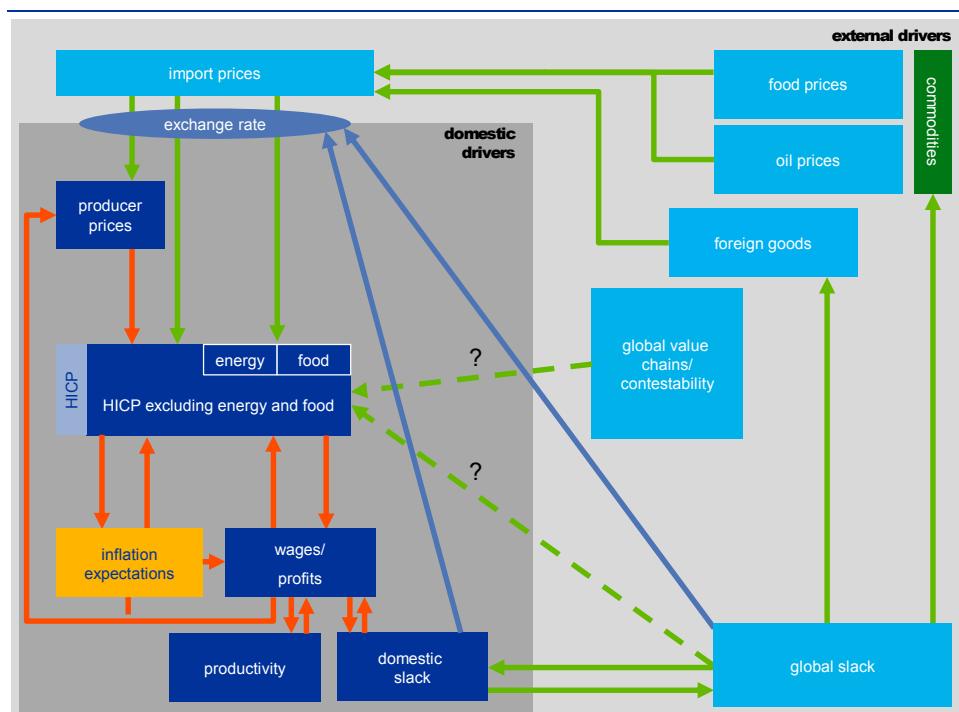
<sup>41</sup> Borio and Filardo, for example, argue that proxies for global economic slack add considerable explanatory power to traditional benchmark inflation equations and that the role of global factors has been growing over time. In follow-up work, Auer, Borio and Filardo link directly what they call the “globalisation of inflation” to the growing integration of the global supply network. See Borio C. and Filardo, A., “Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation”, *BIS Working Papers*, No 227, 2007; Auer, R., Borio, C and Filardo, A., “The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains”, *BIS Working Papers*, No 602, 2017; and also Guerrieri, L., Gust, C. and López-Salido, J.D., “International Competition and Inflation: A New Keynesian Perspective”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No 4, 2010, pp. 247-280.

the inflation target may become self-reinforcing.<sup>42</sup> The anchoring of inflation expectations is hence a core task for monetary policy.

**In the short term, fluctuations in inflation are affected by both domestic and external developments.** The following part discusses the main drivers of inflation on the domestic as well as on the external side. Chart 1 gives a stylised overview of the drivers of inflation in terms of the harmonised index of consumer prices (HICP). The HICP, which is the benchmark indicator for the price stability target of the ECB, is based on a broad basket of goods and services. The main components of the consumption basket used to calculate the HICP are commonly grouped into energy, food, services and non-energy industrial goods (NEIG). HICP inflation excluding energy and food, which consists of services and NEIG inflation, is one measure of underlying inflation.

### Chart 1

#### Domestic and external drivers of inflation – stylised overview



Source: ECB illustration. The red arrows reflect domestic drivers of inflation, the green arrows external drivers. Blue arrows illustrate that global and domestic slack are important drivers of exchange rate developments. The dashed green lines reflect the hypotheses discussed in this article – namely that GVCs and global slack have a direct influence on euro area inflation.

**On the domestic side, price pressures are largely determined by developments in unit labour costs and profit margins.** Wages are an important input cost factor for domestic production. In services, which have a weight of two-thirds in HICP inflation excluding energy and food, wages account for the lion's share of around 50% of input costs and are also an important cost factor for NEIG, with a share of

<sup>42</sup> For more details see, for example, the discussion in Ciccarelli, M. and Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, No 181, ECB, 2017; and Busetti F., Delle Monache, D., Gerali, A. and Locarno, A., "Trust, but verify. De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity", *Working Paper Series*, No 1994, ECB, 2017.

around 20%. To the extent that wages increase more strongly than productivity, they push up unit labour costs and thereby increase cost pressures for firms, which may then feed through to producer prices and, ultimately, consumer prices. The strength of this pass-through depends crucially on profit margin developments, which are closely linked to the pricing power of firms. This pricing power is determined by structural factors, such as the degree of competition and barriers to entry, but varies also cyclically with the ebb and flow of demand.

**Domestic price pressures are driven by the domestic business cycle.**

Unemployment moves with the cycle and low labour market slack tends to put upward pressure on wage growth.<sup>43</sup> In a similar vein excess demand in economic upturns allows firms to increase their margins, whereas sluggish demand in economic downturns is often accompanied by a reduction in margins, as firms freeze or reduce their prices (in order to maintain their sales) or do not pass on higher input costs (in order not to lose market shares).<sup>44</sup> The development of profit margins and wages also has important feedback effects on demand via investment decisions of firms and consumption decisions of households, which in turn affect again the likelihood of increases in wages and profit margins. Domestic price pressures can be measured by, for example, the sum of unit labour costs and of unit profits, which is a measure of the costs of domestic production.<sup>45</sup> Chart 2 illustrates the cyclical behaviour of domestic price pressures, which have closely followed the business cycle in the euro area.

---

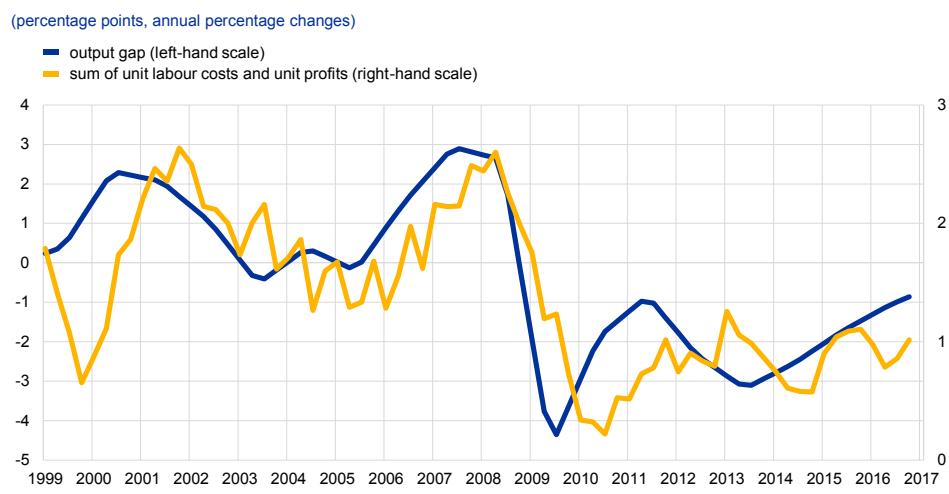
<sup>43</sup> See, for example, the box entitled “Recent wage trends in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016; and the article entitled “The Phillips curve relationship in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, July 2014.

<sup>44</sup> See the box entitled “Trends in profit margins of euro area non-financial corporations”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015.

<sup>45</sup> Unit labour costs are measured as the average cost of labour per unit of output, while unit profits are defined as gross operating surplus per unit of real GDP. Gross operating surplus is defined as GDP minus compensation of employees minus indirect taxes. See the box entitled “What accounts for the recent decoupling between the euro area GDP deflator and the HICP excluding energy and food?”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2016 for a discussion of the factors that affect the GDP deflator and the HICP.

## Chart 2

### Development of domestic price pressures in the euro area over the business cycle



Sources: Eurostat and European Commission.

Notes: The series "sum of unit labour costs and unit profits" reflects the development of the GDP deflator, excluding the impact of unit taxes. The latest observation is for the fourth quarter of 2016.

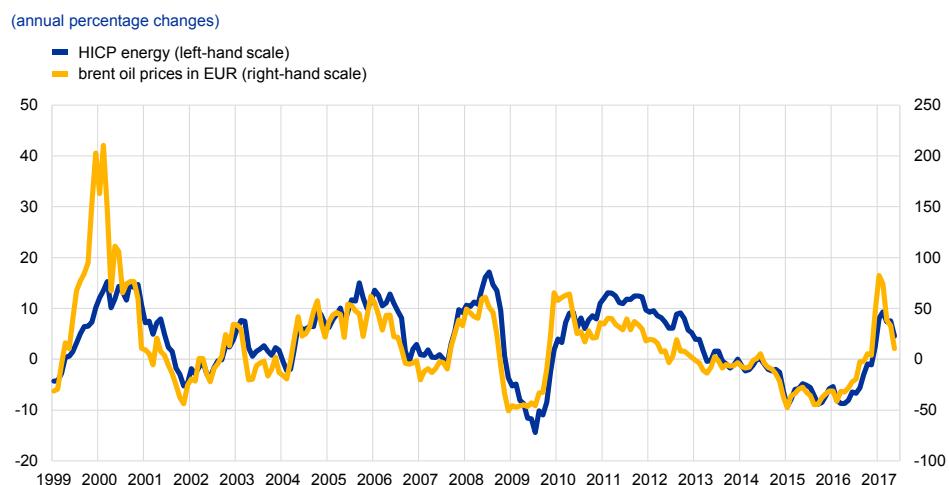
**Turning to the external drivers of inflation, import prices for commodities as well as for intermediate and final goods have a considerable impact on domestic inflation via direct and indirect effects.<sup>46</sup>** For example, oil prices feed directly on energy inflation and imported final goods feed directly on NEIG inflation. Import prices of commodities and intermediate goods also have indirect effects on producer prices via higher input costs, which then feed through the pricing chain.

**Commodity prices, as with oil and food prices, are especially important in shaping headline inflation developments.** Global factors in domestic inflationary developments are most clearly felt via the impact of oil prices on energy inflation. Energy inflation in the euro area, accounting for around 10% of the consumer goods basket used to measure the HICP, is linked fairly closely to the development of crude oil prices, which are determined on global markets (see Chart 3). Food prices in the euro area are affected by the Common Agricultural Policy and the fact that some markets can be influenced by regional factors such as regulation or health scares; however, global demand and supply forces nonetheless play an important role. Food inflation accounts for around 19% of the HICP goods basket and is somewhat volatile as it is also directly affected by weather events around the globe. As shown in Chart 4, domestic food prices tend to correlate with developments in international food price inflation with some time lag.

<sup>46</sup> See for example the box entitled "The role of global factors in recent developments in euro area inflation", *Monthly Bulletin*, ECB, June 2014.

### Chart 3

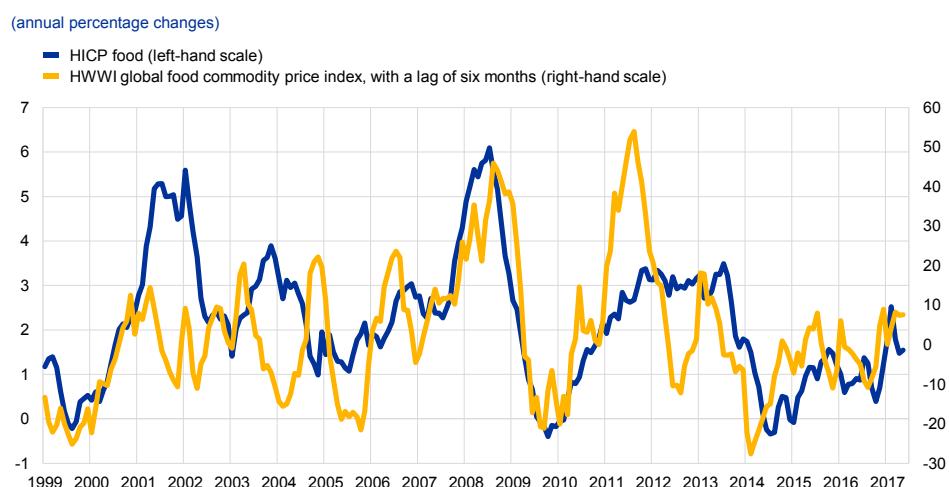
#### Oil prices and HICP energy inflation



Sources: Eurostat, BIS and Bloomberg.  
Note: The latest observation is for May 2017.

### Chart 4

#### HICP food inflation and global food price indices



Sources: Eurostat, Hamburg Institute of International Economics (HWI) and Bloomberg.  
Notes: The latest observation is for May 2017. The strong divergence of the HICP food inflation and the HWI global food commodity price index between 2001 and 2003 was the result of strong price increases for meat, caused by the bovine spongiform encephalopathy (BSE) epidemic – commonly known as mad cow disease. In 2011 soaring crop prices, which have a relatively high weight in the HWI global food commodity price index, passed only partially through to euro area food prices.

#### Import prices also play an important role in relation to underlying inflation.

One channel works via directly imported goods. This is especially relevant for NEIG, of which around 15% are estimated to be directly imported consumer products. Changes in commodity prices also feed through, with some lag, to underlying inflation; this occurs, for example, via the effects of higher import prices for oil on production costs. Such indirect effects<sup>47</sup> are obvious in relation to some HICP

<sup>47</sup> For a discussion of this topic, see the box entitled “Indirect effects of oil price developments on euro area inflation”, *Monthly Bulletin*, ECB, December 2014.

services items, such as transportation services (e.g. aviation), where fuel is a major cost factor. They also affect the prices of NEIG and services that are produced with relatively high oil or energy intensity, such as some pharmaceutical products and some materials used for household maintenance and repair. Finally, import price shocks can lead to second-round effects if their inflationary impact influences wage and price-setting behaviour, which then feed through again to inflation.

**The exchange rate has an important role at the juncture between the external and domestic economic environments.** As shown in Chart 1, the exchange rate moderates or amplifies the transmission of foreign costs and prices into domestic ones. However, it should be noted that the effects of exchange rate fluctuations on inflation in the euro area depend on a variety of factors, including the macroeconomic environment, factors affecting pricing decisions at the firm level and the shocks driving the exchange rate movements.<sup>48</sup>

**Does foreign slack play a direct role in domestic inflation?** The traditional view is that global slack does affect domestic inflation, albeit indirectly. First, global slack has considerable influence on commodity prices, which then affects domestic inflation via import prices for commodities. Second, foreign output gaps matter for short-run inflation dynamics by affecting import prices for these goods. Third, global cyclical conditions affect the domestic output gap indirectly, since stronger global demand for goods and services supports domestic income via the net exports channel. However, the effect that global slack has on domestic inflation may in fact be more direct, as suggested by the “global slack” view<sup>49</sup>. This view stresses that the range of products that can be traded has broadened and that goods produced in different countries are often close substitutes. This is increasingly also affecting services, which in many instances have become more tradable. Moreover, factor input markets are closely integrated globally due to capital mobility and increasingly similar labour supply characteristics across the globe. In addition, the geographical relocation of production and the fragmentation of production processes into their constituent components have been facilitated by advances in communications technology and the gradual breakdown in trade and financial regulatory barriers.<sup>50</sup> Another important aspect is that there was also a major longer-term increase in the production potential of the global economy – for example by the integration of China, which plugged an enormous additional labour force, both directly and indirectly, into the global economic system.<sup>51</sup> Based on all these factors, the global slack view argues that in the case of tradable goods and services, what is decisive is no longer solely the domestic tightness or slack of economic conditions, but the global

<sup>48</sup> For the sake of simplicity, the effects of foreign commodity and goods prices are analysed based on import prices in euro, and the role of exchange rate developments in the transmission process is not discussed explicitly in this article. For more details on this topic, see the article entitled “Exchange rate pass-through into euro area inflation”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.

<sup>49</sup> As propounded by Borio and Filardo and Milani: see Milani, F., “Global Slack and Domestic Inflation Rates: A Structural Investigation for G-7 Countries”, Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, No 33, 2009.

<sup>50</sup> Scheve, K. and Slaughter, M., “Economic insecurity and the globalization of production”, NBER Working Paper, No 9339, 2002.

<sup>51</sup> Freeman, R., “Labor Goes Global: The Effects of Globalization on Workers Around the World”, transcript of the 2004 Eighth Annual Rocco C. and Marion S. Siciliano Forum: Considerations on the Status of the American Society, 2005. See also the discussion in Box 1.

tightness or slack as well, because local demand and supply conditions for a given tradable good or service can to varying degrees be offset elsewhere. In effect this could lead to domestic inflation being increasingly sensitive to global slack.

**Does integration in GVCs affect the role that foreign slack plays in domestic inflation?** Recent research suggests that the direct role of foreign slack in domestic inflation depends on integration into GVCs. The increasing role of GVCs has been facilitated by innovations in information and communication technology; such technology makes it possible to coordinate and track just-in-time production at different production stages by different firms around the globe and to shift firm-specific know-how across borders. These GVCs are also increasingly covering business services. Auer, Borio and Filardo<sup>52</sup> argue that integration in GVCs further boosts the ability of firms to substitute various production stages across borders via offshoring and outsourcing. This in turn increases the degree of contestability of domestic labour markets as, for example, unions are aware of the credible threat that some production stages may be outsourced to other countries. Such a scenario also makes unions and employers take foreign available production capacity into account in wage negotiations. Moreover, GVC integration also increases the importance of inputs produced abroad, whose prices depend strongly on foreign slack. It is argued that in effect the more the various stages of production take place in intricate networks spanning many countries, the more that external factors and supply conditions elsewhere will tend to have an impact on wage and price-setting decisions of firms; consequently this will also have an impact on the development of domestic inflation.<sup>53</sup>

### 3 Commonality in the development of inflation across the globe

**Since the late 1990s developments in inflation have increasingly led to a common pattern across the globe being observed.** In the last two decades a synchronisation of inflation developments can be seen across a large group of advanced and emerging economies. Euro area inflation has also been very strongly correlated with inflation in the countries of the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) with two exceptions: from 1999 to 2002, when there was a period of low inflation following the introduction of the euro;<sup>54</sup> and, to a lesser extent, between 2014 and 2015 (see Charts 5 and 6).

---

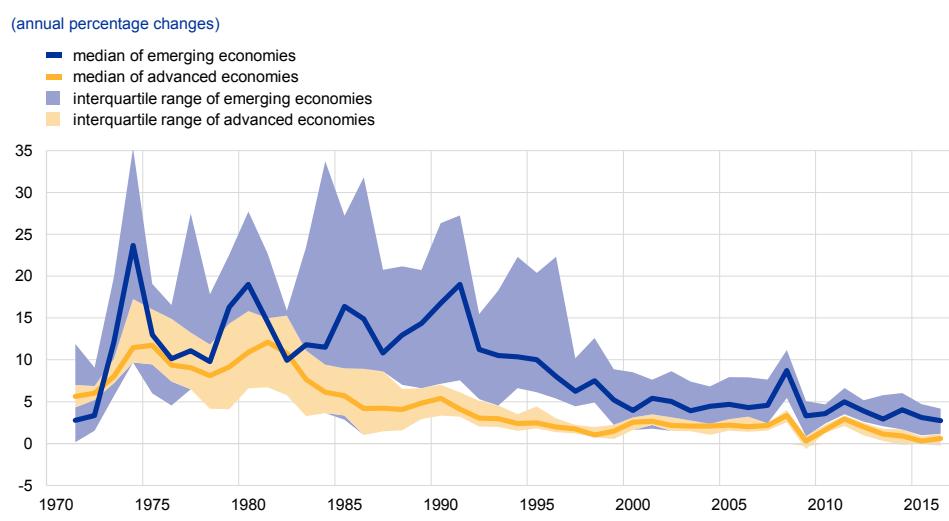
<sup>52</sup> Auer, R., Borio, C and Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, No 602, 2017.

<sup>53</sup> See also the article entitled "The impact of global value chain participation on current account balances – a global perspective", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2017.

<sup>54</sup> See the article entitled "Inflation differentials in the euro area during the last decade", *Monthly Bulletin*, ECB, November 2012.

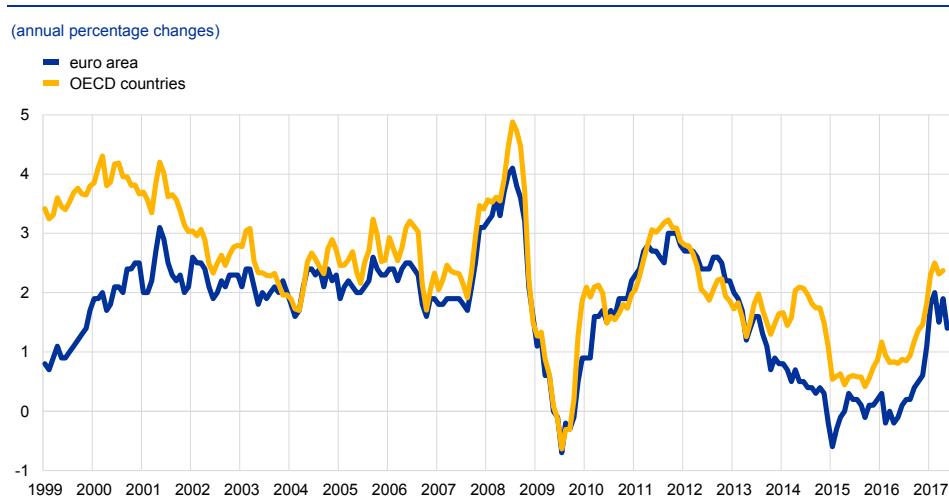
## Chart 5

### Range of inflation rates in advanced and emerging economies



## Chart 6

### Development of inflation in the euro area and in the OECD countries



**Since 2007 inflation has been very volatile in the euro area but also across the OECD countries on average.** It included two periods of falling inflation (2008-09 and 2012 to early 2015) and a protracted period of low inflation in 2014-16 (see Chart 6). Headline inflation developments have very much been shaped by global commodity prices, with oil prices collapsing in 2008/2009 only to then recover strongly to a very high level before a period of renewed declines in 2014-16.

**The strong co-movement of inflation across developed countries has fuelled a debate about whether inflation is or has increasingly become a global phenomenon and is being determined more and more by global factors.**

Ciccarelli and Mojon for example performed a principal component analysis; they found that inflation in 22 OECD countries has a common factor that can account for on average around 70% of the fluctuations of headline inflation in those same countries in a long sample running from 1960 to 2008. In a more recent contribution, Ferroni and Mojon<sup>55</sup> apply a similar approach to the same countries and find – for the shorter and more recent period 1993-2014 – global factors playing a somewhat smaller role, explaining only around half of the variance in domestic inflation by common (global) inflation.<sup>56</sup> They also expand the approach to underlying inflation measured in terms of headline inflation excluding food and energy. Their findings show that 40% of the variation in domestic underlying inflation in the 22 OECD countries studied can be explained by global inflation.

**How significant global inflation is vis-à-vis domestic inflation seems to largely depend on the time period studied.** Applying a similar methodology to that of Ciccarelli and Mojon for 40 developed and developing countries for headline inflation and 34 countries for inflation excluding food and energy over the sample 1999-2016 suggests that global factors account for around half of domestic headline inflation fluctuations (see Chart 7). However, this proportion has changed over time, with global factors playing a far stronger role in the period 2008-16 than in 1999-2007 in terms of headline inflation. Although the role of global factors in headline inflation excluding food and energy is found to be somewhat smaller, at around one quarter on average, the influence that global factors exert also seems to have been stronger more recently.

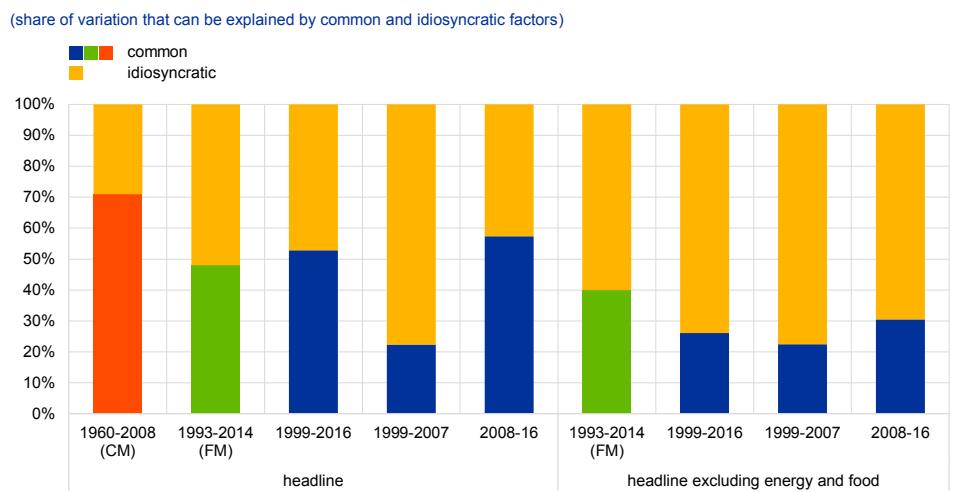
---

<sup>55</sup> Ferroni, F. and Mojon, B., *Domestic and Global Inflation*, 2016, mimeo. In a forecasting exercise, Kearns, J., "Global inflation forecasts", *BIS Working Papers*, No 582, 2016 finds that for most countries global inflation does not improve the survey-based forecasts of domestic inflation. However, this may also mean that survey forecasters incorporate information on global inflation in their forecasts.

<sup>56</sup> Parker also finds that global factors explain a large share of the variation in national inflation rates in a much larger sample of 223 countries and territories from 1980 to 2012: see Parker, M., "Global inflation: the role of food, housing and energy prices", *Working Paper Series*, No 2024, ECB, 2017.

## Chart 7

### The role of global factors in explaining domestic inflation based on common factor analyses



Notes: "CM" (red bar) reflects the share of common factors as calculated by Ciccarelli and Mojon. "FM" (green bars) reflects the share of common factors as calculated by Ferroni and Mojon. The other results (blue bars) are based on ECB staff estimations for 40 developed and developing countries for headline inflation, and 34 countries for headline inflation excluding food and energy.

**Monetary policy orientation plays a role with regard to the commonality in inflation fluctuations across countries.** The high degree of synchronisation of inflation across countries (see Chart 5) reflects a common shift in the orientation of monetary policy. The 1990s saw a common downward trend in inflation, particularly in advanced economies, and later on also in some emerging economies. This trend could be attributed to the growing focus of monetary policy authorities towards delivering price stability<sup>57</sup>. The effectiveness of monetary policy in anchoring domestic price expectations and in reducing the volatility of inflation developments and also the level of inflation would mean that proportionally more of the variation in national inflation rates is linked to exogenous global price shocks, such as commodity price changes.

**Global commodity price movements are likely to be the main driver of the global common factor in inflation.** In this respect the most important effect stems from global oil price developments, which strongly affect the development of domestic energy inflation.<sup>58</sup> The common influence of global oil price developments on inflation can be reinforced by the pass-through of energy to underlying inflation, to the extent that this is similar across countries. The same reasoning applies to food and other raw materials inflation, which are also strongly dependent on global commodity price developments. Chart 8 illustrates the importance of commodity prices for the global commonality of headline inflation, as around half of the variation in the common factor can be explained by movements in oil and food commodity

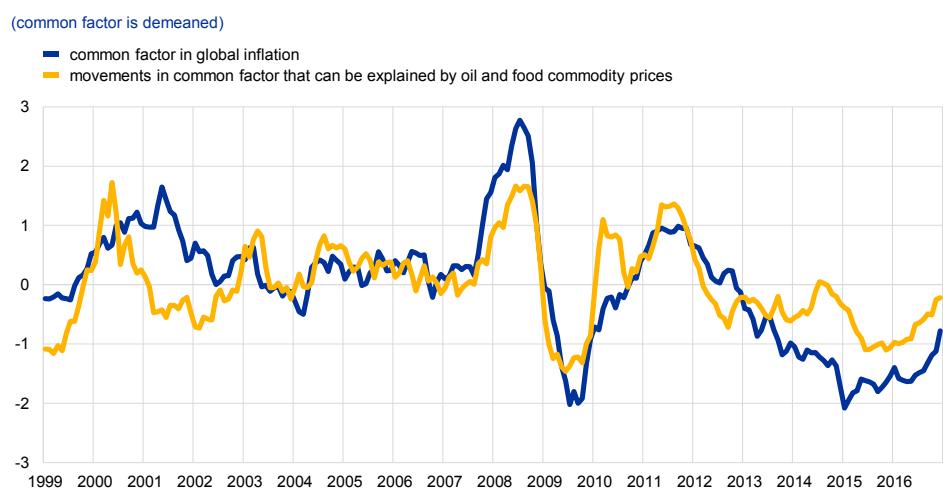
<sup>57</sup> This occurred in the form of the spreading of "good" monetary policy concepts among central banks: see Ciccarelli, M. and Mojon, B., op. cit.

<sup>58</sup> See for example the box entitled "The role of global factors in recent developments in euro area inflation", *Monthly Bulletin*, ECB, June 2014; and the box entitled "Oil prices and euro area consumer energy prices", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2016.

prices. This also supports the view that the impact of global factors is changing and depends on how frequent and how large oil and food shocks are.

### Chart 8

The relationship between the common factor in global inflation and commodity price developments



Notes: The blue line reflects the zero mean common factor in global inflation as derived by replicating the principal component approach of Ciccarelli and Mojon for a sample of 40 advanced and emerging economies. The yellow line reflects movements of oil and food prices weighted with the coefficients derived by a linear regression of the common factor in oil and food prices (with a lag of three months).

### Commodity price cycles contribute to understanding why the importance of global factors in relation to domestic inflation changes so widely over time.

Ciccarelli and Mojon's findings of the very strong influence that global factors can have seem to be partly driven by the inclusion of data from the 1970s, when central banks failed to prevent energy prices from driving up inflation across the world. This explains why analyses that apply a very similar methodology to a shorter sample – during which monetary policy across the world has been far more successful in dampening inflation swings in the face of strong commodity price movements – find that global factors have a substantially smaller effect. The role that strong energy price swings have played in shaping inflation developments after 2008, which have also fed through to underlying inflation via indirect effects, may partly explain the substantial differences in the role of global factors found in the sub-sample analyses for 1999-2007 and 2008-16 in terms of headline and underlying inflation (see Chart 7).

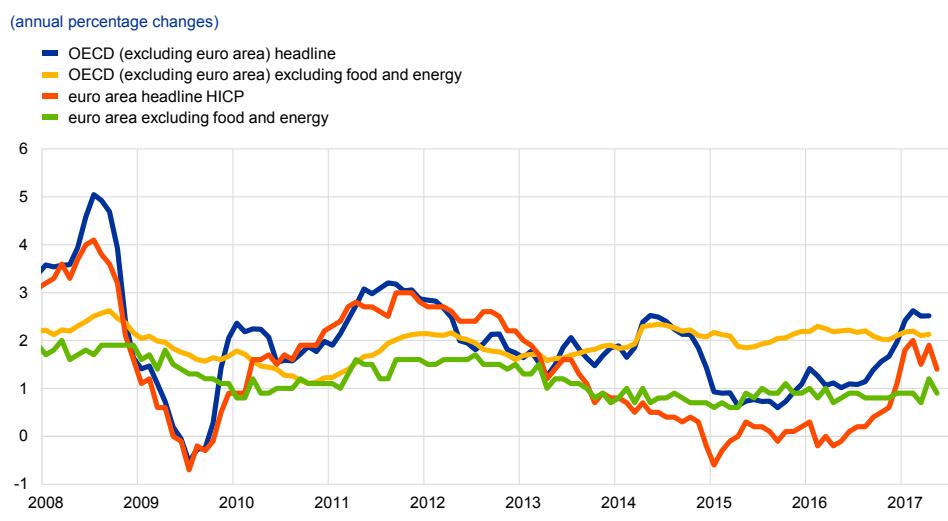
## 4 Decomposing the effects of global and domestic factors on inflation in the euro area since the crisis

To better understand the role of global and domestic factors in euro area inflation, this section analyses the period after the crisis, disentangling the role of domestic and global factors and their relative importance over time.

Between 2008 and mid-2013, headline inflation in the euro area has shown strong co-movements with headline inflation in other advanced economies

(see Chart 9). Whereas headline inflation peaked in both the non-euro area OECD countries and the euro area in autumn 2011 and fell rapidly thereafter, after 2013 the decline was more pronounced in the euro area. In particular, while inflation dipped into negative territory several times in the euro area in 2015 and 2016, it remained positive for the OECD (excluding the euro area) aggregate. Furthermore, euro area headline inflation continued to hover around zero between end-2014 and autumn-2016.

**Chart 9**  
Euro area and OECD inflation rates



Sources: OECD, Eurostat, and ECB calculations

Note: The latest observations are for May 2017 for the euro area and April 2017 for the non-euro area OECD countries.

**Gauging the importance of global versus domestic factors in relation to developments in euro area consumer price inflation is not without its complications.** First, the various factors are interrelated and affect domestic variables through multiple channels. Second, the impact of global factors on euro area consumer prices depends on how producers and/or retailers adjust their margins as a result of changes in costs. This is subject to local and international market conditions.

**An attempt to assess the relevance of global factors to headline inflation developments could begin by considering the individual HICP components.** Certain components, notably energy, are more sensitive to global factors than others, such as services, which are more responsive to domestic factors.

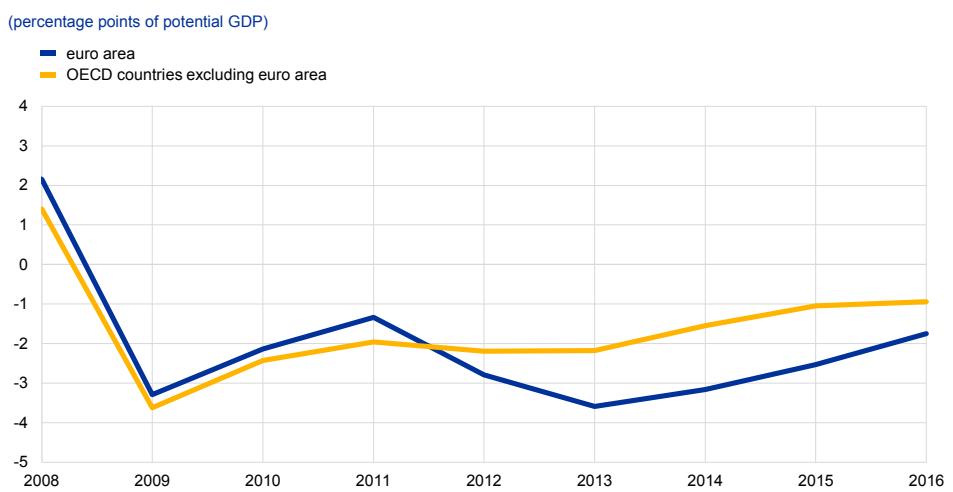
**A large part of the decline in headline inflation in the euro area and the OECD countries from the end of 2011 until early 2016 has been on account of a decline in energy prices.** The most recent pick-up was also mainly driven by the swing in energy prices.

**A striking difference between the euro area and the other OECD countries in general is that, since 2013, lower HICP inflation excluding energy and food can explain a much more important, and more stable, part of the euro area disinflation and persistently low inflation.** This points to domestic forces having a

stronger role in the euro area, and contributing to the fact that HICP inflation excluding energy and food is diverging from that of other advanced economies. HICP inflation excluding energy and food in the euro area has hovered consistently between 0.6% and 1.1% since mid-2013. As Chart 10 shows, according to OECD estimates, the OECD (excluding the euro area) and euro area output gaps were very close to each other until 2012; thereafter the difference between them widened, as the euro area experienced a more negative output gap than the rest of the OECD. The divergence in HICP inflation excluding energy and food between the euro area and other advanced economies, in other words, is largely a matter of domestic economic weakness after 2012.

### Chart 10

#### Euro area and OECD output gaps



Sources: OECD and ECB calculations.  
Note: The latest observation is for 2016.

**One approach for distinguishing domestic from global forces is to identify structural shocks and quantify their relative contributions to the dynamics of inflation.** This requires a model-based analysis similar to the one applied in Bobeica and Jarociński<sup>59</sup>, whose approach is replicated and updated here. Based on that analysis, Chart 11 shows the contributions of domestic and global shocks to the deviation of euro area headline inflation from a model-based mean. Global shocks are important most of the time, but domestic shocks have had a greater effect, in particular over the period 2012–14, when inflation was falling, and more recently in explaining inflation developments. Global shocks were the principal driver in the two periods from early 2008 to mid-2009 (mainly a global demand shock) and in 2015 to

<sup>59</sup> Bobeica, E. and Jarociński, M., “Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren’t”, *Working Paper Series*, No 2000, ECB, 2017. The analysis in this section is largely based on the model presented in detail in this paper. Bobeica and Jarociński’s empirical model contains seven variables and seven shocks are identified and labelled using a combination of zero and sign restrictions. The variables included are the price of oil, rest-of-the-world real GDP (or the share of domestic real GDP in the world real GDP), real GDP, consumer prices, short-term interest rate, 10-year bond spread and the nominal effective exchange rate. The first two are classified as global shocks (oil supply and global demand shock), while the subsequent ones represent domestic shock. The identification relies on a timing restriction: global shocks affect all variables instantly, whereas there is a delay before domestic shocks affect global variables.

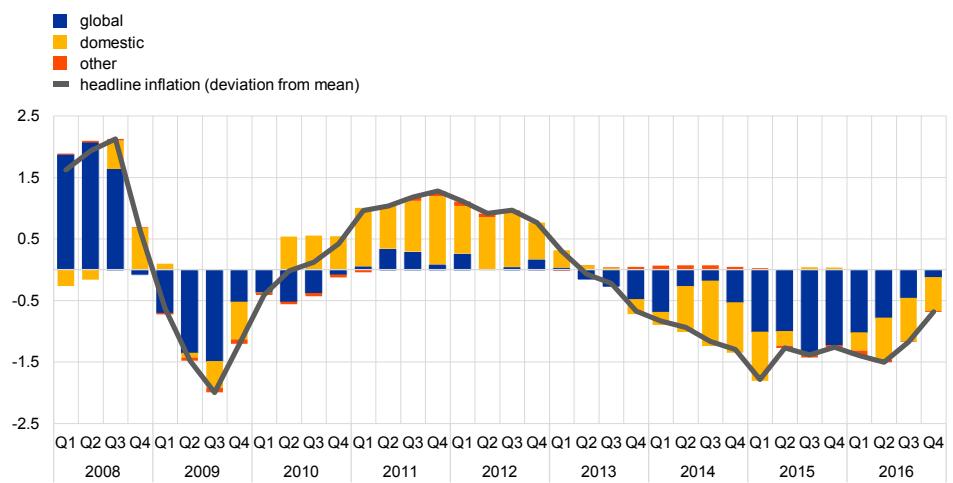
early 2016 (mainly an oil supply shock). They accounted for about 60% and 75% of the deviation respectively. Hence, global factors dominate mainly when large shocks occur that have implications for the whole world economy.

**A decomposition of the driving forces of inflation in the euro area thus shows that both global and domestic shocks have played a decisive role in shaping domestic inflation. The relative importance of these shocks can also change quite substantially over time.** The empirical results show that both global and domestic factors played a role in determining inflation developments in the euro area from the onset of the crisis. However, the relative importance of global and domestic forces is not so much driven by structural forces, such as globalisation, as by periodic bouts of global shocks, often reflected in large commodity price swings. The next section analyses how the “traditional” Phillips curve fares in terms of explanatory power for euro area underlying inflation developments and whether it can be improved by also taking measures of foreign slack into account.

### Chart 11

#### Historical decomposition of headline inflation – domestic and global shocks

(annual percentage changes; deviation from mean; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations – based on Bobeica and Jarociński.

Notes: The chart shows the percentage point contribution of different types of shocks to explain the evolution in headline inflation in the euro area. Global shocks reflect an oil supply and a global demand shock; domestic shocks reflect a domestic demand, a domestic supply, a short-term interest rate and a spread shock. A negative contribution implies that that specific shock contributed to lowering inflation, whereas a positive contribution indicates that this shock put upward pressure on inflation. The contributions are estimated in a Bayesian vector autoregressive model containing seven variables and seven shocks (two of the shocks are global and four are domestic). For more details, see Bobeica and Jarociński.

### Box 1

#### China's influence on inflation dynamics in advanced economies

**Decelerating activity, excess capacity and falling producer pressures in China in recent years have focused interest on the role of China in shaping global inflation developments.**

This box uses a model-based assessment to understand the impact of developments in China on inflation dynamics in advanced economies.

**The integration of China into the global economy is likely to have influenced inflation dynamics in other economies through several channels. Supply and demand channels acted**

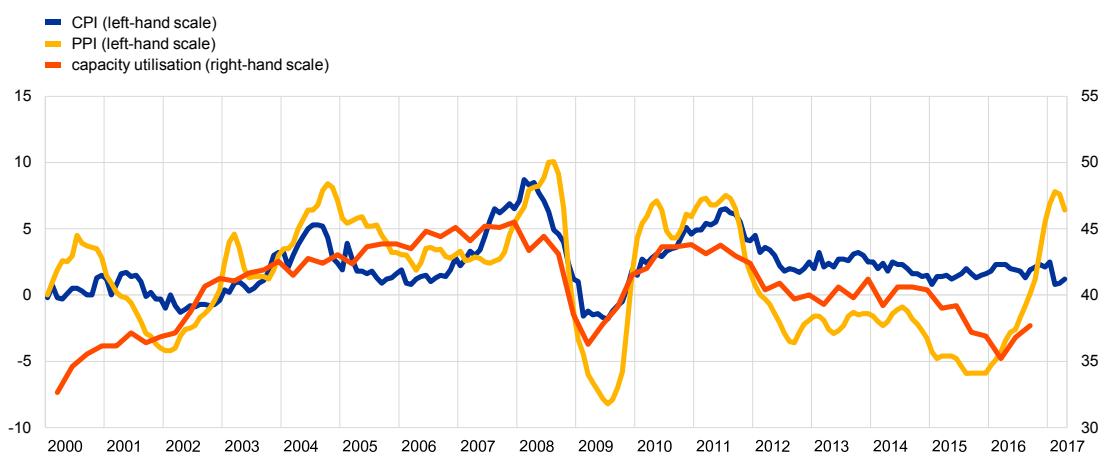
**mostly in different ways:** on the one hand, the supply-side effect of the entry of lower-cost producers drawing on a large and relatively cheap labour supply has contributed directly to lower global input and import prices.<sup>60</sup> Heightened competitive pressures from China may also have weighed on inflation in other countries by reducing both the market power of firms and the bargaining power of workers.<sup>61</sup> On the other hand, stronger demand in China could also have contributed to upward price pressure in other countries by strengthening external demand. Rising activity in China has also entailed increased consumption of commodities, driving up their prices. The net impact of these different channels on inflation in other economies is ambiguous and may have changed over time.

**Three decades of rapid expansion have meant a marked increase in China's influence in the global economy, although its growth rate has slowed in recent years.** China's output grew very strongly in the first decade of this century, with GDP increasing by over 10% each year on average. The country has also been a major driver of global commodity consumption: in 2015 it accounted for about 50% of global copper and aluminium and 60% of iron consumption, while 12% of global demand for oil originates in China. Since 2011 China's pace of expansion has slowed, with GDP growth falling from over 10% in 2011 to under 7% in 2016, although its share of global GDP continues to increase. During much of this period producer prices have also fallen markedly: between September 2011 and February 2016, producer prices in China fell cumulatively by 22% (see Chart A) as excess capacity in China, particularly in tradable sectors such as steel, aluminium, cement and shipbuilding, also contributed to waning price pressures. Over the past year, however, renewed buoyancy in the property market, which has strengthened demand for raw materials, and efforts by authorities to address the capacity overhang in some industries have caused producer prices to rebound.

### Chart A

#### Consumer and producer price inflation and capacity utilisation in China

(left-hand scale: year-on-year percentage changes; right-hand scale: percentage of production capacity)



Sources: National Bureau of Statistics of China and the People's Bank of China.

Notes: Capacity utilisation is a diffusion index derived from the 5000 Industrial Enterprises Survey. The latest observations are for April 2017 for consumer price inflation (CPI) and producer price inflation (PPI), and the third quarter of 2016 for capacity utilisation.

<sup>60</sup> See the box entitled "Effects of the rising trade integration of low-cost countries on euro area import prices", *Monthly Bulletin*, ECB, August 2006.

<sup>61</sup> For the euro area, see Pula, G. and Skudelny, F., "Globalisation and euro area prices and labour markets: some evidence on the impact of low-cost countries", in Anderton, R. and Kenny, G. (eds.), *Macroeconomic Performance in a Globalising Economy*, Cambridge University Press, 2011.

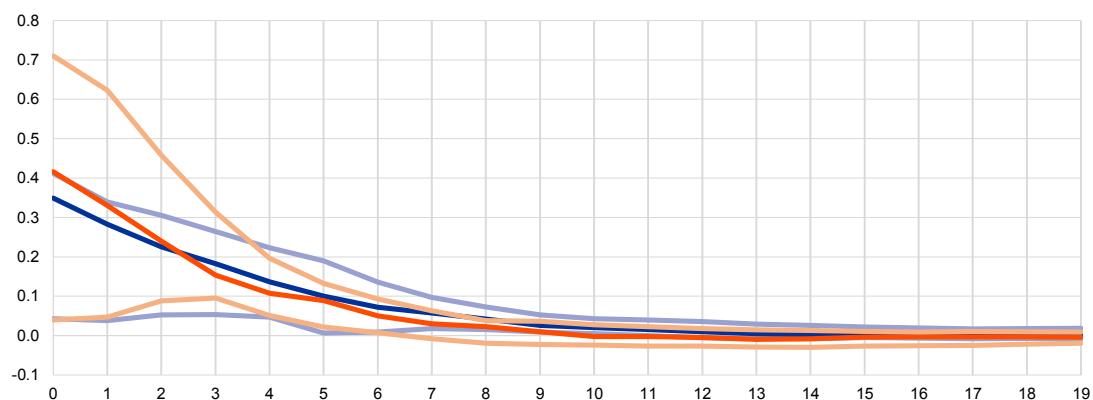
**Small-scale structural Bayesian vector autoregressive (BVAR) models provide one means of analysing the impact of developments in China on inflation in other economies.** The estimation proceeds in two stages. In a first step, a BVAR model with sign restrictions is used to distinguish supply and demand shocks originating in China from commodity supply shocks and other global demand shocks (i.e. those not associated with cyclical fluctuations in China).<sup>62</sup> The second step is to trace the impact of these shocks on inflation in advanced economies, again through small-scale BVAR models.<sup>63</sup>

### Chart B

#### Responses of CPI inflation in advanced economies to shocks originating in China

(deviation of year-on-year growth rates following China shocks equivalent to 1% of GDP growth)

- positive supply shocks
- positive demand shocks



Source: ECB calculations.

Notes: The bold lines show the median response of CPI inflation across a sample of advanced economies to structural shocks originating in China. The lighter lines show the interquartile range of responses of CPI inflation across the sample of advanced economies.

**Evidence from the model suggests that economic shocks in China can affect CPI inflation in advanced economies.** Impulse responses from the model suggest stronger demand in China tends to increase price pressure in advanced economies (see Chart B). A demand shock that lifts Chinese GDP growth by 1 percentage point would on average increase inflation in advanced economies by around 0.1 percentage point after one year. A boost to China's supply capacity is also

<sup>62</sup> The first stage BVAR includes China GDP, China producer price inflation, the IMF commodity price index and two relative variables which measure China's share in global GDP and its inflation rate relative to OECD aggregate inflation. Following Eickmeier and Kühnlenz, the sign restrictions use China's share in global GDP to distinguish global from China-specific demand shocks, assuming that shocks that originate in China have a stronger impact on Chinese GDP than on all other countries. A positive Chinese demand shock is therefore assumed to boost GDP and inflation in China and increase China's share in world GDP (relative to the underlying trend). A positive world demand shock is assumed to lift commodity prices, China's GDP and inflation, but to reduce China's share in global GDP relative to underlying trend. To distinguish the commodity supply and China-specific supply shocks, it is assumed that inflation in China reacts less than OECD inflation following a commodity supply shock; this reflects the regulation of many raw material prices in China's domestic markets. Thus a commodity supply shock is assumed to increase commodity prices and to increase inflation in China (but by less than OECD inflation). A supply shock in China is assumed to increase China's GDP and share in world output and to lower China's inflation. See Eickmeier, S. and Kühnlenz, M., "China's role in global inflation dynamics", *Discussion Paper*, No 7, Deutsche Bundesbank, 2013.

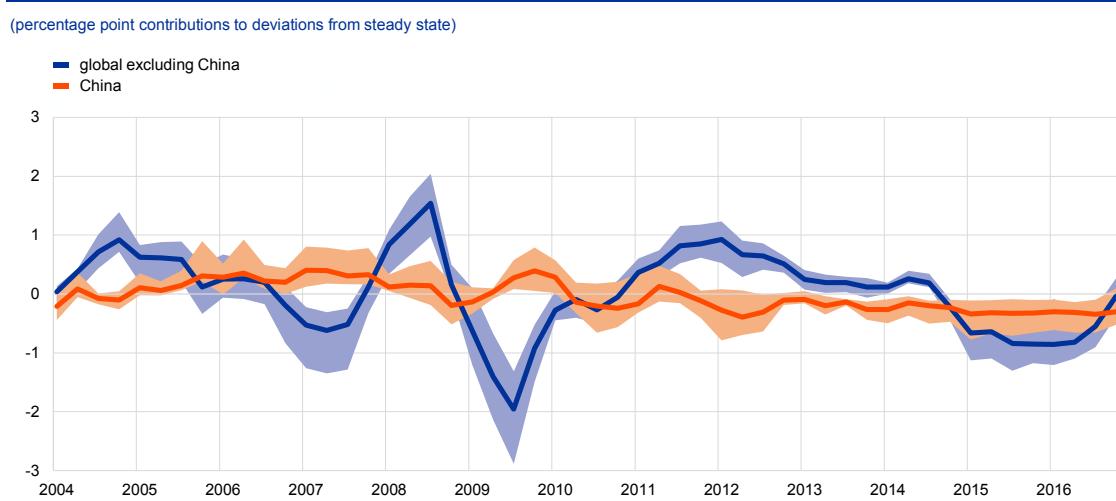
<sup>63</sup> Separate BVARs are estimated for Australia, Canada, Denmark, Germany, France, Italy, Japan, the Netherlands, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States; quarterly data going back to 1999 was used. The models include GDP, CPI inflation, the nominal effective exchange rate and the short-term interest rate as well as the common structural shocks from the first-stage BVAR, which are assumed to be exogenous. Whereas in the case of the small countries exogeneity is probably a reasonable assumption, for the larger countries it carries some caveats.

found to increase inflation in other economies by a similar amount. Although an increase in China's supply potential would tend to put downward pressure on prices in China – which would feed through to other economies via lower import prices– the boost to activity also fuels commodity price increases. These results from the model suggest that the direct effects through low-cost production to import prices are outweighed by the effects resulting from stronger dynamics of commodity prices.<sup>64</sup>

**As the pace of growth of activity in China has moderated, its influence on inflation in other economies has evolved (see Chart C).** The model estimates suggest that in the period when it was growing very rapidly, China tended to provide a modest boost to inflation rates in advanced economies. Between 2004 and mid-2011 shocks originating in China contributed about 0.1 percentage point to annual inflation in advanced economies on average. Since then, as activity growth has slowed, China has exerted a modest drag on advanced economy inflation, with shocks originating in China contributing about -0.2 percentage point on average over the past four years.

### Chart C

Estimated contributions of global and China shocks to CPI inflation in a sample of advanced economies



Source: ECB calculations.

Notes: The ranges show the interquartile range of estimates of the contributions of global and China-specific structural shocks to CPI inflation across a sample of advanced economies, including Australia, Canada, Denmark, Germany, France, Italy, Japan, the Netherlands, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. The shocks originating in China include those relating to supply and demand. The global shocks include a commodity supply shock and a global demand shock. The identification of the shocks is described in footnote 24.

<sup>64</sup> Eickmeier and Kühnlenz present contrasting results, finding that a Chinese supply shock tended to lower CPI inflation in other countries (see Eickmeier, S. and Kühnlenz, M., op. cit.). Differences may partly relate to estimates of the impact of shifts in China's activity on global commodity prices. For a discussion of China's effect on commodity prices, see *World Economic Outlook*, IMF, October 2016, Chapter 4.

## 5 What role do global factors play in a Phillips curve for the euro area?

**The Phillips curve, which is broadly understood as the relationship between inflation and economic slack, is a standard framework for explaining and forecasting developments in inflation.** The Phillips curve is an important tool that is embedded explicitly or implicitly in many macroeconomic models. However, especially in its strongly simplified versions, the Phillips curve remains a crude tool relative to the complexity of the inflation process. The uncertainty surrounding the adequate modelling of the Phillips curve adds further complications, and so the curve should only be considered as one element in a broader-based analysis of inflation. Nevertheless, it remains a useful frame for understanding inflation.

**Phillips curve analyses have traditionally focused on what role domestic slack has in relation to developments in underlying inflation.** The focus on underlying inflation – as measured for example in the form of HICP inflation excluding energy and food – allows for inflation to be disregarded in relation to energy and food, which are determined largely by global developments, and to concentrate on services and NEIG inflation, where domestic developments play a more important role. In a benchmark specification of the Phillips curve for the euro area, HICP inflation excluding energy and food depends on the output gap as a measure of slack in the domestic economy. The output gap is meant to cover the effects of slack on wage and price-setting behaviour: all other things being equal, the lower the amount of slack in an economy is, the higher wage and price pressures will be.

**External factors are usually taken into account via import prices in Phillips curve specifications.** Import prices can influence HICP inflation excluding energy and food in two ways: directly, via the price of imported final consumer goods; and indirectly, via the price of imported intermediate goods used in euro area domestic production.<sup>65</sup> Import prices also capture the influence of developments in global commodity markets – for example in the form of oil prices, which affect HICP inflation excluding energy and food via the indirect effects of higher import prices for oil on production costs.<sup>66</sup> Exchange rate movements can amplify or moderate the effects of foreign price developments on euro area inflation. Import prices – including energy imports measured in euro – are hence an important indicator for capturing the effects of oil price and exchange rate developments on HICP inflation excluding energy and food in the euro area in a Phillips curve framework.

---

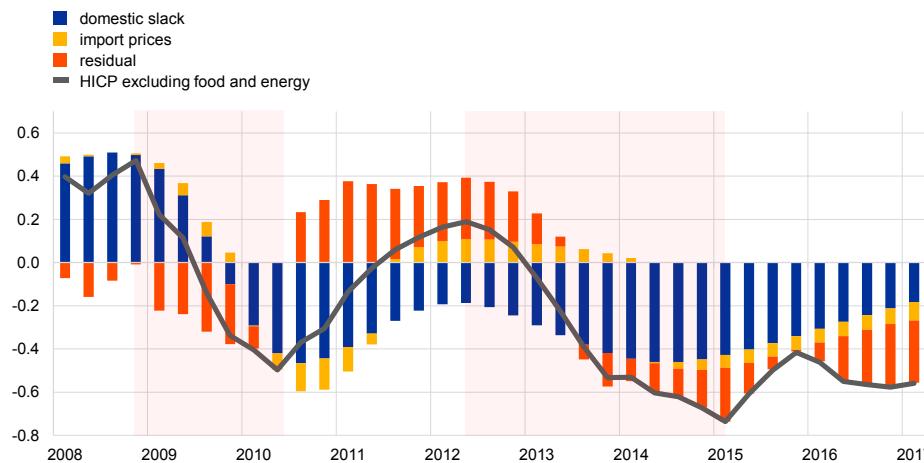
<sup>65</sup> See the article entitled “Exchange rate pass-through into euro area inflation”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.

<sup>66</sup> See the box entitled “Indirect effects of oil price developments on euro area inflation”, *Monthly Bulletin*, ECB, December 2014; and the article entitled “Commodity prices and their role in assessing euro area growth and inflation”, *Monthly Bulletin*, ECB, October 2013.

### Chart 12

#### Decomposition of HICP inflation excluding energy and food based on a Phillips curve model

(annual percentage changes and percentage point contributions; all values in terms of deviations of their model-implied mean)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The black line shows deviations of HICP excluding energy and food inflation from its model-implied mean. Contributions (including residuals) are also shown as deviations from their model-implied mean. Contributions are calculated based on an equation in which HICP excluding energy and food inflation (the annualised quarterly growth rate of the seasonally adjusted series) is regressed against its own lag, the lagged output gap of the European Commission, the third lag of import price inflation and a constant. The shaded areas indicate two disinflation periods.

#### A traditional Phillips curve decomposition of the changes in underlying inflation since the crisis illustrates reasonably well how inflation developed in the period from 2010 – with the largest impact stemming from domestic slack.

For the purpose of this article, HICP inflation excluding energy and food is modelled using a simple reduced-form “traditional” Phillips curve specification, including a number of explanatory factors, namely: (i) the output gap as a measure of economic slack; (ii) past inflation terms to capture inertia; and (iii) import price inflation expressed in euro to capture the effect of global inflation and the exchange rate..

Chart 12 breaks down HICP inflation excluding energy and food into these factors by showing each factor’s contribution to the deviation of inflation from its long-term mean. In both disinflation periods (2009 until early 2010 and 2012 until early 2015) domestic slack was an important driving factor of the fall in inflation. Lower import prices also had a small downward impact over these periods. The remaining residuals of this Phillips curve decomposition could reflect a number of different factors: these include a potential impact from a mismeasurement of domestic slack in the form of the output gap, but also a potential impact from global factors (over and beyond what is covered by import prices) or the structural impact of reforms on the slope of the Phillips curve.

**Is there any indication that globalisation has changed the impact of global cyclical conditions on domestic inflation in a way that cannot be captured by including import prices in Phillips curve analyses?** Some of the channels through which global slack may affect domestic inflation may already be captured (at least implicitly) in traditional Phillips curves. As discussed in Section 2, global slack affects import prices, which are usually included in Phillips curve estimates. Measures of domestic slack also incorporate some information about global

conditions, since global demand for goods and services is reflected in net trade, and expectations on foreign demand affect investment decisions quite strongly. At the same time, other channels of globalisation are not explicitly captured in the standard Phillips curve framework. In particular, the greater importance of foreign slack for tradable and internationally substitutable goods or the increase in competition from firms in lower-cost countries, including because of further integration in GVCs, may be significant determinants for domestic inflation dynamics.

**One way of assessing what role global influences have is to augment the traditional Phillips curve with a measure of foreign slack.** The simplest indicator of global inflationary pressures is provided by a global output gap, which measures the difference between world GDP and the estimated potential output of the global economy. Like any output gap measure, it is surrounded by considerable uncertainty because potential output is unobserved and must be estimated. Judging output gaps for an economy is particularly challenging in real time as estimates are often subject to substantial revisions. The same is true for global output gaps and the problem is compounded by the question of the appropriate weighting of the individual countries' gaps: GDP weights are commonly used for this specific purpose.<sup>67</sup>

**More recently empirical studies have focused on an important transmission channel for the effects of global slack on domestic inflation, i.e. the increasing integration of GVCs.** Auer, Borio and Filardo argue that the difference in the sensitivity of domestic inflation with respect to foreign and domestic slack can be explained by integration in GVCs.<sup>68</sup>

**However, the literature provides only limited support for including a measure of foreign slack in traditional Phillips curve analyses.** On the one hand, Borio and Filardo found that proxies for global economic slack added considerable explanatory power to traditional benchmark Phillips curve approaches in advanced economies and that the role of global factors had grown over time. The relevance of the global output gap was also supported by Milani in the case of the United States after 1985. On the other hand, other studies (Calza<sup>69</sup>, Gerlach et al.<sup>70</sup>, Ihrig et al.<sup>71</sup>,

---

<sup>67</sup> For a discussion of measurement and conceptual issues with global output gap measures, see Tanaka, M. and Young, C., "The economics of global output gap measures", *Bank of England Quarterly Bulletin*, third quarter of 2008. While measures of the global output gap can provide a broad view of world inflationary pressures, for a specific country a better indicator of external price pressures may be to weight output gaps in other economies. Economic slack in other economies can affect domestic inflation either through the imports channel or through the effects of competition in export markets. Weighting the output gaps of other economies according to the share of each bilateral trade relationship in overall trade could therefore help to better capture external price pressures that are most relevant for a particular country. It would also be possible to construct weights that capture both direct bilateral trade and third-market competition by using the "double weighting" methods used to construct effective exchange rate measures. See Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. and Pinheiro, C., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Occasional Paper Series*, No 134, ECB, June 2012. An alternative, suggested by Borio and Filardo, is to use exchange-rate weighted global output gaps, which can emphasise the role of the exchange rate regime in exporting inflation.

<sup>68</sup> For details, see the discussion in Section 2. See also the article entitled "The impact of global value chain participation on current account balances – a global perspective", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2017.

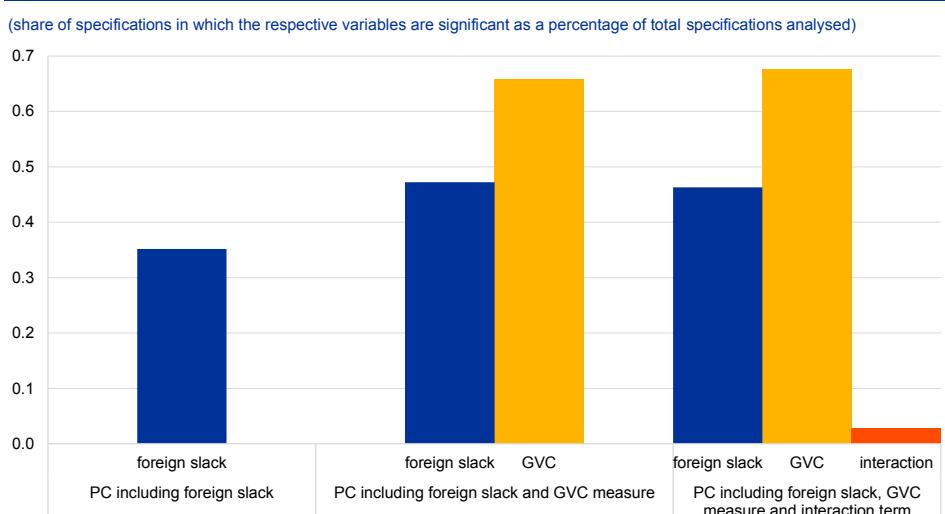
<sup>69</sup> Calza, A., "Globalisation, Domestic Inflation and Global Output Gaps: Evidence from the Euro Area", Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, No 13, 2008.

<sup>70</sup> Gerlach, S., Giovannini, A., Tille, C. and Viñals, J., "Low Inflation: Testing Times for Central Banks", *10th Geneva Report on the World Economy*, 2008.

Martínez-García and Wynne<sup>72</sup> or Eickmeier and Pijnenburg<sup>73</sup>) find conflicting evidence and suggest that the Borio and Filardo results are likely to be specific to the estimation sample or particular measurement of the global output. More recently Mikolajun and Lodge<sup>74</sup> detect no appreciable direct effects of global economic slack on domestic inflation for the majority of advanced economies. Their results provide little evidence of the existence of large direct effects of global slack on domestic inflation and overall suggest that there is little reason to include global factors into traditional reduced-form Phillips curves. However, this analysis is limited to reduced-form Phillips curves and univariate inflation forecasting models. It might be possible that global slack influences inflation through less direct channels that cannot be captured in this framework. Bianchi and Civelli explore less direct relations within a vector autoregressive model. For a set of 18 countries, they estimate the time-varying relationship of inflation with both domestic and foreign output gaps, finding that global slack plays a significant role. However, in contrast to the results reached by Borio and Filardo, who inspired them, Bianchi and Civelli do not find that the relative influence of global output gaps has become stronger over time.

### Chart 13

#### Significance of foreign slack and GVC integration measures in euro area Phillips curve specifications



Notes: ECB staff calculations. For technical details, see Box 2. Analyses include up to 108 different Phillips curve specifications. "PC" stands for Phillips curve. The results are based on standard significance tests (applying a 10% level of significance), which do not include a variance correction to account for the fact that auxiliary regressions were employed (see Box 2 for further details). The results should hence be interpreted as representing an upper bound with respect to the share of specifications in which foreign slack and GVC variables are significant.

<sup>71</sup> Ihrig, J., Kamin, S., Lindner, D. and Marquez, J., "Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis", *International Finance*, Vol. 13, Issue 3, 2010, pp. 343-375.

<sup>72</sup> Martínez-García, E. and Wynne, M., "The Global Slack Hypothesis", Federal Reserve Bank of Dallas, *Staff Papers*, No 10, 2010.

<sup>73</sup> Eickmeier, S. and Pijnenburg, K., "The Global Dimension of Inflation – Evidence from Factor-Augmented Phillips Curves", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 75, Issue 1, 2013, pp. 103-122.

<sup>74</sup> Mikolajun, I. and Lodge, D., "Advanced economy inflation: the role of global factors", *Working Paper Series*, No 1948, ECB, 2016.

**Thick modelling analyses find only mixed support for augmenting a traditional Phillips curve for the euro area with a measure of foreign slack and GVC integration.** A thick modelling approach, which includes a broad range of up to 108 different Phillips curve specifications combining three different measures of domestic slack, three different measures of foreign slack (combined with six different weighting schemes) and two different measures of GVC integration, with and without interaction terms, allows for the uncertainty about the correct specification of the Phillips curve and the variables used therein to be addressed (for details of the approach taken, see Box 2). This battery of alternative specifications was estimated on a sample spanning the years 2000-16<sup>75</sup>.<sup>76</sup> As illustrated in Chart 13, the inclusion of some measure of global slack in the Phillips curve can help establish the significant role that foreign slack plays in around one-third of the specifications. If GVCs and foreign slack are included simultaneously, they are significant in around 50% to 60% of the specifications. The GVC measure captures a downward sloping trend, which in some specifications is significant if included in addition to the weighted foreign slack measure. However, the GVC measure is almost never significant when interacted with the global slack, implying that the integration in GVCs does not seem to have an amplifying effect on the role of foreign slack.

## Box 2

### Augmenting the traditional Phillips curve with measures of global slack

**How much of a role foreign slack plays in domestic HICP inflation excluding energy and food can be assessed by augmenting a traditional Phillips curve with a measure of foreign slack.**

Formally, this Phillips curve representation would look as follows:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 gapf_{t-1} + c + e_t \quad (1)$$

where  $\pi_t$  represents the annualised quarter-on-quarter rate of HICP inflation excluding energy and food and  $\pi^e$  its corresponding measure of expectations,  $gapd_{t-1}$  is a measure of domestic slack (with one lag),  $imp_{t-2}$  represents import prices (with two lags),  $gapf_{t-1}$  is a measure of foreign slack (excluding the euro area and with one lag) and  $c$  is a constant. To address the uncertainty surrounding the specification of the Phillips curve, and especially the measurement of slack, we apply a “thick modelling” approach with a large number of specifications. Three different measures for the domestic slack (the output gap, real GDP growth and the unemployment rate) are combined with three different measures of foreign slack for each country (the output gap from the IMF and the OECD, and a Hodrick-Prescott filter output gap measure) combined with six different weighting schemes.<sup>77</sup> Additionally, we employ two different measures of GVC integration.<sup>78</sup> Overall, we analyse 108 different Phillips curve specifications.

<sup>75</sup> GVC measures from the World Input-Output Database are only available from 2000 onwards.

<sup>76</sup> Timmer, M.P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G.J., “An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production”, *Review of International Economics*, Vol. 23, 2015, pp. 575-605.

<sup>77</sup> For details on this approach to the Phillips curve, which has been adapted to this exercise to account for the availability of data, see Ciccarelli and Osbat, “Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, *Occasional Paper Series*, No 181, January 2017.

The measure for foreign slack  $gapf_t^j$  is constructed for each country  $j$  as a weighted average of  $k$  output gaps, i.e.

$$gapf_t^j = \sum^k w_t^{j,k} * gapd_t^k \quad (2)$$

where  $w_t^{j,k}$  is either the share of bilateral trade flows of country  $j$  with country  $k$  over country  $j$ 's total trade flows or the share of country  $k$  in total global output.

We use auxiliary regressions to tackle the distortions arising from the correlation of inflation expectations with past inflation and between domestic and foreign slack.

However, the role of foreign slack may depend on the degree of integration of the country in GVCs. This is essentially what Auer, Borio and Filardo put forward when showing that the relative importance of foreign slack depends to a large extent on integration in GVCs. Therefore, it seems reasonable to augment our equation 1 with an indicator for integration in GVCs. To fully capture the potential impact of GVC integration, we also analyse its interaction with foreign slack.<sup>79</sup> Indeed, the effect of foreign slack might depend on the level of integration in GVCs (i.e. the more integrated a country is in GVCs, the stronger the effect of foreign slack could be). Therefore, we estimate the following two equations, with an indicator for GVC integration included in equation 3 and also an interaction term with foreign slack in equation 4:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + c + e_t \quad (3)$$

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + \beta_7 gapf_{t-1} * GVC_{t-1} + c + e_t \quad (4)$$


---

## 6 Conclusion

Drawing on evidence from the available data, models and existing literature, this article contributes to a better understanding of the relative importance of domestic and global factors in shaping inflation in the euro area. A number of conclusions can be drawn.

1. Since the early 1990s a common pattern around the world has been identified regarding inflation developments. However this commonality can to a large extent be explained by a change in monetary policy orientation and global commodity price developments.
2. The role of global factors in domestic inflation varies strongly over time, notably on account of developments in commodity prices. In the case of the euro area, for example, the decline in inflation in 2008-09 was driven predominantly by global factors, whereas domestic factors were more decisive in the disinflation

---

<sup>78</sup> Imported intermediate, foreign value added (FV), indirect value added (IV) and a GVC participation measure are computed as FV + IV.

<sup>79</sup> Note also that the regressors used for the interaction terms are demeaned, so for instance the coefficients can be interpreted as the effect of GVCs when foreign slack is at its sample mean.

period of 2012-15. This underlines how important comprehensive analyses of the driving factors of inflation are when formulating adequate policy responses.

3. Global developments are thought to increasingly affect domestic wage and price pressures via the integration and contestability of labour and product markets. Although this theory may seem appealing, it is nevertheless difficult to capture empirically. In this respect we find, for example, only limited support for including measures of global slack and measures of integration in GVCs in Phillips curve analyses when studying inflation in the euro area.

# 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
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 II	0,8	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
III	0,8	0,9	0,5	0,2	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
IV	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 I	-	0,3	0,2	0,5	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2016 dec.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 jan.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
feb.	-	-	-	-	-	-	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
april	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
maj <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,4

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, ovisno od nadaljnjih dogajanj.

3) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

4) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in 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
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,2
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,1	1,2	0,9
2016 II	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	0,2	0,3	0,1
III	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,0	0,9	1,1
IV	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,7	-1,1	3,6
2017 I	53,2	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,8	2,5	1,3	3,4
2016 dec.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,7	-1,1	3,6
2017 jan.	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	2,9	0,5	4,5
feb.	52,7	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,0	1,2	4,1
mar.	53,1	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,0	51,5	2,5	1,3	3,4
apr.	52,9	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	52,9	51,5	-	-	-
maj	53,0	53,6	54,4	53,4	51,5	56,8	52,5	53,2	51,2	-	-	-

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 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
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	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
dec.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 jan.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
mar.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
apr.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
maj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01

Vir: ECB.

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

### 2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje <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
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	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
dec.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 jan.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
feb.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
mar.	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
apr.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
maj	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54

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
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	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7
2016 nov.	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0
dec.	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6
2017 jan.	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1
feb.	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9
mar.	365,7	3.427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2.366,8
apr.	373,9	3.491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2.359,3
maj	387,1	3.601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2.395,3

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		do 2 let	nad 2 leti		Po začetni fiksni obrestni meri		Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>		Po začetni fiksni obrestni meri							
		1	2	3	4		5	6			7	8	9	10	11	12	13	14
2016 maj	0,10	0,56	0,53	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,84	2,02	2,05	2,11	2,36	2,02		
jun.	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,96	2,01	2,32	1,96		
jul.	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92		
avg.	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90		
sep.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86		
okt.	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81		
nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79		
dec.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78		
2017 jan.	0,07	0,48	0,42	0,75	6,35	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81		
feb.	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85		
mar.	0,06	0,48	0,40	0,73	6,35	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85		
apr. <sup>(p)</sup>	0,06	0,47	0,40	0,72	6,31	16,67	4,81	5,58	5,97	2,36	1,72	1,90	1,91	1,85	2,26	1,87		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

### 2.5 Obrestne mere 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	do 2 let	nad 2 leti	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja					
	Vezane		do 250.000 EUR					nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR											
	1	2	3	4				5	6	7	8	9	10	11	12	13						
2016 maj	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	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	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90								
jul.	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87								
avg.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83								
sep.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86								
okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83								
nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82								
dec.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81								
2017 jan.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79								
feb.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76								
mar.	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82								
apr. <sup>(p)</sup>	0,06	0,10	0,42	2,55	2,55	2,70	2,36	1,80	1,80	1,71	1,34	1,51	1,63	1,82								

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

## 2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje <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														
2014	1.321	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016	1.247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 okt.	1.296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
nov.	1.310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
dec.	1.247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017 jan.	1.278	536	136	.	74	469	63	392	187	39	.	39	88	41
feb.	1.310	549	148	.	80	466	66	325	157	37	.	31	72	29
mar.	1.331	546	147	.	84	480	74	360	157	37	.	43	90	33
Dolgoročne														
2014	15.135	4.054	3.163	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.239	3.784	3.281	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.256	3.647	3.191	.	1.134	6.643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 okt.	15.213	3.674	3.165	.	1.105	6.628	641	239	56	61	.	22	92	8
nov.	15.275	3.668	3.172	.	1.130	6.664	641	216	43	64	.	26	76	7
dec.	15.256	3.647	3.191	.	1.134	6.643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017 jan.	15.313	3.651	3.200	.	1.136	6.687	638	312	101	80	.	15	107	9
feb.	15.337	3.673	3.200	.	1.139	6.685	640	236	77	47	.	12	89	12
mar.	15.364	3.654	3.186	.	1.147	6.735	643	251	63	61	.	21	97	9

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													
2014	16.456,0	4.597,8	3.293,5	.	1.048,8	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	782,2	4.584,6		
2015	16.512,8	4.301,1	3.432,9	.	1.116,6	6.960,1	702,1	6.744,7	586,1	907,6	5.251,0		
2016	16.502,8	4.166,1	3.330,1	.	1.195,1	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.020,0	5.470,4		
2016 okt.	16.508,9	4.203,6	3.309,9	.	1.176,2	7.111,9	707,3	6.665,7	479,2	909,6	5.277,0		
nov.	16.584,4	4.203,5	3.324,1	.	1.200,1	7.150,4	706,1	6.651,0	482,3	954,6	5.214,1		
dec.	16.502,8	4.166,1	3.330,1	.	1.195,1	7.108,6	703,0	7.029,1	538,7	1.020,0	5.470,4		
2017 jan.	16.590,4	4.187,0	3.336,8	.	1.210,1	7.155,9	700,5	7.015,2	542,3	1.018,4	5.454,5		
feb.	16.646,8	4.222,1	3.348,1	.	1.219,5	7.150,9	706,3	7.199,0	539,0	1.026,6	5.633,4		
mar.	16.695,6	4.200,1	3.333,2	.	1.230,2	7.215,0	716,9	7.506,9	609,8	1.056,6	5.840,4		
Stopnja rasti													
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7		
2015	0,2	-7,1	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6		
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4		
2016 okt.	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,4	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7		
nov.	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5		
dec.	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4		
2017 jan.	0,8	-2,0	-1,0	.	9,0	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4		
feb.	1,3	-1,6	1,4	.	9,9	1,6	0,8	0,7	4,1	1,1	0,3		
mar.	1,4	-1,3	2,1	.	9,4	1,6	0,8	0,9	5,8	0,7	0,5		

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
2014	101,8	97,9	97,0	91,9	98,3	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0
2016 II	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	110,8	90,4
III	95,2	90,5	91,8	86,0	81,5	90,6	110,6	90,1
IV	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	110,0	89,6
2017 I	94,2	89,7	90,3	-	-	-	109,2	88,7
2016 dec.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 jan.	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,7	89,1
febr.	93,9	89,5	90,0	-	-	-	108,8	88,5
mar.	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
apr.	94,1	89,6	90,1	-	-	-	108,8	88,3
maj	96,0	91,2	91,9	-	-	-	111,1	89,9
% sprememba glede na predhodni mesec								
2017 maj	2,0	1,8	2,0	-	-	-	2,1	1,9
% sprememba glede na predhodno leto								
2017 maj	1,0	0,8	0,1	-	-	-	0,0	-0,9

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 korona	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
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 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
III	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
IV	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 I	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 dec.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 jan.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
feb.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
mar.	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
apr.	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
maj	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
% sprememba glede na predhodni mesec												
2017 maj	3,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,6	4,9	-0,9	0,9	0,5	1,2	1,7	3,1
% sprememba glede na predhodno leto												
2017 maj	3,1	-0,9	-1,7	0,0	-1,5	0,7	-4,6	10,0	1,2	4,5	-1,4	-2,2

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										
	1	2	3	4	5	6	7	Saldo (stanje mednarodnih naložb)												
2016 I	22.214,0	23.223,8	-1.009,7	9.717,4	8.038,3	7.112,1	9.946,3	-29,2	4.738,4	5.239,2	675,3	13.420,1								
II	22.791,7	23.620,8	-829,1	9.872,6	8.256,7	7.429,5	9.945,9	-62,1	4.829,9	5.418,2	721,8	13.576,8								
III	23.035,1	23.792,8	-757,6	9.842,9	8.116,4	7.691,7	10.130,7	-62,5	4.836,0	5.545,7	727,0	13.576,9								
IV	23.577,7	24.207,2	-629,5	10.237,5	8.397,5	7.885,1	10.285,6	-55,1	4.802,6	5.524,1	707,7	13.558,8								
Saldo kot odstotek BDP																				
2016 IV	219,4	225,3	-5,9	95,3	78,1	73,4	95,7	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2								
	Transakcije																			
2016 II	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-								
III	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-								
IV	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-								
2017 I	570,8	528,5	42,3	225,3	203,6	150,4	33,4	7,6	189,9	291,4	-2,5	-								
2016 okt.	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-								
nov.	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-								
dec.	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-								
2017 jan.	375,8	374,4	1,4	107,4	98,1	43,7	31,1	2,3	227,5	245,2	-5,1	-								
feb.	191,8	193,8	-2,0	95,1	94,9	54,3	-19,2	4,9	35,4	118,2	2,0	-								
mar.	3,1	-39,7	42,9	22,8	10,6	52,4	21,6	0,4	-73,0	-72,0	0,6	-								
Skupne 12-mesečne transakcije																				
2017 mar.	1.127,4	781,8	345,5	427,3	290,5	413,3	-93,7	1,0	273,8	585,0	12,0	-								
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP																				
2017 mar.	10,4	7,2	3,2	3,9	2,7	3,8	-0,9	0,0	2,5	5,4	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>	Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo	Intelektualna lastnina			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2014	10.143,5	9.783,8	5.633,2	2.125,7	1.991,5	1.000,4	600,0	383,1	33,5	359,7	4.534,3	4.174,6
2015	10.473,8	10.002,8	5.748,2	2.163,7	2.070,0	1.019,2	633,3	408,4	20,9	471,0	4.827,9	4.356,9
2016	10.745,4	10.272,3	5.887,3	2.218,1	2.163,5	1.055,4	660,9	439,7	3,4	473,1	4.902,6	4.429,5
2016 II	2.672,6	2.551,6	1.465,1	553,0	534,7	260,3	163,6	109,2	-1,2	121,0	1.213,5	1.092,5
III	2.689,3	2.568,0	1.473,2	555,5	536,3	264,6	165,4	104,1	3,1	121,2	1.223,9	1.102,6
IV	2.715,2	2.614,1	1.488,3	558,4	559,2	267,4	166,9	122,2	8,2	101,1	1.258,8	1.157,6
2017 I	2.729,6	2.639,3	1.501,8	562,6	567,3	.	.	.	7,6	90,3	1.288,7	1.198,4
<i>Odstotek BDP</i>												
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>												
2016 II	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,2	1,6
III	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,3
IV	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,7	3,8
2017 I	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	.	.	.	-	-	1,2	1,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 II	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	1,9	5,2	6,2	-	-	2,7	4,2
III	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,8	3,2
IV	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,7
2017 I	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	.	.	.	-	-	4,6	7,1
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2016 II	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-
III	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
IV	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-
2017 I	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	.	.	.	0,1	0,0	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 II	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-
III	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
IV	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-
2017 I	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	.	.	.	0,4	-0,8	-	-

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)											
2014	9.109,0	150,3	1.780,3	460,9	1.713,7	417,9	460,9	1.045,5	980,7	1.777,5	321,3
2015	9.402,4	151,4	1.890,8	468,0	1.765,6	430,6	460,4	1.067,0	1.025,1	1.816,2	327,3
2016	9.637,4	149,2	1.928,2	486,6	1.817,1	445,2	449,4	1.093,6	1.068,5	1.863,5	336,1
2016 II	2.396,8	36,7	477,6	121,1	451,7	110,8	112,5	272,4	266,3	464,0	83,7
III	2.411,8	37,2	481,3	121,9	454,3	111,7	112,2	274,0	267,8	467,2	84,1
IV	2.434,2	38,6	487,1	122,9	459,9	112,5	111,3	276,6	270,3	470,4	84,6
2017 I	2.446,3	38,8	488,4	124,3	463,1	112,5	111,8	277,9	273,4	471,4	84,9
Odstotek dodane vrednosti											
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,3	3,5
Verižni obseg (cene preteklega leta)											
Četrletne spremembe v odstotkih											
2016 II	0,3	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	-0,6	0,2	1,3	0,3	0,0
III	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,4	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
IV	0,5	0,1	0,7	0,2	0,7	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,9
2017 I	0,6	2,1	0,2	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	1,2	0,2	0,3
Medletne spremembe v odstotkih											
2014	1,2	1,5	2,5	-1,2	1,3	3,8	-1,3	0,6	2,7	0,5	0,1
2015	1,9	0,5	4,1	0,1	1,8	3,0	0,1	0,7	2,8	0,9	0,1
2016	1,6	-1,6	1,6	1,7	2,3	3,0	-0,2	0,9	3,1	1,2	1,1
2016 II	1,5	-1,3	1,3	1,6	2,2	2,6	-0,7	0,9	3,6	1,0	1,1
III	1,7	-1,9	1,3	2,2	2,2	3,4	-0,2	1,0	3,1	1,3	1,2
IV	1,8	-2,5	2,0	1,5	2,5	3,5	-0,4	1,0	2,9	1,5	1,3
2017 I	1,8	1,0	1,7	1,8	2,2	3,5	-0,1	1,3	3,4	1,2	1,1
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah											
2016 II	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
III	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
IV	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
2017 I	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah											
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2016 II	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0
III	1,7	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0
IV	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0
2017 I	1,8	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve			Po gospodarski dejavnosti									
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	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>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 I	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
II	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
III	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
IV	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
<i>Opravljenje delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 I	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
II	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
III	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
IV	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
<i>Opravljenje delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 I	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
II	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
III	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
IV	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih <sup>1)</sup>	Pod- zaposlenost v odstotkih <sup>1)</sup>	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest <sup>2)</sup>	
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile <sup>1)</sup>	Po starosti				Po spolu				
		V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016	100,0		81,8		18,2		52,2		47,8						
2014	160,334	4,6	18,637	11,6	6,1	15,217	10,4	3,420	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4	
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,150	22,3	9,252	10,7	8,191	11,0	1,5	
2016	161,974	4,3	16,224	10,0	5,0	13,273	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,754	10,4	1,7	
2016 II	161,849	4,5	16,461	10,2	5,1	13,449	9,1	3,012	21,2	8,552	9,8	7,909	10,6	1,7	
III	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,162	8,9	2,920	20,6	8,382	9,6	7,700	10,3	1,6	
IV	162,570	4,2	15,746	9,7	4,9	12,880	8,7	2,866	20,3	8,244	9,4	7,502	10,0	1,7	
2017 I	.	.	15,373	9,5	.	12,656	8,5	2,717	19,3	7,962	9,1	7,411	9,9	1,9	
2016 nov.	-	-	15,795	9,7	-	12,895	8,7	2,899	20,5	8,291	9,5	7,503	10,0	-	
dec.	-	-	15,607	9,6	-	12,769	8,6	2,838	20,1	8,130	9,3	7,477	10,0	-	
2017 jan.	-	-	15,514	9,5	-	12,738	8,6	2,776	19,7	8,047	9,2	7,467	9,9	-	
feb.	-	-	15,331	9,4	-	12,626	8,5	2,705	19,3	7,942	9,1	7,389	9,8	-	
mar.	-	-	15,273	9,4	-	12,604	8,5	2,669	19,0	7,897	9,0	7,376	9,8	-	
apr.	-	-	15,040	9,3	-	12,423	8,4	2,617	18,7	7,729	8,9	7,311	9,7	-	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

#### 3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov				
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki			Neživila	Goriva			
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	9,1	100,0			
<b>Medletne spremembe v odstotkih</b>																	
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8				
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,4	8,8				
2016	1,4	1,5	1,8	1,6	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	3,0	1,8	7,2				
2016 II	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	-0,8	0,3	-2,4	2,0	0,6	3,0	2,2	8,6				
III	0,9	1,2	1,6	0,8	1,2	-0,5	3,4	-0,2	1,4	1,3	1,5	2,4	6,4				
IV	2,3	1,8	2,4	1,7	1,3	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,6	1,3	4,1				
2017 I	1,2	1,1	2,0	1,0	-0,7	1,9	1,7	5,5	2,0	1,0	2,8	0,7	4,8				
2016 nov.	3,4	3,0	3,0	3,4	2,7	6,5	0,8	2,5	3,0	1,7	4,2	2,1	4,5				
dec.	2,7	2,0	3,8	0,5	1,8	7,4	3,5	4,9	1,7	0,8	2,6	0,4	3,4				
2017 jan.	0,4	-0,6	0,7	-1,5	-2,5	7,7	-5,5	3,0	1,6	1,1	1,8	1,4	3,7				
feb.	1,4	1,0	2,0	1,5	-1,8	2,5	5,5	6,4	1,9	1,0	2,7	0,8	4,8				
mar.	1,9	2,6	3,2	2,7	1,9	-4,8	3,6	7,1	2,5	1,1	4,0	-0,1	5,5				
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5	2,1	3,4	-1,6	4,3				
<b>Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)</b>																	
2016 nov.	1,7	1,7	1,9	0,4	2,1	1,5	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	2,4				
dec.	-1,0	-0,9	0,1	-2,2	-0,2	-1,5	0,2	3,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	2,2				
2017 jan.	0,2	-0,2	-1,0	1,0	-1,3	2,8	-2,7	-2,9	0,1	0,0	-0,3	0,5	0,8				
feb.	-0,1	0,4	1,2	1,0	-1,2	-4,9	5,5	2,1	0,6	0,3	0,8	-0,4	0,8				
mar.	-0,1	0,4	0,3	0,2	2,0	-3,2	-1,1	0,9	0,2	-0,1	0,8	0,0	-0,5				
apr.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,6	-0,4	-0,8	-0,8	0,1				

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 predelovalne dejavnosti	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	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	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7	
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7	
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8	
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3	
2016 II	104,2	-3,4	81,6	-7,9	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1	
III	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9	
IV	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8	
2017 I	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6	
2016 dec.	107,8	0,0	-	-5,2	-12,1	3,5	13,0	-	54,9	56,1	53,7	54,4	
2017 jan.	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4	
feb.	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0	
mar.	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4	
apr.	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8	
maj	109,2	2,8	-	-3,3	-5,7	2,0	13,0	-	57,0	58,3	56,3	56,8	

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) <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	
2013	12,5	95,6	-0,5	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	129,6	2,1	-0,4	0,7
2014	12,6	94,7	0,7	1,8	1,0	2,6	1,0	33,0	4,9	131,0	2,6	6,8	1,4
2015	12,4	94,0	1,8	2,1	2,5	3,3	2,3	34,5	6,6	133,1	3,9	2,8	2,1
2016 I	12,4	93,5	2,4	1,9	3,9	1,9	3,1	34,1	6,8	132,1	3,9	4,3	2,1
II	12,5	93,5	2,4	2,2	6,6	3,1	3,6	33,9	7,0	133,3	3,7	3,8	2,0
III	12,5	93,5	1,6	2,2	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,1	3,4	3,8	1,8
IV	12,3	93,5	1,2	2,0	5,6	4,4	4,4	33,9	7,4	133,4	3,4	8,1	1,8

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.8 Plačilna 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
2016 II	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
III	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
IV	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2017 I	940,6	842,4	98,2	555,8	471,9	204,5	179,0	153,0	134,9	27,3	56,6	6,7	6,3
2016 okt.	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
nov.	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
dec.	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017 jan.	313,2	286,9	26,3	182,8	157,3	67,4	63,6	53,9	43,0	9,1	23,1	2,0	2,2
feb.	313,8	276,0	37,8	186,3	156,9	69,1	59,0	49,7	45,9	8,7	14,2	2,8	1,6
mar.	313,6	279,5	34,1	186,7	157,7	68,0	56,5	49,4	46,0	9,5	19,4	1,9	2,5
Skupne 12-mesečne transakcije													
2017 mar.	3.673,3	3.309,8	363,6	2.142,4	1.777,7	794,3	739,5	628,4	549,0	108,3	243,6	29,9	29,2
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP													
2017 mar.	34,0	30,6	3,4	19,8	16,4	7,3	6,8	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	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	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Nafta	
				3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	
Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)																
2016 II	0,0	-3,4	504,6	231,6	106,1	153,4	425,1	433,5	237,3	72,6	115,9	322,4	41,9			
III	-0,1	-1,7	508,9	237,2	103,3	154,2	426,3	443,2	244,1	72,3	117,4	327,8	43,8			
IV	2,2	2,3	525,3	244,5	108,4	157,4	439,4	460,0	256,4	74,0	119,1	334,1	50,3			
2017 I	10,2	12,4	537,1	.	.	.	447,2	479,8	.	.	.	338,6	.	.	.	
2016 okt.	-4,5	-2,8	170,3	79,0	34,7	51,5	141,7	150,6	83,0	24,9	39,4	110,5	16,1			
nov.	5,5	5,3	175,8	82,3	35,1	53,2	147,0	153,5	86,1	24,1	39,8	111,8	16,5			
dec.	6,1	4,7	179,2	83,1	38,6	52,7	150,7	155,9	87,3	25,0	39,9	111,8	17,7			
2017 jan.	12,6	17,3	177,3	84,5	34,8	53,2	145,9	161,9	93,0	25,9	39,6	113,8	21,0			
feb.	4,9	6,4	178,7	85,1	35,7	52,6	149,6	159,9	92,3	25,2	39,0	113,1	20,7			
mar.	13,1	13,7	181,1				151,6	158,0				111,7				
Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)																
2016 II	2,4	5,1	118,0	114,3	117,7	123,9	117,7	108,2	107,0	107,0	111,4	111,3	99,8			
III	0,7	1,8	118,2	116,1	113,5	124,0	117,3	109,2	108,1	106,3	111,8	112,2	100,8			
IV	1,4	0,7	120,4	118,1	118,0	124,8	119,8	109,6	108,7	105,9	111,5	112,0	105,2			
2017 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2016 sep.	2,7	1,2	118,6	117,4	113,7	124,3	118,0	108,7	107,9	104,6	111,5	111,5	97,7			
okt.	-4,8	-2,1	118,1	115,2	113,9	124,3	116,8	109,5	108,0	108,3	111,9	112,5	104,0			
nov.	4,7	4,6	121,0	119,8	115,4	126,0	120,2	110,7	110,8	104,7	111,9	113,0	108,2			
dec.	4,7	-0,3	122,0	119,2	124,9	124,2	122,4	108,6	107,4	104,8	110,8	110,6	103,3			
2017 jan.	8,8	6,4	119,6	119,4	113,3	124,1	117,7	109,9	111,1	107,8	107,3	111,1	113,6			
feb.	0,7	-3,7	120,4	120,6	115,5	122,3	120,7	109,0	110,3	104,8	107,6	111,0	112,9			

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 Cene in stroški

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

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj			Skupaj (desezonirano; spremembra v odstotkih glede na prejšnje obdobje) <sup>2)</sup>								Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj brez nepredelana hrane in ener- gentov	Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen	Nadzorovane cene		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% od skupaj v letu 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
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
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 II	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	1,0	0,0	2,0	0,2	-0,1	0,0
III	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
IV	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 I	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 dec.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,3	1,3	0,3
2017 jan.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
feb.	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
mar.	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7
apr.	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,4	2,0	1,3
maj <sup>3)</sup>	101,9	1,4	0,9	-	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	-	-
	Blago			Storitve				Stanovanjske storitve		Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno
	Hrana (vključno z alkoholnimi pičnjaki in tobakčnimi izdelki)			Industrijsko blago				Stanovanjske storitve Najemnine	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno	
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen emergentov	Energenti	20						
% od skupaj v letu 2017	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	15,1	8,2
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	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2016 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	
III	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
IV	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2017 I	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
2016 dec.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2	
2017 jan.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7	
feb.	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8	
mar.	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8	
apr.	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8	
maj <sup>3)</sup>	1,5	1,5	1,6	-	0,3	4,6	-	-	-	-	-	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

## 4 Cene in stroški

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

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

Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva <sup>1)</sup>											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj <sup>2)</sup>	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>1)</sup>				
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov															
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo			Ener- genti										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13				
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9								
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	0,4	1,4				
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,1	-8,2	0,2	1,6	4,5					
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4					
2016 II	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,7	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1					
III	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,2	-5,9	0,4	3,4	8,8					
IV	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3					
2017 I	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	10,0	.	.	.	.				
2016 nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,3	0,2	-0,8	-	-	-					
dec.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	0,0	3,8	-	-	-					
2017 jan.	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,2	0,2	10,4	-	-	-					
feb.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,2	11,4	-	-	-					
mar.	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,3	8,3	-	-	-					
apr.	104,5	4,3	3,9	2,5	4,0	0,9	2,3	3,4	0,3	9,1	-	-	-					

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

1) Na domačem trgu.

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

### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deset- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP								Cena naftne (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			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															
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 II	106,5	0,8	0,2	0,0	0,6	0,6	-2,5	-4,2	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
III	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
IV	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 I	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2016 dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	6,8	-2,5	17,8	7,0	-1,7	19,7

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

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

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

## 4 Cene in stroški

### 4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,9	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,0	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,3	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6	
2016 II	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-1,4	47,5	54,4	48,5	49,0	
III	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,5	51,4	54,0	49,6	49,8	
IV	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5	
2017 I	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4	
2016 dec.	5,4	4,0	4,9	-5,1	3,7	63,2	56,0	52,5	51,4	
2017 jan.	8,3	4,9	6,7	-5,1	9,2	67,0	56,4	54,0	50,9	
feb.	9,0	6,3	6,4	-3,1	13,8	68,3	56,9	55,4	51,1	
mar.	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2	
apr.	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7	
maj	8,2	3,7	5,4	-0,6	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7	

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	3	4	5		
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,7	
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,6	1,5	
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,6	1,4	
2016 II	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,3	1,5	
III	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,7	1,5	
IV	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,5	1,4	
2017 I								1,5	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

## 4 Cene in stroški

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nimi	Strokovne, poslovne in podporne stорите	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stroški dela na enoto proizvoda												
2014	104,5	0,7	-1,3	-0,9	1,2	0,5	-0,9	2,2	1,7	1,0	1,6	1,5
2015	104,8	0,3	-0,1	-2,2	0,8	0,8	0,6	0,2	3,6	1,9	1,2	1,8
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,2	0,7	0,4	1,6	4,1	1,1	1,4	1,8
2016 I	105,5	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,9	1,1	1,4	4,5	2,1	1,6	2,7
II	105,6	0,9	1,5	0,0	-0,6	1,2	0,7	1,8	3,8	0,6	1,6	1,8
III	105,8	0,8	2,0	0,3	-0,6	0,7	-0,3	1,8	3,8	0,6	1,4	1,5
IV	106,1	0,8	3,8	-0,4	0,5	0,6	0,2	1,4	4,3	1,1	1,2	1,5
Sredstva za zaposlene												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 I	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
II	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
III	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
IV	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
Produktivnost dela na zaposlenega												
2014	102,0	0,7	1,5	2,9	0,5	0,6	3,1	-0,5	-0,2	0,5	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	1,5	4,0	0,0	0,7	1,8	0,4	-1,0	-0,3	-0,1	-0,8
2016	103,4	0,5	-1,1	1,0	1,6	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 I	103,3	0,3	0,4	1,1	1,4	0,4	0,1	0,3	-0,9	-0,5	-0,3	-0,6
II	103,2	0,2	-0,5	0,7	1,9	0,1	0,5	-0,8	-0,3	0,7	-0,3	0,0
III	103,5	0,5	-1,8	0,8	2,2	0,5	1,4	-0,1	-0,9	0,4	0,2	0,7
IV	103,8	0,7	-2,6	1,6	1,1	0,9	1,1	-0,2	-0,7	0,4	0,5	1,0
Sredstva za delovno uro												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 I	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
II	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
III	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
IV	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
Produktivnost dela na uro												
2014	104,2	0,7	2,1	2,5	0,2	0,9	3,1	-0,4	0,0	0,4	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,8	0,5	3,5	-0,6	0,9	0,7	0,3	-1,5	-0,3	-0,2	-0,8
2016	105,7	0,6	-1,4	1,0	1,8	0,7	1,0	-0,4	-0,5	0,3	0,4	0,5
2016 I	105,3	0,2	-1,0	0,8	1,1	0,4	-0,2	0,1	-0,8	-1,0	0,0	-0,3
II	105,1	0,2	-1,4	0,4	1,6	0,1	0,3	-1,5	-1,0	0,2	0,2	0,2
III	105,6	0,8	-1,6	0,9	2,4	0,5	1,8	-0,2	-0,4	0,9	0,7	1,4
IV	106,0	1,0	-2,2	1,5	2,0	1,3	1,7	-0,1	-0,1	0,9	0,5	1,3

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

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

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

	M3																			
	M2				M2-M1				M3-M2											
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Točke/del- nice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zpadlost- jo do 2 let	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stanja																				
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	422,2	107,3	651,0	10.320,3								
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.159,8	3.599,1	10.201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.829,1								
2016	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0								
2016 II	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.170,0	3.581,0	10.456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11.117,5								
III	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.172,6	3.565,8	10.579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11.247,8								
IV	1.073,1	6.117,0	7.190,1	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11.373,0								
2017 I	1.088,6	6.303,2	7.391,8	1.306,1	2.180,0	3.486,0	10.877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11.586,2								
2016 nov. dec.	1.075,2 1.073,1	6.069,6 6.117,0	7.144,7 7.190,1	1.350,7 1.320,3	2.171,9 2.175,8	3.522,6 3.496,1	10.667,4 10.686,3	72,5 70,4	504,0 519,6	99,0 96,7	675,6 686,7	11.342,9 11.373,0								
2017 jan. feb. mar. apr. (p)	1.081,8 1.086,1 1.088,6 1.092,3	6.154,8 6.208,4 6.303,2 6.344,4	7.236,6 7.294,5 7.391,8 7.436,7	1.329,8 1.325,2 1.306,1 1.279,6	2.178,1 2.178,0 2.180,0 2.183,0	3.507,8 3.503,2 3.486,0 3.462,6	10.744,4 10.797,7 10.877,8 10.899,3	75,1 66,7 73,5 73,2	513,2 505,9 530,3 511,5	98,6 99,7 104,5 82,7	686,9 672,4 708,4 667,4	11.431,3 11.470,1 11.586,2 11.566,8								
Transakcije																				
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	12,9	26,8	372,7								
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	51,4	-26,6	-23,1	482,3								
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,4								
2016 II	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6								
III	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5								
IV	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7								
2017 I	15,5	188,7	204,2	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8								
2016 nov. dec.	2,8 -2,1	80,9 46,9	83,7 44,7	-11,9 -28,5	-1,3 3,8	-13,2 -24,6	70,5 20,1	-2,1 -2,1	2,0 15,5	8,2 -2,2	8,1 11,2	78,6 31,3								
2017 jan. feb. mar. apr. (p)	8,7 4,3 2,4 3,7	41,5 50,1 97,1 45,8	50,2 54,4 99,5 49,5	12,0 -5,2 -18,4 -24,9	2,2 -0,2 2,0 3,2	14,2 -5,4 83,1 -21,7	64,5 49,0 6,9 27,8	4,7 -8,5 24,4 -0,2	-6,3 -7,3 5,1 -18,8	1,2 1,0 5,1 -22,0	-0,4 -14,8 36,4 -41,0	64,1 34,3 119,5 -13,2								
Stopnje rasti																				
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,3	4,3	3,8								
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,5	-3,5	4,7								
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0								
2016 II	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1								
III	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1								
IV	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0								
2017 I	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3								
2016 nov. dec.	3,8 3,5	9,4 9,8	8,5 8,8	-5,4 -7,5	0,6 0,7	-1,8 -2,6	4,9 4,8	-15,8 -5,8	4,5 8,4	12,5 24,1	2,9 8,6	4,7 5,0								
2017 jan. feb. mar. apr. (p)	3,6 3,9 3,7 4,2	9,3 9,2 10,1 10,1	8,4 8,4 9,1 9,2	-6,7 -6,2 -7,4 -8,6	0,8 0,7 0,8 0,9	-2,2 -2,1 -2,5 -2,8	4,7 4,8 5,1 5,1	-7,3 -24,4 -14,4 -16,7	8,5 7,9 13,9 8,5	12,4 7,9 6,0 -15,4	7,0 3,5 9,0 1,5	4,8 4,7 5,3 4,9								

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 pokojninski skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2014	1.863,4	1.366,3	365,1	112,6	19,4	5.555,6	2.749,5	812,1	1.991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1.950,8	1.503,1	321,8	117,5	8,4	5.748,9	3.059,7	695,1	1.991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2016 II	2.034,8	1.594,2	314,0	118,2	8,4	5.904,1	3.214,2	688,8	1.998,1	3,0	957,0	210,7	379,9
III	2.069,0	1.622,9	317,7	119,3	9,1	5.977,7	3.301,8	672,0	2.001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
IV	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 I	2.170,7	1.743,4	303,6	117,4	6,4	6.139,6	3.503,1	620,0	2.013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
2016 nov.	2.086,3	1.654,7	304,8	118,4	8,5	6.029,6	3.371,5	652,6	2.002,9	2,5	959,4	206,3	383,1
dec.	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 jan.	2.121,3	1.697,8	299,2	117,3	7,0	6.087,8	3.438,6	636,0	2.010,5	2,7	940,9	194,6	392,9
feb.	2.142,8	1.717,2	301,5	117,3	6,8	6.111,8	3.446,9	627,5	2.012,0	2,8	937,0	195,4	391,3
mar.	2.170,7	1.743,4	303,6	117,4	6,4	6.139,6	3.503,1	620,0	2.013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
apr. (p)	2.164,5	1.745,6	294,9	117,2	6,8	6.156,7	3.524,1	611,6	2.017,6	3,4	962,7	199,7	396,7
Transakcije													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1
2016 II	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7
III	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
IV	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9
2017 I	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6
2016 nov.	24,0	26,8	-3,3	-1,0	1,5	28,6	36,2	-7,4	0,1	-0,3	23,5	-0,4	-10,1
dec.	-9,4	1,2	-10,7	0,0	0,1	19,9	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3
2017 jan.	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3
feb.	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2
mar.	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,4	-4,3	-2,5
apr. (p)	-2,7	4,1	-7,0	-0,2	0,5	18,2	21,8	-8,2	4,0	0,7	-8,0	9,0	7,3
Stopnje rasti													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 II	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3
III	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
IV	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 I	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
2016 nov.	7,1	10,1	-3,8	0,1	-5,3	5,4	11,1	-5,8	0,7	-32,6	0,3	-8,0	3,1
dec.	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 jan.	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6
feb.	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1
mar.	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
apr. (p)	7,1	10,6	-6,7	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-5,0	1,4	-7,1	5,2

Vir: ECB

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

## 5 Denarna statistika

### 5.3 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			Posojila				Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
		Skupaj	Skupaj		Prilagojena posojila <sup>2)</sup>	Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Stanja													
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.316,6	5.200,7	808,1	129,0	1.280,0	770,3	
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.290,7	5.307,6	790,1	123,5	1.305,1	782,3	
2016	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3	
2016 II	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.312,7	5.348,3	801,2	103,9	1.342,5	755,4	
III	4.272,2	1.105,2	3.153,7	12.768,5	10.623,5	10.927,4	4.302,5	5.379,3	832,6	109,1	1.364,5	780,5	
IV	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3	
2017 I	4.438,5	1.070,4	3.353,9	12.976,8	10.757,7	11.055,7	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2	
2016 nov.	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.848,3	10.699,2	10.981,6	4.336,1	5.407,4	839,8	115,9	1.378,2	770,8	
dec.	4.397,6	1.082,0	3.302,4	12.843,0	10.674,1	10.981,8	4.313,4	5.410,1	838,2	112,5	1.384,6	784,3	
2017 jan.	4.383,3	1.087,3	3.282,3	12.882,2	10.696,5	10.995,8	4.329,3	5.422,9	829,8	114,6	1.399,5	786,2	
feb.	4.399,6	1.073,3	3.312,5	12.913,4	10.720,0	11.012,1	4.334,6	5.443,9	829,9	111,6	1.400,4	793,0	
mar.	4.438,5	1.070,4	3.353,9	12.976,8	10.757,7	11.055,7	4.333,8	5.459,2	851,7	112,9	1.426,9	792,2	
apr. (p)	4.466,6	1.074,1	3.378,2	12.958,4	10.743,0	11.043,1	4.337,0	5.467,8	824,0	114,3	1.426,7	788,6	
Transakcije													
2014	73,8	16,4	57,4	-101,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	35,0	
2015	284,9	-21,1	305,7	86,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	3,5	
2016	458,9	-34,9	493,7	316,8	233,4	253,2	78,4	119,8	46,3	-11,1	80,0	3,4	
2016 II	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6	
III	69,3	-7,3	76,3	112,7	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,3	22,1	
IV	153,2	-20,3	173,6	80,0	61,7	65,3	19,8	35,3	3,4	3,3	17,6	0,7	
2017 I	74,3	-11,0	84,7	148,8	98,9	92,6	29,1	51,6	17,8	0,5	40,9	8,9	
2016 nov.	45,3	-7,0	52,2	36,0	37,5	20,7	16,0	18,9	1,3	1,3	5,4	-6,9	
dec.	69,1	-7,8	77,1	1,9	-9,5	15,2	-14,9	9,2	-0,3	-3,5	4,5	7,0	
2017 jan.	20,0	5,2	14,2	52,1	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6	
feb.	7,6	-13,0	20,5	23,9	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,5	4,4	
mar.	46,8	-3,2	50,0	72,8	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,5	-1,1	
apr. (p)	28,1	3,6	24,3	-7,8	-4,7	-3,2	8,2	11,2	-25,6	1,4	-0,4	-2,7	
Stopnje rasti													
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4	
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,4	
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5	
2016 II	11,7	-2,8	18,1	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9	
III	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8	
IV	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5	
2017 I	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4	
2016 nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,4	-6,7	7,3	-1,0	
dec.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5	
2017 jan.	10,6	-2,9	15,9	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6	
feb.	9,9	-3,9	15,2	2,6	2,0	2,3	1,4	2,4	4,4	-11,4	6,4	3,6	
mar.	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4	
apr. (p)	9,7	-4,2	15,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,4	7,7	4,3	

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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 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 skladji.
- 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										
2014	4.316,6	4.269,9	1.112,3	724,3	2.480,0	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.290,7	4.272,9	1.041,1	761,5	2.488,2	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2016 II	4.312,7	4.293,2	1.043,0	777,5	2.492,1	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
III	4.302,5	4.291,6	1.011,5	787,9	2.503,1	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
IV	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2017 I	4.333,8	4.335,6	1.003,8	802,6	2.527,5	5.459,2	5.770,6	628,2	4.085,7	745,3
2016 nov.	4.336,1	4.312,1	1.031,9	798,7	2.505,4	5.407,4	5.723,4	614,9	4.038,5	754,0
dec.	4.313,4	4.313,2	998,5	797,6	2.517,3	5.410,1	5.726,7	616,5	4.044,9	748,7
2017 jan.	4.329,3	4.322,3	1.013,9	799,6	2.515,7	5.422,9	5.743,6	620,8	4.052,2	749,9
feb.	4.334,6	4.325,3	1.011,3	798,3	2.525,0	5.443,9	5.757,2	623,8	4.072,3	747,8
mar.	4.333,8	4.335,6	1.003,8	802,6	2.527,5	5.459,2	5.770,6	628,2	4.085,7	745,3
apr. (p)	4.337,0	4.343,2	997,8	804,2	2.535,0	5.467,8	5.778,0	629,5	4.096,4	741,9
Transakcije										
2014	-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016	78,4	93,5	-18,4	43,2	53,6	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016 II	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
III	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
IV	19,8	31,2	-9,8	8,4	21,2	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 I	29,1	33,9	8,6	7,0	13,5	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 nov.	16,0	8,4	5,9	7,6	2,5	18,9	10,8	2,6	15,6	0,7
dec.	-14,9	9,4	-29,3	-1,8	16,1	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017 jan.	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
feb.	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
mar.	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
apr. (p)	8,2	11,9	-4,1	3,0	9,3	11,2	10,3	2,1	11,6	-2,6
Stopnje rasti										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016 II	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
III	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
IV	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 I	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016 nov.	1,8	2,1	-1,9	6,6	1,9	2,1	1,9	3,7	2,5	-1,2
dec.	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 jan.	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
feb.	1,4	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
mar.	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
apr. (p)	1,6	2,4	-3,1	4,8	2,6	2,6	2,4	4,6	3,0	-1,2

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 ravnih 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											
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.380,4	220,3	184,5	139,7	
2015	284,8	6.996,9	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,5	1.343,8	263,4	205,9	135,6	
2016	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6	
2016 II	319,3	7.006,8	2.094,1	74,6	2.175,8	2.662,3	1.292,4	295,3	238,0	144,0	
III	310,1	6.961,3	2.068,5	72,4	2.125,4	2.695,0	1.196,7	281,7	209,2	129,1	
IV	318,8	6.916,2	2.054,4	70,6	2.138,7	2.652,5	1.130,8	236,5	205,9	121,6	
2017 I	303,5	6.881,0	2.033,5	69,2	2.100,3	2.678,0	1.105,1	250,4	182,2	111,8	
2016 nov. dec.	296,6 318,8	6.932,4 6.916,2	2.061,7 2.054,4	71,9 70,6	2.134,5 2.138,7	2.664,3 2.652,5	1.109,3 1.130,8	293,4 236,5	194,7 205,9	121,3 121,6	
2017 jan. feb. mar. apr. (p)	302,8 295,2 303,5 335,2	6.865,5 6.919,8 6.881,0 6.848,6	2.037,8 2.027,9 2.033,5 2.022,0	69,8 69,6 69,2 69,3	2.117,1 2.125,3 2.100,3 2.083,5	2.640,9 2.697,0 2.678,0 2.673,8	1.113,6 1.120,0 1.105,1 1.063,2	220,5 252,0 250,4 262,4	176,5 171,3 182,2 173,8	106,3 104,4 111,8 103,7	
Transakcije											
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8	
2015	9,2	-224,8	-106,2	-13,5	-212,8	107,6	-86,6	-18,4	21,4	-4,0	
2016	31,0	-150,8	-73,1	-9,1	-121,2	52,7	-279,6	-72,4	12,8	-12,0	
2016 II	4,2	-12,9	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-63,6	0,3	-9,2	-8,1	
III	-9,2	-54,1	-25,8	-2,0	-41,2	14,9	-97,5	-14,3	-19,2	-13,7	
IV	6,6	-27,1	-21,5	-2,6	-18,1	15,1	-43,8	-92,3	-0,2	-7,5	
2017 I	-16,1	-19,4	-14,7	-1,4	-31,2	28,0	-31,7	-9,1	-22,6	-9,1	
2016 nov. dec.	-27,6 21,1	-11,5 -15,9	-12,3 -7,9	-0,5 -1,3	-5,5 -3,4	6,8 -3,3	-13,2 22,2	-28,6 -56,8	1,7 11,2	-12,4 0,3	
2017 jan. feb. mar. apr. (p)	-16,4 -8,2 8,4 31,7	-24,2 12,4 -7,6 -15,5	-10,3 -11,1 6,6 -10,0	-0,8 -0,2 -0,4 0,1	-4,9 -5,4 -20,8 -5,2	-8,2 29,1 7,1 -0,5	6,6 -34,5 -3,8 -30,0	-55,2 41,5 4,6 12,7	-28,3 -5,1 10,8 -8,4	-14,6 -2,0 7,5 -8,2	
Stopnje rasti											
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6	
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,7	4,3	-	-	11,6	-2,9	
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2016 II	20,1	-2,4	-2,9	-13,3	-7,0	2,8	-	-	3,6	-2,9	
III	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,3	2,6	-	-	1,5	-8,2	
IV	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2017 I	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3	
2016 nov. dec.	0,1 10,9	-2,1 -2,1	-3,2 -3,4	-10,7 -11,5	-5,9 -5,4	2,4 2,0	-	-	-4,9 6,3	-15,6 -9,0	
2017 jan. feb. mar. apr. (p)	-1,4 -1,7 -4,6 5,5	-2,1 -1,7 -1,6 -1,9	-3,5 -4,4 -4,0 -4,4	-11,3 -10,5 -10,1 -9,0	-4,8 -3,9 -4,9 -4,8	1,7 2,6 3,3 2,8	-	-	-12,2 -25,7 -21,2 -21,6	-23,8 -25,7 -25,3 -24,8	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč 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	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 I	-1,9	.	.	.	.	0,4
II	-1,8	.	.	.	.	0,5
III	-1,8	.	.	.	.	0,5
IV	-1,5	.	.	.	.	0,7

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	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1	
2014	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0	
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5	
2016 I	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9	
II	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8	
III	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8	
IV	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5	

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

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetnik			Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
	Gotovina in vloge		Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	DFI	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1	
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1	
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1	
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1	
2016 I	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
II	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
III	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
IV	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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			
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6			
2014	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5			
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3			
2016	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,5			
2016 I	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3			
II	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0			
III	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5			
IV	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	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>						Izdaje	Odkupi		
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje		Transakcije							
	1	2	3	4	5		6	7	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta				
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6			
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2			
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2016 I	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,6	2,7	1,4	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1			
II	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1			
III	14,5	12,7	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2			
IV	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2016 nov.	14,5	12,8	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3			
dec.	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2017 jan.	14,4	12,7	4,9	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2			
feb.	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3			
mar.	14,4	12,7	4,4	1,7	0,4	6,9	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1			
apr.	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2			

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

## 6 Državne finance

### 6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 I	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3	
II	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3	
III	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0	
IV	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
Javni dolg										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 I	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4	
II	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5	
III	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6	
IV	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19	
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 I	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
II	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
III	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
IV	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Javni dolg										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 I	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
II	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
III	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
IV	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2017

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. junij 2017.

ISSN                            2363-3557  
EU kataloška številka      QB-BP-17-004-SL-N