

Ekonomski bilten

številka 8 / 2016

Kazalo

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	11
3 Gospodarska aktivnost	15
4 Cene in stroški	20
5 Denar in krediti	25
6 Javnofinančna gibanja	31
Okvirji	34
1 Vpliv odločitve, ki jo je organizacija OPEC sprejela novembra 2016, na naftni trg	34
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. julija do 25. oktobra 2016	37
3 Strukturni kazalniki poslovnega okolja v euroobmočju	42
4 Ocenjevanje vpliva stanovanjskih stroškov na inflacijo	47
5 Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2017 in proračunsko stanje v euroobmočju kot celoti	51
Articles	56
1 The impact of uncertainty on activity in the euro area	56
6 Looking back at OTC derivative reforms – objectives, progress and gaps	76
Statistični podatki	S1

Ekonomika in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 8. decembra 2016 na podlagi redne ekonomske in denarne analize celovito ocenil obete za gospodarsko aktivnost in inflacijo ter naravnost denarne politike. Ocena je potrdila, da je treba program nakupa vrednostnih papirjev podaljšati še dlje kot do marca 2017, s čimer bomo ohranili zelo spodbujevalno naravnano denarno politiko, ki je nujna za to, da se v srednjeročnem obdobju zagotovi vzdržno zviševanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 8. decembra 2016

Svetovna gospodarska aktivnost se je v drugi polovici leta izboljšala in se bo predvidoma še naprej krepila, čeprav bo ostala šibkejša kot pred krizo. V ZDA so gospodarsko aktivnost podpirale še naprej spodbujevalno naravnane politike in izboljševanje razmer na trgu dela, vseeno pa se je po predsedniških volitvah negotovost glede gospodarskih obetov v ZDA in na svetovni ravni povečala. Na Japonskem bo gospodarska rast po pričakovanjih ostala zmerna, v Združenem kraljestvu pa jo bo omejevala povečana negotovost glede prihodnjih odnosov z EU. Postopno upočasnjevanje kitajskega gospodarstva bo verjetno zaviralo rast v drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih, vseeno pa postopno popuščanje globoke recesije v nekaterih večjih izvoznicah surovin vedno bolj spodbuja svetovno gospodarsko rast. Cene nafte so se po dogovoru, ki so ga članice OPEC sprejele 30. novembra, zvišale, postopno pa popušča tudi vpliv preteklih pocenitev nafte na svetovno skupno inflacijo. Gibanje osnovne inflacije po drugi strani še vedno zavirajo obsežne proste zmogljivosti na svetovni ravni.

Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je v zadnjem času povečala, terminska krivulja EONIA pa je postala bolj strma. Povečanje nominalne donosnosti, do katerega je prišlo od začetka oktobra, deloma odraža svetovni trend zviševanja dolgoročnih obrestnih mer, ki je bil najbolj izrazit v ZDA. Povečanje nominalne donosnosti se je pokazalo v zvišanju ravni in naklona terminske krivulje EONIA. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se rahlo povečali, vendar so ostali manjši kot v začetku marca 2016, ko se je začel Eurosistemov program nakupa obveznic podjetniškega sektorja. Medtem ko so širši delniški indeksi v euroobmočju le nekoliko porasli, so delnice bank beležile bolj ugodna gibanja.

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se nadaljuje. Realni BDP euroobmočja se je v tretjem četrletju 2016 povečal za 0,3% glede na drugo četrletje, ko je bila rast na podobni ravni. Po najnovejših podatkih, zlasti rezultatih anket, se je trend rasti nadaljeval tudi v zadnjem četrletju 2016.

Svet ECB pričakuje, da se bo gospodarsko okrevanje tudi v prihodnjem obdobju nadaljevalo z zmerno, a vse večjo dinamiko. Ukrepi denarne politike ECB se prenašajo v realno gospodarstvo in podpirajo domače povpraševanje ter omogočajo lažje razdolževanje. K okrevanju naložb še naprej prispevajo izboljševanje dobičkonosnosti podjetij in zelo ugodni pogoji financiranja. Poleg tega se zaradi vztrajne rasti stopnje zaposlenosti, ki jo pospešujejo tudi pretekle strukturne reforme, zvišujeta realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in zasebna potrošnja. Obenem se kažejo znaki nekoliko močnejšega okrevanja svetovnega gospodarstva. Po drugi strani bosta gospodarsko rast v euroobmočju predvidoma zavirala počasno izvajanje strukturnih reform in prilagajanje bilanc, ki je še vedno potrebno v številnih sektorjih.

Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih decembra 2016 pripravili strokovnjaki Eurosistema, bo medletna realna rast BDP v letih 2016 in 2017 znašala 1,7%, v letih 2018 in 2019 pa 1,6%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so obeti glede realne rasti BDP večinoma nespremenjeni. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, novembra 2016 znašala 0,6%, kar je več kot oktobra in septembra, ko je bila na ravni 0,5% oziroma 0,4%. Zvišanje je predvsem posledica medletne rasti cen energentov, medtem ko za zdaj ni nobenih prepričljivih znakov o trendu naraščanja osnovne inflacije.

V prihodnjem obdobju se bo glede na sedanje terminske cene nafte stopnja skupne inflacije ob prelому leta verjetno še precej zvišala na raven nad 1%, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen energentov. Ob podpori ukrepov denarne politike ECB, pričakovanem gospodarskem okrevanju in postopnem zmanjševanju neizkoričenih gospodarskih zmogljivosti se bo inflacija predvidoma še naprej zviševala tudi v letih 2018 in 2019.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah bo medletna inflacija v letu 2016 znašala 0,2%, v letu 2017 1,3%, v letu 2018 1,5% in v letu 2019 1,7%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so obeti glede skupne inflacije večinoma nespremenjeni.

Nizke obrestne mere in nestandardni ukrepi denarne politike ECB še naprej podpirajo dinamiko denarja in kreditov. Rast širokega denarja je v tretjem četrletju 2016 ostala stabilna, nato pa je oktobra nekoliko upadla. Po drugi strani se je rast posojil zasebnemu sektorju v oktobru povečala. Glavno gonilo rasti širokega denarja so ostali domači viri ustvarjanja denarja. Učinki ukrepov denarne politike ECB še naprej spodbujajo rast denarja in kreditov. Banke prenašajo ugodne pogoje svojega financiranja naprej na komitente, tako da se posojilne obrestne mere znižujejo, ponudba kreditov pa izboljuje, kar prispeva k postopnemu okrevanju kreditne dinamike. Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v tretjem četrletju 2016 po ocenah še naprej povečevali.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je v okviru zagotavljanja cenovne stabilnosti sprejel naslednje sklepe:

- kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, bo Eurosistem nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev nadaljeval na sedanji ravni 80 milijard EUR na mesec do konca marca 2017. Od aprila 2017 se bodo neto nakupi predvidoma nadaljevali na mesečni ravni 60 milijard EUR, potekali pa naj bi do konca decembra 2017 ali po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Če bodo medtem obeteli postali manj ugodni ali če bodo finančne razmere postale neskladne z nadaljnjjim napredkom pri vzdržnem približevanju inflacije ciljni ravni, namerava Svet ECB povečati velikost programa ali njegovo trajanje. Neto nakupi bodo potekali vzporedno s ponovnim investiranjem glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa;
- za nemoteno izvajanje nakupov je Svet ECB sklenil, da se bodo nekateri parametri programa v januarju 2017 spremenili. Prvič, razpon zapadlosti v programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja se bo razširil tako, da se bo minimalna preostala zapadlost primernih vrednostnih papirjev zmanjšala z dveh na eno leto. Drugič, nakupi vrednostnih papirjev, katerih donosnost do dospetja je nižja od obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita, bodo dovoljeni v obsegu, ki bo potreben;
- ključne obrestne mere ECB so ostale nespremenjene in Svet ECB še naprej pričakuje, da bodo na sedanji ali nižji ravni ostale še dalj časa, vsekakor pa precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev.

Podaljšanje programa nakupa vrednostnih papirjev je bilo kalibrirano tako, da se ohranja zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, ki je nujna za to, da se zagotovi vzdržno zviševanje inflacije v srednjeročnem obdobju na raven pod 2%, a blizu te meje. Skupaj z obsežnimi nakupi v preteklosti in prihodnjim ponovnim investiranjem glavnice zapadlih vrednostnih papirjev to podaljšanje omogoča, da bodo pogoji financiranja v euroobmočju še naprej zelo ugodni, kar ostaja ključnega pomena za doseganje cilja ECB. Razširitev Eurosistemovih nakupov na daljše obdobje omogoča trajnejšo prisotnost na trgu in s tem bolj dolgotrajno transmisijo spodbujevalnih ukrepov ECB. Pri kalibraciji je Svet ECB upošteval, da gospodarsko okrevanje v euroobmočju napreduje z zmerno, a vse večjo dinamiko, in da inflacijski pritiski ostajajo šibki. Svet ECB bo še naprej natančno spremjal obete za cenovno stabilnost ter ukrepal z vsemi instrumenti, ki so mu na voljo v okviru mandata, če bo to potrebno za doseg zastavljenih ciljev.

Zunanje okolje

Svetovna gospodarska aktivnost se je v drugi polovici leta izboljšala in se bo predvidoma še naprej krepila, čeprav bo ostala šibkejša kot pred krizo. Svetovno inflacijo še vedno zavirajo učinki preteklega upada cen nafte, hkrati pa bodo obsežne proste zmogljivosti na svetovni ravni v srednjeročnem obdobju predvidoma zavirale rast osnovne inflacije.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Svetovna gospodarska aktivnost se je v drugi polovici leta izboljšala. Po podatkih, ki so bili objavljeni v zadnjih nekaj mesecih, je gospodarska rast v razvitih gospodarstvih razmeroma stabilna, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa se je malenkostno izboljšala. Za srednjeročno obdobje se napoveduje krepitev rasti svetovne gospodarske aktivnosti, ki pa bo vseeno ostala nižja kot pred krizo. Na svetovni ravni še vedno deluje več zaviralnih dejavnikov, kot so nizke cene primarnih surovin, ki negativno vplivajo na izvoznice surovin, postopno uravnoveženje kitajskega gospodarstva in vse večja negotovost glede vladne politike v ZDA.

Finančni trgi so v razvitih gospodarstvih ostali odporni, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa se pojavljajo znaki naraščanja pritiskov. Donosnost ameriških dolgoročnih obveznic se je opazno povečala, kar je delno posledica tega, da tržni udeleženci pričakujejo višjo inflacijo, povezano s svežnjem javnofinančnih spodbud. Volatilnost na delniških trgih se je v zadnjih tednih zmanjšala, delniški trgi v razvitih gospodarstvih pa so pridobili nekaj zagona. Na nastajajoča tržna gospodarstva so v zadnjih četrletjih ugodno vplivali ugodnejši pogoji financiranja, vendar se je od ameriških volitev v novembру vračanje kapitalskih tokov v ta gospodarstva začelo upočasnjevati, razmiki njihovih državnih obveznic so se povečali, okreplili pa so se tudi pritiski na valute teh držav.

Denarna politika ostaja spodbujevalna. Krivulja terminskih obrestnih mer za zvezna sredstva v ZDA se je v zadnjih mesecih premaknila navzgor, kar deloma odraža pričakovanja, da bo javnofinančna politika v ZDA postala bolj ekspanzivna (glej graf 1). Nasprotno je britanska centralna banka na avgustovski seji znižala obrestne mere in napovedala nadaljnje kvantitativno rahljanje, japonska centralna banka pa je septembra uvedla nekatere spremembe v svoji denarni politiki, zlasti nadzorovanje krivulje donosnosti in zavezo, da bo presegla svoj inflacijski cilj.

Nedavno objavljeni podatki kažejo na krepitev svetovne gospodarske aktivnosti v drugi polovici leta. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) brez euroobmočja za gospodarsko aktivnost je novembra ostal nespremenjen na ravnici 53,3, kar kaže na trdno rast svetovnega gospodarstva v zadnjem četrletju leta (glej graf 2). V novembru so bila gibanja pozitivna v večini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev. Tudi kazalniki OECD, tako za sedanje kot za prihodnje obdobje, kažejo na stabilno rast v razvitih gospodarstvih in izboljševanje zagona v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na splošno se zdi, da v razvitih

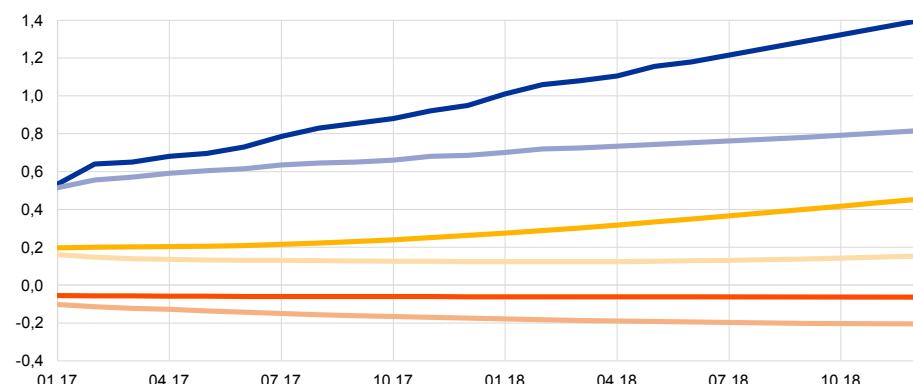
gospodarstvih rast ostaja dokaj trdna, v nastajajočih gospodarstvih pa je dosegla dno in se začenja krepiti.

Graf 1

Pričakovanja o obrestnih merah centralnih bank

(v odstotkih)

- ZDA 7. december
- ZDA 8. september
- Združeno kraljestvo 7. december
- Združeno kraljestvo 8. september
- Japonska 7. december
- Japonska 8. september



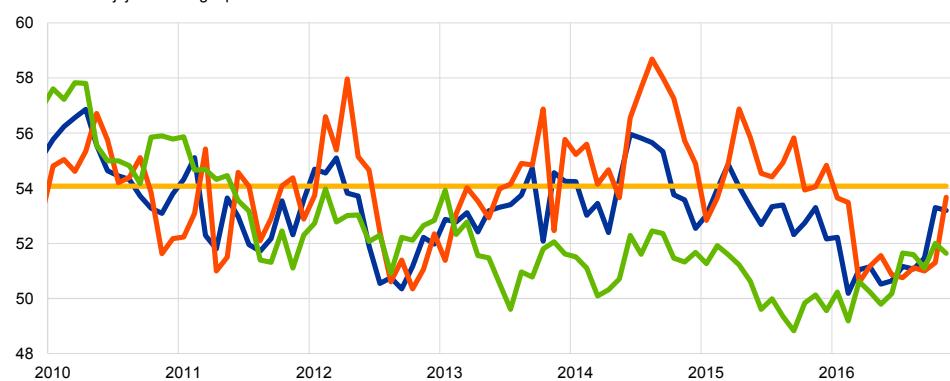
Vira: Bloomberg in Bank of England.

Graf 2

Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost

(indeks razpršitve)

- svet brez euroobmočja
- svet brez euroobmočja – dolgoročno povprečje
- razvita gospodarstva brez euroobmočja
- nastajajoča tržna gospodarstva



Vira: Haver Analytics in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2016. »Nastajajoča tržna gospodarstva« je agregat, ki vključuje Kitajsko, Rusijo, Brazilijo, Indijo in Turčijo. Agregat »razvita gospodarstva« pa vključuje ZDA, Združeno kraljestvo in Japonsko. Dolgoročno povprečje se nanaša na obdobje od januarja 1999 do novembra 2016.

V ZDA se je gospodarska aktivnost v tretjem četrletju občutno izboljšala, potem ko je v prvi polovici leta beležila razmeroma skromno rast. Neto izvoz in investicije v osnovna sredstva sta se v tretjem četrletju močno povečala in pozitivno prispevala k realni rasti BDP, medtem ko so zasebne investicije v osnovna sredstva ostale šibke, potrošnja gospodinjstev pa je nekoliko oslabela. V prihodnjem obdobju

se bo rast predvidoma krepila z zmerno hitrostjo, podpirali pa jo bodo boljši temeljni gospodarski pogoji. Negotovost glede ekonomske politike se je po predsedniških volitvah povečala. Ker so se pričakovanja o svežnju javnofinančnih spodbud okrepila, so se pogoji financiranja nekoliko zaostrili, kar še posebej velja za dolgoročne obresti.

V Združenem kraljestvu je gospodarska aktivnost v tretjem četrletju kljub večji negotovosti takoj po referendumu o članstvu v EU ostala trdna. Poganjala sta jo predvsem močna potrošnja in velik prispevek neto trgovinske menjave, na doseženi ravni pa so ostale tudi naložbe. Vseeno bo negotovost glede trgovinskih odnosov z EU verjetno zavirala rast naložb, nedavno znižanje tečaja britanskega funta pa bo slabilo potrošnjo.

Na Japonskem je realni BDP v tretjem četrletju sicer naraščal s solidno hitrostjo, vseeno pa se temeljna gospodarska aktivnost krepi razmeroma počasi. Dominantni ostajajo zaviralni dejavniki zaradi šibkega zunanjega povpraševanja in skromnih naložb. V prihodnjem obdobju bodo ugodni pogoji financiranja in pozitivni dobički podjetij predvidoma spodbudili naložbe. Izvoz se bo po pričakovanjih postopoma povečeval, ko se bo kljub pretekli apreciaciji jena okreplilo zunanje povpraševanje. Nasprotno bo zasebna potrošnja predvidoma še naprej naraščala počasi. Javnofinančni spodbujevalni ukrepi bodo v prihodnjih nekaj letih predvidoma podpirali domače povpraševanje.

Na Kitajskem se je rast v tretjem četrletju stabilizirala, poganjala pa so jo močna potrošnja in naložbe v infrastrukturo. Medtem ko bo gibanja v bližnji prihodnosti določal predvsem velik obseg sprejetih javnofinančnih in denarnih spodbud, se bo na srednji rok gospodarska rast predvidoma še naprej upočasnila. Zaradi postopnega zmanjševanja presežnih zmogljivosti se bo rast naložb še nekoliko upočasnila. Glavno gonilo rasti bo po pričakovanjih ostala potrošnja.

V srednji in vzhodni Evropi bo realna gospodarska aktivnost ostala v večini držav razmeroma trdna. Po pričakovanjih jo bodo poganjale močne naložbe ob podpori strukturnih sredstev EU, pa tudi dinamična zasebna potrošnja zaradi višjega realnega razpoložljivega dohodka, izboljševanja razmer na trgu dela in nizke inflacije.

V glavnih izvoznicah surovin se kažejo znaki odboja iz globoke recesije. V Rusiji se je gospodarska aktivnost po razpoložljivih podatkih nekoliko okreplila. Pogoji financiranja so postali manj zaostreni, saj je zaradi nadaljnjega upada inflacije centralna banka znižala obrestne mere, vseeno pa negotovost ostaja velika, zaupanje potrošnikov pa šibko. Čeprav bo zaradi obnovljene rasti cen nafte pritisk nekoliko popustil, bo potrebna javnofinančna konsolidacija še naprej hromila poslovno okolje. Za Brazilijo se pričakuje, da bo globoka in dolgotrajna recesija v drugi polovici leta počasi dosegla dno, hkrati pa se bo zmanjševala politična negotovost, medtem ko bodo pogoji financiranja postajali manj zaostreni. Po drugi strani je še vedno potrebna obsežna javnofinančna konsolidacija, kar bo na srednji rok poslabševalo gospodarske obete.

Svetovna trgovinska menjava je v drugi polovici leta pridobila nekaj zagona.

Svetovni uvoz brez euroobmočja je bil za prvo polovico leta 2016 popravljen rahlo navzgor, razpoložljivi kazalniki pa kažejo pozitivne signale tudi za gibanja v bližnji prihodnosti. Po podatkih nizozemskega urada za analizo ekonomske politike (CPB) se je svetovni uvoz blaga po dveh negativnih četrtletjih v tretjem četrtletju povečal za 0,7% (glej graf 3). Svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila se je novembra še nadalje zvišal, kar napoveduje hitrejšo rast svetovne trgovinske menjave v zadnjem četrtletju tega leta. V četrtletjih zatem se bo svetovna trgovinska menjava predvidoma postopoma krepila v skladu z okrevanjem svetovne gospodarske aktivnosti. Upočasnitev trgovine v zadnjih nekaj letih je večinoma strukturne narave in bo verjetno še trajala.¹ Zato je predpostavljeno, da bo elastičnost svetovnega uvoza na rast BDP v srednjeročnem obdobju ostala bistveno nižja kot pred krizo.

Graf 3

Svetovna blagovna meniava



Viri: Merkit, CRR in izrečuni ECB

Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.
Opomba: Zadnjih podatki se napačajo na november 2016 za indeksa PMI in na september 2016 za trgovinsko menjavo.

Svetovna gospodarska rast se bo v obdobju 2016–2019 predvidoma počasi

krepila. Po makroekonomskih projekcijah, ki so jih strokovnjaki Eurosistema pripravili decembra 2016, se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja postopno okreplila s 3,0% v letu 2016 na 3,5% v letu 2017, 3,7% v letu 2018 in 3,8% v letu 2019. Zunanje povpraševanje v euroobmočju se bo leta 2016 predvidoma povečalo za 1,5%, nato pa leta 2017 za 2,4%, leta 2018 za 3,4% in leta 2019 za 3,6%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je napovedana svetovna rast ostala večinoma nespremenjena, rast zunanjega povpraševanja pa je bila rahlo popravljena navzdol, predvsem zaradi počasnejše rasti uvoza v nekaterih razvitih gospodarstvih.

Negotovost okrog osnovne projekcije glede svetovne gospodarske aktivnosti se je v zadnjem času povečala, vseeno pa so tveganja na strani nižje rasti, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na pozitivni strani bi uvedba bolj ekspanzivne javnofinančne politike v ZDA lahko spodbujala rast v ZDA in na svetovni ravni. Na negativni strani pa sta glavni tveganji vzpon trgovinskega protekcionizma in

¹ Za več podrobnosti glej članek »Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?« ECB Occasional Paper št 178, september 2016.

zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja, zaradi česar bi se države z zunanjimi ali notranjimi neravnočasnjimi lahko znašle pod okrepljenim pritiskom finančnih trgov. Zaradi zmanjševanja presežne zadolženosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih bi se še posebej na Kitajskem lahko upočasnila rast domačega povpraševanja, hkrati pa bi se lahko pojavila zaskrbljenost glede finančne stabilnosti, kar bi lahko sprožilo odlivanje kapitala. Eno pomembnih navzdol usmerjenih tveganj ostajajo tudi geopolitične razmere.

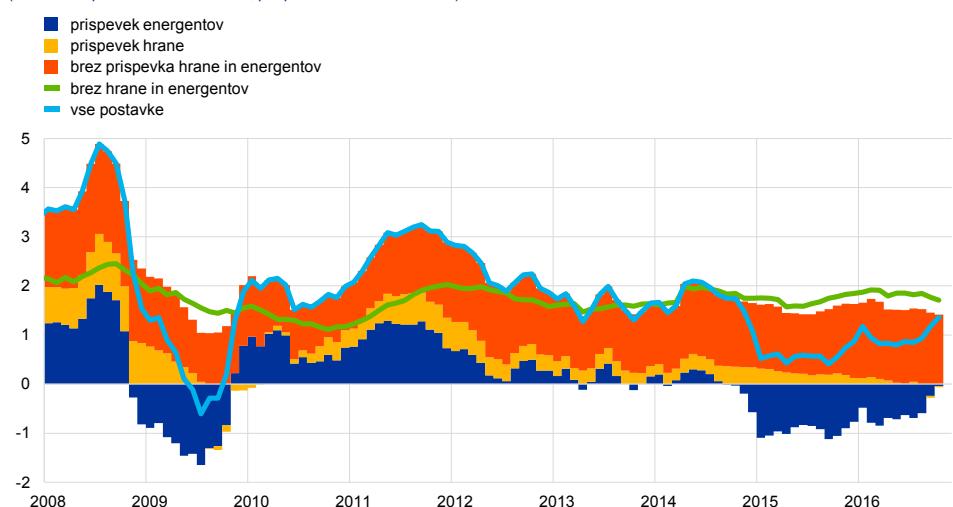
Svetovna cenovna gibanja

Preteklo znižanje cen nafte še naprej zavira rast skupne svetovne inflacije, vendar učinki postopoma izginjajo. V državah OECD se je medletna rast cen živiljenjskih potrebščin oktobra povzpela na 1,4%, potem ko je septembra znašala 1,2%, k čemur je največ prispevala manj negativna rast cen tako energentov kot tudi hrane. Čeprav je inflacija še vedno nizka, to predstavlja veliko zvišanje glede na prvo polovico leta, ko je v povprečju znašala 0,9%. Brez hrane in energentov se je medletna inflacija v državah OECD oktobra rahlo znižala na 1,7% (glej graf 4). Med razvitim gospodarstvom se je skupna inflacija povečala v ZDA, na Japonskem in v Kanadi, medtem ko se je v Združenem kraljestvu rahlo znižala. Med največjimi državami nečlanicami OECD se je inflacija znižala v Indiji, Braziliji in Rusiji, na Kitajskem pa se je zvišala.

Graf 4

Rast cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: OECD.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

Nafta se je po seji OPEC 30. novembra precej podražila. Pred tem je napoved organizacije OPEC, da namerava ponovno uvesti kvote za črpanje nafte, povzročila negotovost na trgu. Po usklajenem sklepu članic in nekaterih nečlanic OPEC, da v prvi polovici leta 2017 zmanjšajo proizvodnjo za 1,2 oziroma 0,6 milijona sodov na dan, je cena surove nafte Brent poskočila za več kot 10% in 7. decembra znašala 52

USD za sod (s 46 USD za sod 29. novembra). V prihodnjem obdobju bodo rekordno visoke zaloge še vedno preprečevale večje podražitve, vseeno pa bo omejitev proizvodnje v obeh skupinah držav prispevala k hitrejšemu zmanjševanju zalog. V okvirju 1 analiziramo novo ponudbeno strategijo organizacije OPEC in obravnavamo prihodnje gibanje cen nafte na kratki in srednji rok po različnih scenarijih ponudbe. Cene primarnih surovin razen nafte so se na agregatni ravni precej zvišale, saj so se cene kovin močno odzvale na novico, da je kitajsko povpraševanje ostalo trdno, bolj nedavno pa na napovedi, da bo nova vlada ZDA povečala investicije v infrastrukturo.

Svetovna inflacija se bo v prihodnjem obdobju po pričakovanjih počasi zviševala.

Učinki preteklega upada cen nafte in drugih surovin bodo predvidoma še naprej popuščali in tako v manjši meri zavirali skupno inflacijo. Za kasnejše obdobje navzgor usmerjena krivulja terminskih cen nafte napoveduje, da se bodo cene nafte v obdobju projekcij zviševale. Po drugi strani bodo še vedno obsežne proste zmogljivosti na svetovni ravni verjetno še dalj časa zavirale rast osnovne inflacije.

2

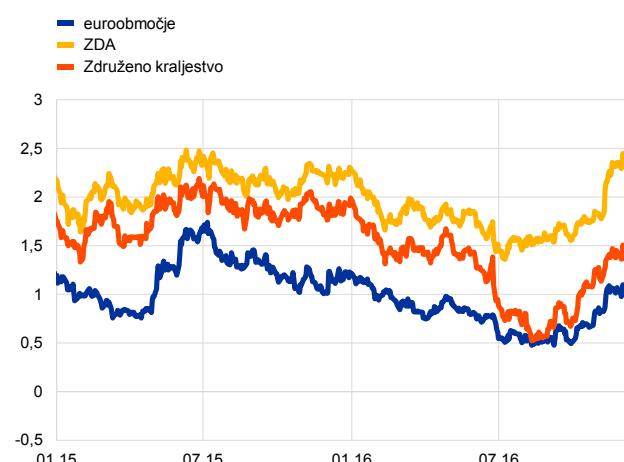
Finančna gibanja

Od septembske seje Sveta ECB o denarni politiki se je donosnost državnih obveznic v euroobmočju povečala, krivulja terminskih obrestnih mer EONIA pa je postala bolj strma. Nominalna donosnost se je povečala predvsem zaradi višjih inflacijskih pričakovanj. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se rahlo povečali, vendar so bili 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 malenkostno zvišali, bančne delnice pa so dosegale višje vrednosti kot širši indeks.

Graf 5

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

(v odstotkih na leto)



Vira: Bloomberg in ECB.

Opomba: Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je od začetka septembra povečala.

V obravnavanem obdobju (tj. od 8. septembra do 7. decembra 2016) se je obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju zvišala za okrog 50 bazičnih točk na 0,35% (glej graf 5). V istem obdobju se je za 50 bazičnih točk zvišala tudi donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, in doseglja dober 1%. Obrestne mere so se začele zviševati na začetku oktobra in izničile približno polovico precejšnjega znižanja obrestnih mer v zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju, do katerega je prišlo od začetka leta. Zaradi tega je obrestna mera v 10-letnih zamenjavah ponovno doseglja raven iz sredine februarja. V posameznih državah se je donosnost 10-letnih državnih obveznic ravno tako povečala, in sicer za 40 do 90 bazičnih točk, medtem ko so se razmiki v donosnosti državnih obveznic v primerjavi z obrestno mero 10-letnih nemških državnih obveznic povečali za

5 do 50 bazičnih točk, z izjemo grških državnih obveznic, kjer so se zmanjšali za več kot 200 bazičnih točk. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so se najbolj povečali v Italiji, kar je bilo povezano predvsem s politično negotovostjo zaradi ustanovnega referendum, ki je v tej državi potekal 4. decembra.

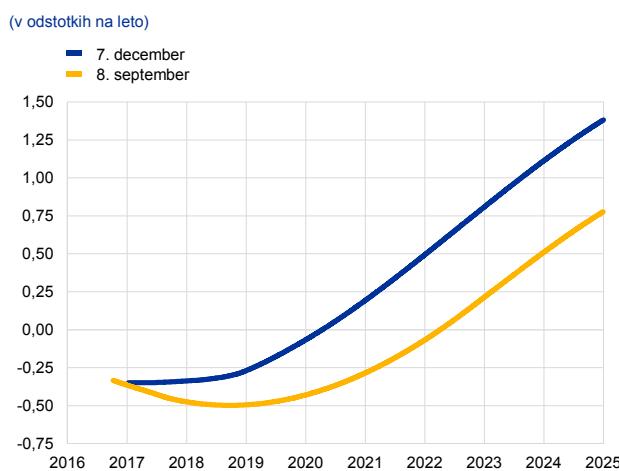
Povečevanje donosnosti zamenjav na indeks transakcij čez noč in državnih obveznic v euroobmočju od začetka oktobra je bilo deloma posledica globalnega trenda naraščanja dolgoročnejših obrestnih mer. Ta trend je bil najizrazitejši v ZDA, kjer se je donosnost povečala predvsem zaradi naraščanja tržnih pričakovanj o višji inflaciji, povezanih z morebitnimi fiskalnimi spodbudami in protekcionizmom, kar bi lahko imelo posledice za prihodnjo usmeritev denarne politike. V euroobmočju je na višjo donosnost najprej vplivalo predvsem zvišanje realnih obrestnih mer. Po predsedniških volitvah v ZDA so imela inflacijska pričakovanja pomembno vlogo pri povečanju nominalne donosnosti.

Povečanje nominalne donosnosti se je pokazalo v precejšnjem zvišanju ravni in naklona krivulje terminskih obrestnih mer EONIA. Oblika in položaj krivulje

terminskih obrestnih mer EONIA sta se od začetka oktobra precej zvišala, pri čemer se je naklon v obravnavanem obdobju povečal za približno 60 bazičnih točk (glej graf 6). Sodeč po spremembah oblike krivulje je bila večja nominalna donosnost v obravnavanem obdobju med drugim tudi posledica nižjih pričakovanj glede spodbujevalno naravnane denarne politike ECB. To je razvidno iz tega, da se je navzdol usmerjeni krajši del krivulje izravnal, kar kaže, da udeleženci na trgu ne pričakujejo nadaljnega zniževanja obrestnih mer za odprto ponudbo mejnega depozita. EONIA je v obravnavanem obdobju ostala nespremenjena na ravni okrog –35 bazičnih točk. Skladno z običajno dinamiko se je proti koncu tretjega četrtletja 2016 prehodno zvišala na –32 bazičnih točk. Med obravnavanim obdobjem se je presežna likvidnost² v bančnem sektorju predvsem zaradi nakupov v okviru Eurosistemuvega razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev povečala za okrog 147 milijard EUR na 1.185 milijard EUR. Likvidnostne razmere v euroobmočju in operacije denarne politike so podrobnejše obravnavane v okvirju 2.

Graf 6

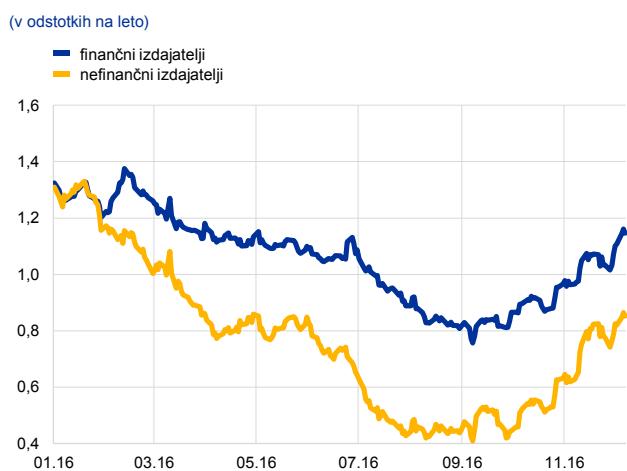
Terminske obrestne mere EONIA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Graf 7

Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju



Vir: Thomson Reuters.

Opomba: Povprečna donosnost obveznic v bonitetnih razredih med AAA in BBB.

Trend zmanjševanja razmikov v donosnosti obveznic nefinančnih družb, ki je trajal vse od takrat, ko je Svet ECB marca napovedal program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, se je ustavil. Donosnost obveznic nefinančnih družb v euroobmočju se je po zmanjševanju, ki se je začelo približno sredi februarja, in po kratkotrajnem povečevanju v juniju zaradi napetosti, ki jih je povzročil britanski referendum, od začetka septembra povečala pri vseh bonitetnih razredih (glej graf 7). Kljub temu je bilo to povečanje na splošno zmerno – pri vseh bonitetnih razredih v povprečju za okrog 35 bazičnih točk – razmiki glede na netvegano stopnjo donosa pa so se le rahlo povečali. Večja donosnost podjetniških obveznic kot taka trenutno ne pomeni, da so tržni udeleženci močno zvišali svoje ocene glede podjetniških tveganj. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic glede

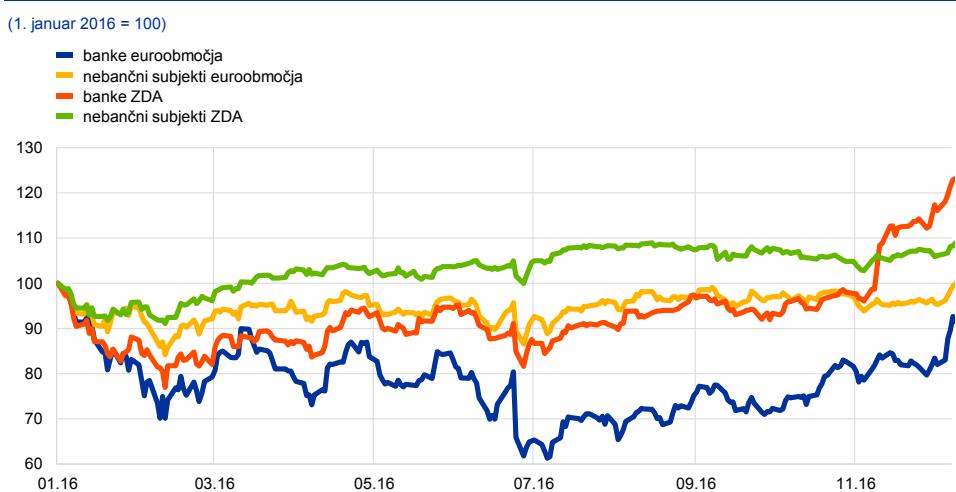
² Presežna likvidnost je opredeljena kot vloge v odprti ponudbi mejnega depozita minus uporaba odprte ponudbe mejnega posojila plus imetja na tekočih računih, ki presegajo imetja, ki predstavljajo obvezne rezerve.

na krivuljo donosnosti podjetniških obveznic z bonitetom AAA v euroobmočju so se, odvisno od bonitetnih ocen obveznic nefinančnih družb, povečali za okrog 10 do 20 bazičnih točk. Kljub zadnjemu povečanju so bili 7. decembra razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb z bonitetom AA, A in BBB še vedno za 10 do 35 bazičnih točk manjši kot na začetku marca 2016, ko je Svet ECB napovedal začetek izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. V obravnavanem obdobju so se pri vseh bonitetnih razredih rahlo povečali tudi razmiki v donosnosti obveznic finančnega sektorja, in sicer za 2 do 20 bazičnih točk.

Tečaji delnic v euroobmočju so se od začetka septembra na splošno malenkostno zvišali, medtem ko so delnice bančnega sektorja pridobile precej vrednosti. Širši indeks EURO STOXX se je v obravnavanem obdobju zvišal za 1,3%, medtem ko so tečaji bančnih delnic v euroobmočju porasli za okrog 16% (glej graf 8). Tečaji teh delnic so se izrazito zvišali, potem ko se septembra večinoma niso spremajali. To je bilo povezano predvsem z dvema dejavnikoma, in sicer z ocenami tržnih udeležencev, da bo dokončan okvir Basel IV manj strog, pri čemer so se te ocene po izidu ameriških volitev verjetno še okrepile, ter s povečanjem naklona krivulje donosnosti zaradi boljših obetov glede svetovne rasti in inflacije, kar je spodbudno vplivalo na pričakovani dobiček bank. Gledano dolgoročneje so se tečaji bančnih delnic z najnižje ravni, dosežene po izidu britanskega referendumu o članstvu v EU konec junija, zvišali za okrog 35%. Hkrati je negotovost na trgih, merjena s pričakovano volatilnostjo tečajev delnic, v obravnavanem obdobju ostala na splošno stabilna. Na začetku decembra je implicitna volatilnost delniških trgov v euroobmočju medletno znašala 15%, v ZDA pa dobrih 11%.

Graf 8

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

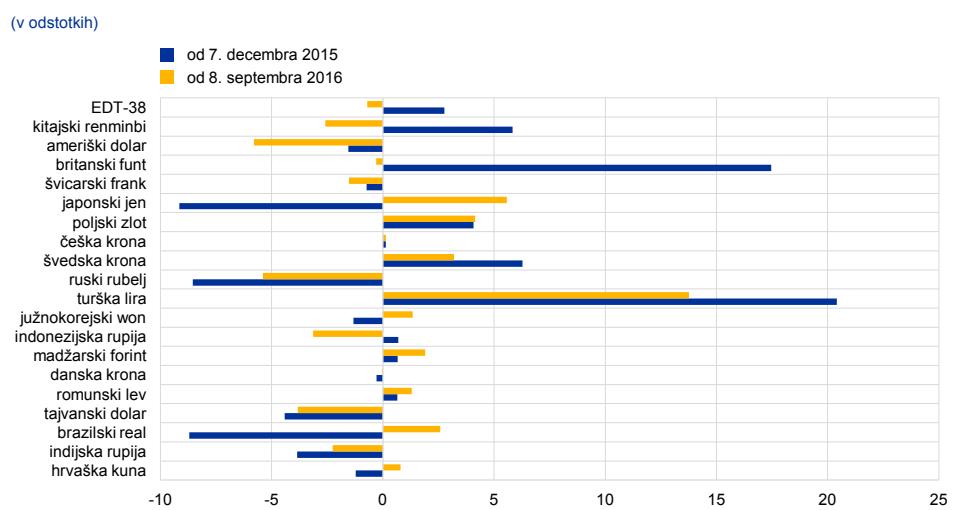


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Na deviznih trgih je bil euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, večinoma stabilen. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem od 8. septembra izgubil 5,8% vrednosti zaradi povečanja razlik v donosnosti v obdobju po začetku novembra. Euro je oslabel tudi v razmerju do kitajskega renminbija (za 1,9%) in valut drugih azijskih nastajajočih tržnih gospodarstev. Hkrati je v razmerju do japonskega jena apreciral za 6,6% zaradi splošne oslabitve japonske valute. Euro je v razmerju do drugih glavnih valut ostal večinoma stabilen, med drugim v razmerju do britanskega funta (+0,6%) ob nadaljnji negotovosti po izidu britanskega referenduma in v razmerju do švicarskega franka (−0,8%), medtem ko se je v razmerju do valut številnih drugih držav EU okrepil (glej graf 9).

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Spremembe so izračunane glede na tečaje na dan 7. decembra 2016.

3

Gospodarska aktivnost

Nadaljevanje gospodarske rasti je še naprej zmerno, vendar se krepi. Transmisija ukrepov denarne politike ECB v realno gospodarstvo podpira domače povpraševanje in omogoča lažje razdolževanje. Izboljšanje dobičkonosnosti podjetij in zelo ugodni kreditni pogoji še naprej spodbujajo okrevanje naložb. Vztrajno naraščanje zaposlenosti, k čemur so pripomogle tudi pretekle strukturne reforme, in še vedno relativno nizke cene nafte bi morali zagotoviti dodatno podporo realnemu razpoložljivemu dohodka gospodinjstev in zasebni potrošnji. Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo rast BDP v letih 2016 in 2017 realno znašala 1,7%, v letih 2018 in 2019 pa 1,6%. Tveganja, ki spremljajo obete za gospodarsko rast v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti.

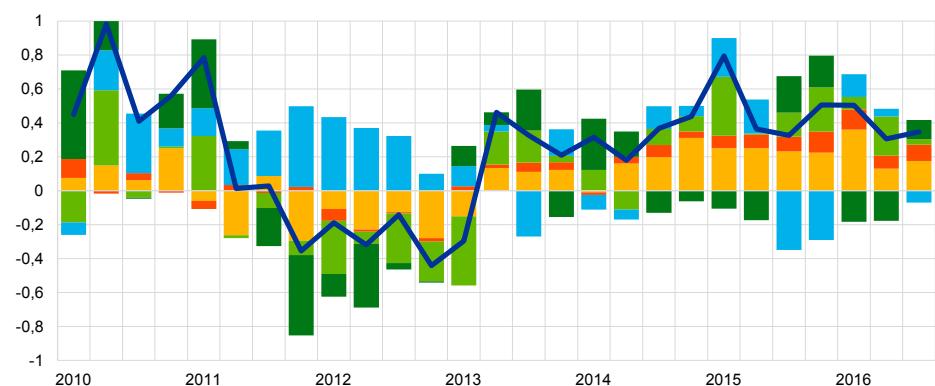
Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je v tretjem četrletju 2016 še okreplila. Realni BDP se je v tretjem četrletju medčetrtletno povečal za 0,3%, kar je v skladu z dinamiko rasti v zadnjih treh letih in pol. Na splošno se je realna rast BDP v euroobmočju okreplila zaradi večjega domačega povpraševanja, medtem ko je bil prispevki neto trgovinske menjave negativen (glej graf 10). Izkazalo se je, da je zagon gospodarske rasti dokaj neobčutljiv na šibko svetovno trgovinsko menjavo in na nedavno strmo zvišanje meril politične negotovosti.³

Graf 10

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(četrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevki v odstotkih)

- BDP po tržnih cenah
- zasebna potrošnja
- državna potrošnja
- bruto investicije v osnovna sredstva
- neto izvoz
- spremembe zalog



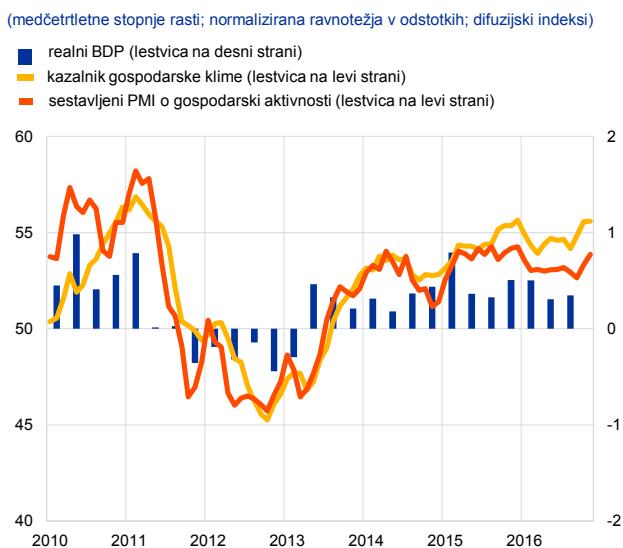
Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2016.

³ Članek z naslovom »The impact of uncertainty on activity in the euro area« v tej izdaji Ekonomskega biltena podrobnejše preučuje različna merila negotovosti in njihove morebitne posledice za gospodarsko aktivnost v euroobmočju.

Graf 11

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



Vir: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2016 oziroma november 2016 za kazalnik gospodarske klime oziroma indeks vodij nabave (PMI).

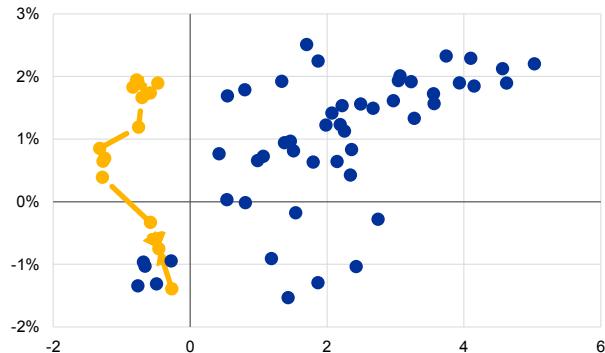
november više kot v tretjem četrtletju in nad dolgoročnim povprečjem (glej graf 11).

Graf 12

Zadolženost gospodinjstev in zasebna potrošnja

(os x: spremembe zadolženosti gospodinjstev (v odstotnih točkah, medletno); os y: rast potrošnje (v odstotkih, medletno))

- IV 2000 - IV 2012
- I 2013 - II 2016



Vir: Eurostat in ECB.

Opombe: Zadolženost gospodinjstev je opredeljena kot delež posojil glede na bruto razpoložljivi dohodek, prilagojen za spremembe neto lastniškega kapitala gospodinjstev v rezervacijah pokojninskih skladov. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2016.

upadanja, ki se je začel na začetku leta 2013. Stopnja brezposelnosti je v tretjem četrtletju 2016 znašala 10%, s čimer je dosegla najnižjo stopnjo od sredine leta 2011, oktobra pa se je trend upadanja nadaljeval, saj je dosegla 9,8%. Širša merila neizkorisčenega potenciala na trgu dela – ki upoštevajo tudi segmente prebivalstva, ki neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom ali so se umaknili s trga dela – so še naprej visoka in se znižujejo počasneje kot skupna brezposelnost. Zaposlenost je

Na proizvodni strani se je dodana vrednost v tretjem četrtletju 2016 medčetrtletno povečala za 0,3%, k čemur so prispevali industrija (brez gradbeništva), storitvene dejavnosti in gradbeništvo.

Dodana vrednost v industriji in storitvenih dejavnostih okreva že od leta 2013, gradbeni sektor pa zaostaja in je šele pred kratkim začel kazati znake stabilizacije in začetka okrevanja. Širitev okrevanja je spodbudna, saj je obdobja, ko je bila razpršenost rasti po sektorjih majhna, spremljala višja skupna gospodarska rast.

Kazalniki kažejo nadaljevanje trenda rasti v zadnjem četrtletju 2016. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije kot tudi sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta se v novembra in decembra na splošno izboljšala v vseh sektorjih in državah. Izboljšanje gospodarske klime je bilo posledica bolje ocene sedanjega stanja in izboljšanih pričakovanj glede gospodarske aktivnosti. Povprečne vrednosti v obeh anketah so bile za oktober in četrtletju in nad dolgoročnim povprečjem (glej graf 11).

Vztrajno gospodarsko rast še vedno podpira zlasti zasebna potrošnja, ki se je v tretjem četrtletju 2016 medčetrtletno povečala za 0,3%. Rahlo povečanje v primerjavi z drugim četrtletjem je spodbudila solidna dinamika v dohodku gospodinjstev, kar so spodbudile izboljšane razmere na trjih dela v euroobmočju. V nasprotju z obdobjem pred krizo, ko je bila rast potrošnje navadno povezana z naraščanjem zadolženosti, je potrošnja zdaj povezana s postopnim zmanjševanjem zadolženosti gospodinjstev (glej graf 12). To še dodatno izpostavlja vzdržnost in odpornost zasebne potrošnje kot ključnega dejavnika, ki spodbuja nadaljnjo gospodarsko rast, zlasti ko se stanje na trjih dela še izboljšuje in je zaupanje potrošnikov še vedno veliko.

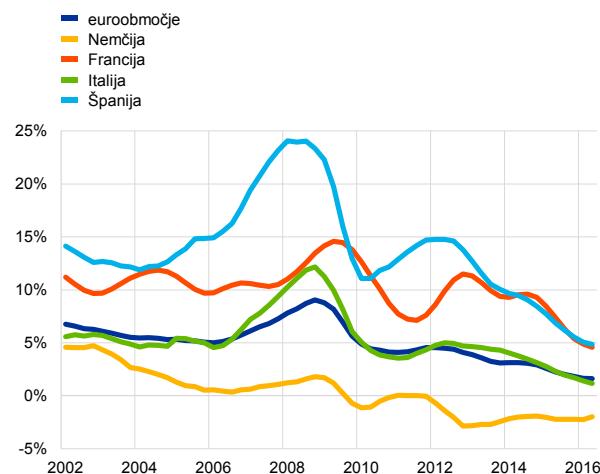
Izboljšanje razmer na trjih dela v euroobmočju še naprej podpira zasebno potrošnjo. Kar zadeva brezposelnost v euroobmočju, se je nadaljeval trend

v drugem četrletju še naprej rasla, zato se je stopnja zaposlenosti v euroobmočju zvišala za 2,3 milijona v primerjavi z letom prej. Stopnja zaposlenosti v euroobmočju je manj kot 1% nižja od najvišje vrednosti, dosežene v drugem četrletju 2008. Več zgodnjih informacij, na primer iz anket, še naprej kaže nadaljnje izboljševanje razmer na trgih dela v euroobmočju v prihodnje.

Graf 13

Neto plačila obresti v nefinančnih družbah

(kot odstotek bruto poslovnega presežka)



Vir: Eurostat in ECB.

Opombe: Odstotni deleži temeljijo na drseči sredini štirih četrletij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2016.

Investicije so v tretjem četrletju še naprej naraščale, zlasti zaradi okrepljene aktivnosti v gradbenem sektorju.

Proizvodnja investicijskega blaga se je v tretjem četrletju 2016 le zmerno povečala, močneje pa je narasel obseg gradbenih del. Rast gradbenih investicij je bila večinoma posledica boljših razmer na stanovanjskih trgih v euroobmočju in je zajela vse države. Glede na anketo Evropske komisije v zadnjem četrletju 2016 je povpraševanje kot omejujoči dejavnik v proizvodnji investicijskega blaga padlo na najnižjo raven od začetka velike recesije. Izboljševanje finančnih razmer, večje zaupanje v gradbenem sektorju in vse več izdanih gradbenih dovoljenj kažejo tudi na večjo rast investicij v zadnjem četrletju.

Povpraševanje še nadalje okreva ob zelo spodbujevalno naravnani denarni politiki ECB, zato bi se morale podjetniške in gradbene investicije še bolj okrepliti.

Neto plačila obresti v nefinančnih

družbah vztrajno upadajo od leta 2013 dalje (glej graf 13), posledično povečanje dobička pa bi moralo spodbuditi investicije, tudi ob upoštevanju potrebe po nadomestitvi kapitala po več letih umirjenih investicij v osnovna sredstva. Toda rast investicij lahko zavira počasno izvajanje reform, zlasti v nekaterih državah, ter tudi morebitna umirjena potencialna gospodarska rast. V tem pogledu ostaja poslovno okolje v številnih državah razmeroma neprijazno in bi bilo treba sprejeti ukrepe za izboljšanje razmer (več podrobnosti je v okvirju 3 z naslovom »Strukturni kazalniki poslovnega okolja v euroobmočju«).

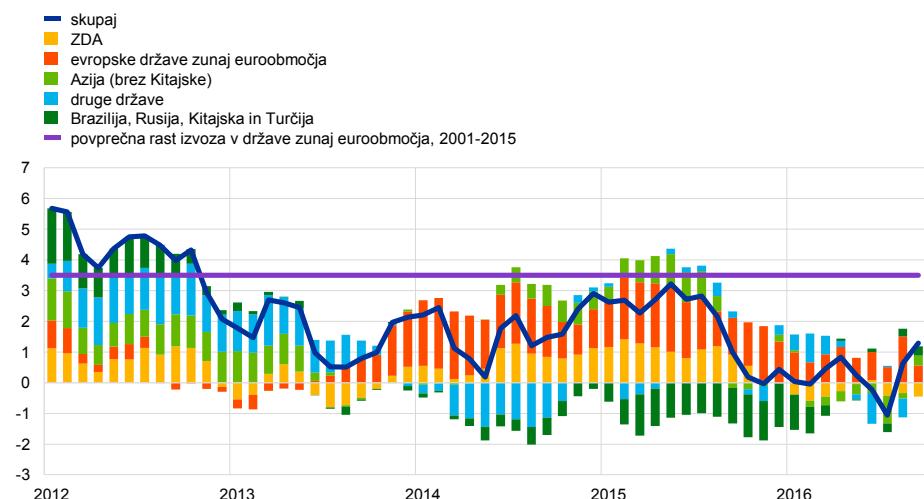
Zunanje okolje je tudi v tretjem četrletju 2016 omejevalo gospodarsko aktivnost v euroobmočju, skupna rast izvoza pa je ostala umirjena. Rast izvoza v države zunaj euroobmočja se je v zadnjih mesecih sicer nekoliko okreplila, vendar je ostala umirjena (glej graf 14). Šibka izvozna dinamika v tretjem četrletju je bila večinoma posledica upadanja izvoza v ZDA in države OPEC. Rusija in Latinska Amerika sta k rasti izvoza blaga prispevali bolj ali manj nevtralno, Azija (brez Kitajske) in evropske države zunaj euroobmočja pa pozitivno. Delež euroobmočja na blagovnih izvoznih trgih je bil v tretjem četrletju večinoma stabilen, kar pomeni, da popuščajo zapozneli pozitivni učinki depreciacije efektivnega tečaja eura. Ankete, ki obsegajo zadnje četrletje 2016, in izvozna naročila iz držav zunaj euroobmočja kažejo, da bo zagon izvoza kratkoročno umirjen, vendar se bo izboljševal. Gledano dolgoročneje, bo izvoz v države zunaj euroobmočja predvidoma naraščal po postopni oživitvi svetovne trgovinske menjave. Tveganja, ki spremljajo trgovinske

obete, so povezana z morebitnimi negativnimi učinki, ki izhajajo iz večje negotovosti v zvezi s trgovinskimi politikami.

Graf 14

Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja

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



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na september 2016, razen za »evropske države zunaj euroobmočja« in »druge države«, kjer se nanašajo na avgust 2016. Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja je izražen v obsegu.

V prihodnje se bo v euroobmočju predvidoma nadaljevala zmerna gospodarska rast, vendar se bo krepila. Transmisija ukrepov denarne politike v realno gospodarstvo se nadaljuje ter tako spodbuja domače povpraševanje in omogoča lažje razdolževanje. Izboljšanje dobičkonosnosti podjetij in zelo ugodni pogoji financiranja še naprej spodbujajo okrevanje investicij. Vztrajno naraščanje zaposlenosti, k čemur so pripomogle tudi pretekle strukturne reforme, zagotavlja podporo realnemu razpoložljivemu dohodku gospodinjstev in zasebnih potrošnji. Hkrati je opaziti znake nekoliko močnejšega globalnega gospodarskega okrevanja. Gospodarsko rast v euroobmočju bosta verjetno zavirala počasno izvajanje strukturnih reform in preostalo prilaganje bilanc v številnih sektorjih.

Graf 15

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje iz decembra 2016.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo 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, dostopen na spletnem mestu ECB.

Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna rast BDP realno znašala 1,7% v letih 2016 in 2017 ter 1,6% v letih 2018 in 2019 (glej graf 15). V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz septembra 2016 so obeti za realno rast BDP ostali večinoma nespremenjeni. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti.

Cene in stroški

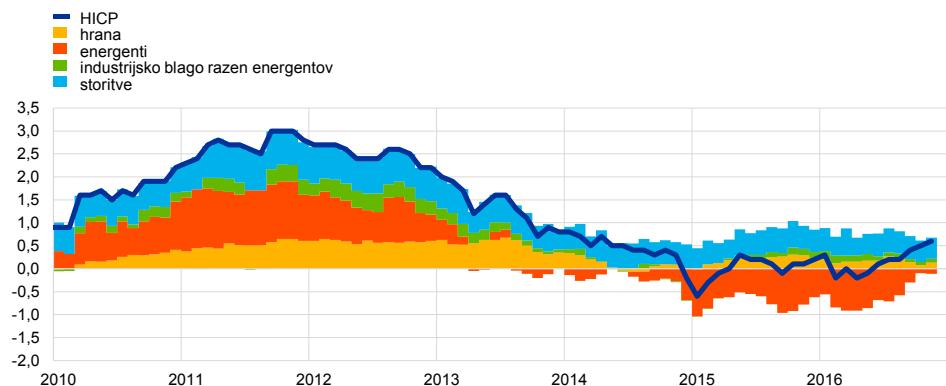
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, novembra 2016 znašala 0,6%, kar je zvišanje glede na zadnjo najnižjo vrednost iz aprila (-0,2%). Osnovna cenovna dinamika za zdaj še ne kaže nikakršnega jasnega trenda naraščanja. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo stopnja inflacije ob prelому leta najverjetneje še okrepila na raven nad 1%, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen emergentov. Inflacija naj bi se ob podpori ukrepov denarne politike ECB in ob pričakovanem gospodarskem okrevanju v letih 2017, 2018 in 2019 še zvišala. Takšno dinamiko inflacije kažejo tudi letosnje decembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2016 znašala 0,2%, v letu 2017 1,3%, v letu 2018 1,5%, v letu 2019 pa 1,7%.

Skupna inflacija je novembra še naprej naraščala. Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija, merjena z indeksom HICP, novembra zvišala na 0,6%, potem ko je v oktobru znašala 0,5%, v septembru pa 0,4% (glej graf 16). Medtem ko je bila novembsrska rast v prvi vrsti posledica višje rasti cen hrane, je v prejšnjih mesecih dajala zagon predvsem rast cen emergentov. Vseeno pa je bil prispevek rasti cen hrane k skupni inflaciji v primerjavi z gibanji v preteklosti razmeroma majhen.

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 november 2016.

Dinamiko skupne inflacije je še naprej določalo gibanje cen emergentov. Ker so se decembra 2015 in januarja 2016 cene nafte, ki na rast cen emergentov vplivajo predvsem prek cen goriv za prevoz in ogrevanje, ponovno znižale, se je rast cen emergentov aprila 2016 spustila na najnižjo vrednost (-8,7%). Po tem je medletna stopnja rasti cen emergentov strmo narasla in oktobra 2016 dosegla že -0,9%, kar je posledica predvsem navzgor deluječih baznih učinkov, nato pa se je v novembru spet rahlo znižala na -1,1%. Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo rast cen emergentov v naslednjih nekaj mesecih kljub manjšemu znižanju verjetno močno okrepila. K porastu skupne inflacije v višini 0,8 odstotne točke, zabeleženem v obdobju od aprila do novembra 2016, je največ prispeval trend rasti cen emergentov, ki je opazen od aprila 2016 naprej.

Večina meril osnovne inflacije še vedno ne kaže nikakršnega jasnega trenda naraščanja.

Medletna inflacija brez hrane in energentov se že od začetka leta 2016 giblje med 0,7% in 1,0%, od avgusta pa je ostala nespremenjena na ravni 0,8%.

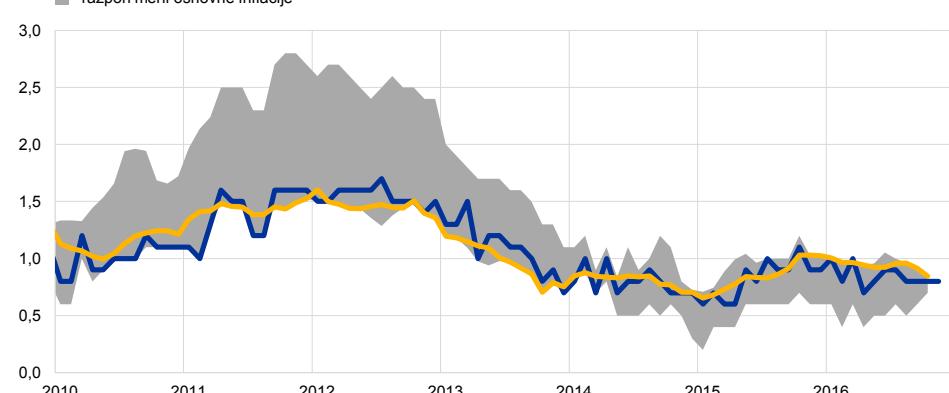
Podobno tudi druga merila osnovne inflacije ne kažejo nobenih jasnih znakov zviševanja (glej graf 17). Dejstvo, da osnovna inflacija ne kaže znakov naraščanja, je morda deloma posledica posrednih zaviralnih učinkov zaradi velikih padcev cen nafte in drugih primarnih surovin iz preteklosti, ki vedno delujejo z zamikom. Na bolj temeljni ravni pa so tudi domači stroškovni pritiski – zlasti rast plač – ostali umirjeni. Osnovno inflacijo poleg tega zavira tudi nizka rast najemnin, ki so pomemben del skupine storitev v HIPC, saj rast najemnin še naprej ostaja pod zgodovinskim povprečjem (glej razpravo o okvirju 4).

Graf 17

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- HICP brez hrane in energentov
- HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavk in oblačil
- razpon meril osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

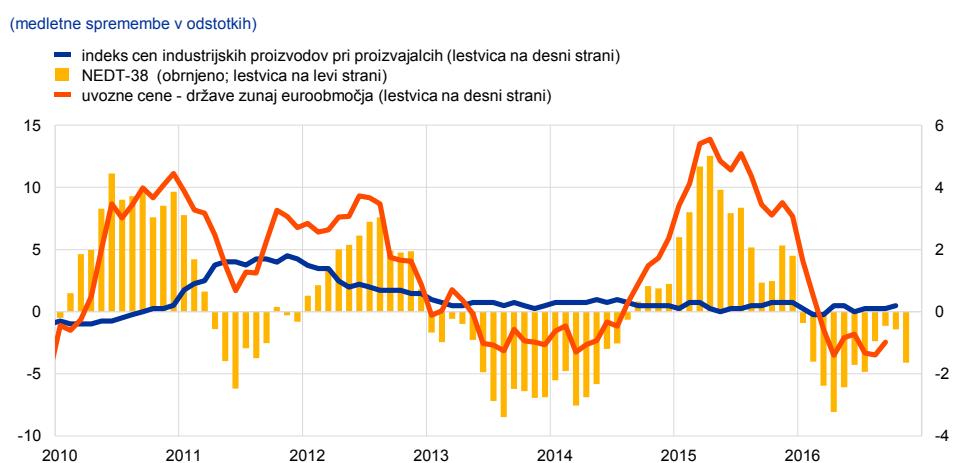
Opombe: Med merili osnovne inflacije so: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana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

Rast uvoznih cen je ostala negativna, rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih pa je bila precej stabilna.

Medletna stopnja rasti uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo se je nekoliko zvišala, in sicer z $-1,4\%$ v avgustu na $-1,0\%$ v septembru in $-0,6\%$ v oktobru. Od marca 2016 uvozne cene ne prispevajo več k pritiskom na rast cen, kar je predvsem posledica učinka apreciacije efektivnega tečaja eura od začetka leta naprej (glej graf 18). Nižje vzdolž cenovne verige so proizvajalčeve cene v domači prodaji neživilskih proizvodov za široko porabo ostale večinoma nespremenjene, pri čemer je njihova medletna stopnja rasti oktobra znašala $0,2\%$. Čeprav bodo izboljšane gospodarske razmere najverjetneje povzročale pritiske na rast cen pri proizvajalcih, pa bi jih lahko izravnali nižje cene surovinskih inputov in svetovni dezinflacijski pritiski.

Graf 18

Cene pri proizvajalcih in uvozne cene



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Mesečni podatki. Zadnji podatki so za oktober 2016 pri uvoznih cenah in pri indeksu cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ter za november 2016 pri NEDT-38 (nominalni efektivni devizni tečaj eura). NEDT-38 je obrnjen. Negativne/pozitivne vrednosti v grafu so posledica apreciacije/depreciacije eura.

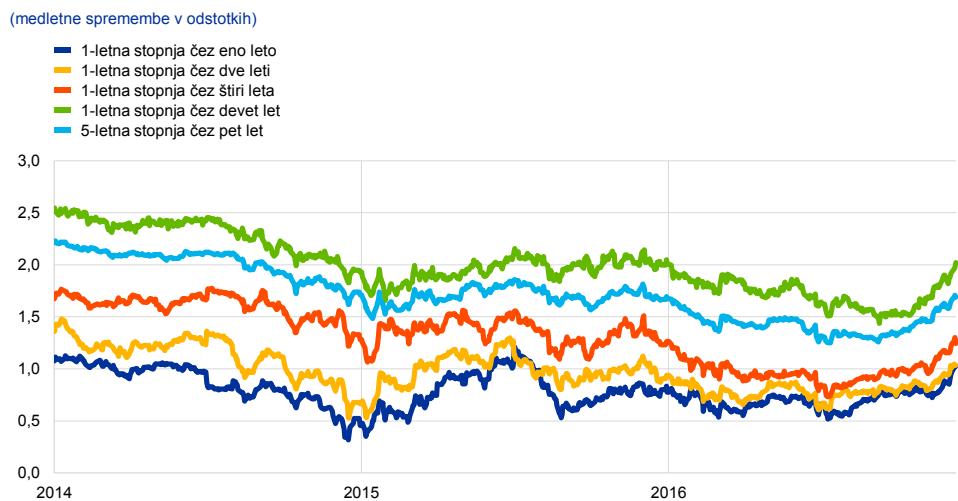
Rast plač je ostala umirjena. Medletna rast sredstev za zaposlene je v drugem četrtletju 2016 znašala 1,1% in je bila nižja od prejšnjega četrtletja, ko je dosegla 1,2%. Medletna rast dogovorjenih plač je v tretjem četrtletju 2016 znašala 1,4% in je bila v primerjavi s prejšnjima dvema četrtletnjema v glavnem nespremenjena. Rast plač so še naprej zavirali neizkorisčen potencial na trgu dela, ki je še vedno precej velik, šibka rast produktivnosti, nizka inflacija in nadaljnji učinki reform na trgu dela, ki so jih nekatere države izvedle v času krize.⁴

Dolgoročna tržna inflacijska pričakovanja so se rahlo zvišala, čeprav ostajajo na nizki ravni in precej pod anketnimi merili. Od sredine oktobra je pri različnih ročnostih mogoče opaziti manjše izboljšanje tržnih meril inflacijskih pričakovanj, pri čemer pa je bilo izhodišče rekordno nizko (glej graf 19). Nizka raven tržnih meril inflacijskih pričakovanj je deloma posledica nizkega povpraševanja po zaščiti pred inflacijo, kar je značilno za okolje z nizko inflacijo. V nasprotju s tržnimi merili so najnovejša anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj za euroobmočje iz oktobra ostala v glavnem stabilna, tj. na ravni okoli 1,8%.

⁴ Glej okvir z naslovom »Recent wage trends in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

Graf 19

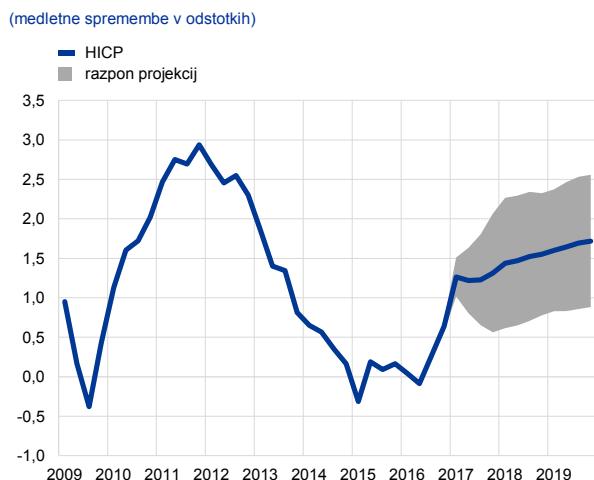
Tržna merila inflacijskih pričakovanj



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. decembra 2016.

Graf 20

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Decembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 8. decembra 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2016 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2019 (projekcije).

Za prihodnjo dinamiko velja, da naj bi se inflacija v euroobmočju ob prelому leta precej okreplila, nato pa naj bi med letoma 2017 in 2019 še naprej rasla.

Glede na sedanje terminske cene nafte bo skupna inflacija ob prelому leta najverjetneje presegla 1%, in sicer večinoma zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen energentov. Inflacija naj bi se v letih 2017, 2018 in 2019 ob podpori ukrepov denarne politike ECB in ob pričakovanem gospodarskem okrejanju še zvišala. Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi novembra, ko so strokovnjaki Eurosistema pripravili decembridske makroekonomske projekcije za euroobmočje, bo inflacija v letu 2016 znašala 0,2%, nato pa se bo v letih 2017, 2018 in 2019 še okreplila in bo znašala 1,3%, 1,5% oziroma 1,7% (glej graf 20).⁵ V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so obeti za rast inflacije v glavnem nespremenjeni.

Osnovna inflacija se bo v obdobju projekcij predvidoma postopoma zviševala, saj se počasi kopijo pritiski na rast cen, ki nastajajo zaradi zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala.
Izboljšane razmere na trgu dela, ki se kažejo v opaznem zmanjšanju stopnje brezposelnosti, bodo v času projekcij po pričakovanjih prispevale k temu, da se bosta rast plač in osnovne inflacije postopoma okreplili. Zaradi nadaljnjega gospodarskega okrejanja bo osnovno inflacijo deloma spodbudila tudi okrepljena

⁵ Glej članek z naslovom »Decembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 8. decembra 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

moč podjetij pri določanju cen in s tem povezan cikličen porast profitnih marž. K pričakovanemu zvišanju osnovne inflacije bi moralo prispevati tudi pojemanje posrednih zaviralnih učinkov, ki izhajajo iz gibanja cen emergentov in drugih primarnih surovin. Navzgor deluječe vplive je v splošnem mogoče pričakovati tudi od vse večjih svetovnih cenovnih pritiskov. Gledano v celoti naj bi postopna krepitev osnovne inflacije med letoma 2017 in 2019 spodbudila tudi porast skupne inflacije.

5

Denar in krediti

Rast širokega denarja je bila v tretjem četrtletju 2016 še naprej stabilna, oktobra pa je nekoliko upadla. Hkrati se je oktobra povečala rast kreditov zasebnemu sektorju. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike še naprej prispevajo nizke obrestne mere in učinki nestandardnih ukrepov denarne politike ECB. Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v tretjem četrtletju 2016 po ocenah še naprej krepili.

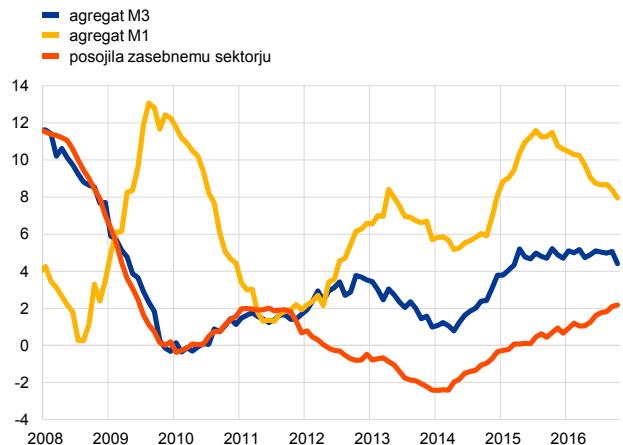
Rast širokega denarja se je oktobra po obdobju splošne stabilnosti umirila.

Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3, ki se je od aprila 2015 gibala na ravni okoli 5,0%, se je oktobra 2016 zmanjšala na 4,4% (glej graf 21). Rast denarja so še naprej podpirali nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer in položne krivulje donosnosti ter tudi ukrepi denarne politike ECB. V tretjem četrtletju 2016 se je umirila tudi medletna rast agregata M1, oktobra pa se je še bolj zmanjšala.

Graf 21

Aggregata 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 zdrževanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

Kljub upočasnitvi medletne rasti vlog čez noč v tretjem četrtletju 2016 so ostale vloge čez noč glavni dejavnik rasti denarnega agregata M3.

Medtem ko je ostala medletna stopnja rasti vlog gospodinjstev čez noč v tretjem četrtletju in oktobra na splošno nespremenjena, se je medletna stopnja rasti vlog nefinančnih družb čez noč v tem obdobju zmanjšala. Stopnja rasti gotovine v obtoku je ostala umirjena, ker nedenarni sektor v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer na splošno ni bil naklonjen zamenjavi vlog z gotovino. Kratkočne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so se v tretjem četrtletju 2016 in oktobra še naprej zmanjševale. Stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), majhne komponente M3, se je v tretjem četrtletju okrepila, zlasti zaradi solidne rasti točk/delnic skladov denarnega trga, oktobra pa se je upočasnila.

Rast širokega denarja še naprej spodbujajo

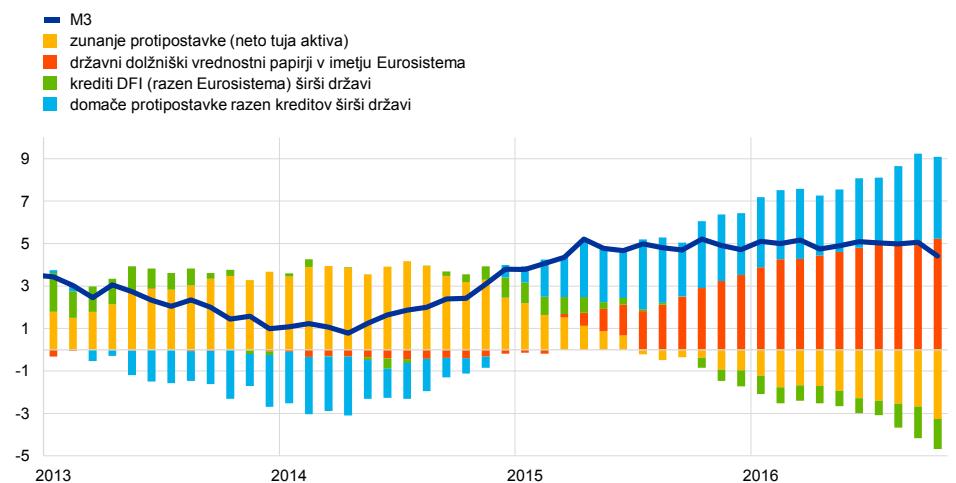
predvsem domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 22). K rasti denarnega agregata M3 so med drugim prispevali Eurosistemovi nakupi državnih dolžniških vrednostnih papirjev (glej rdeči del stolpcev v grafu 22), in sicer predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, ki ga izvaja ECB. Rast denarnega agregata M3 poleg kreditiranja širše države še naprej podpirajo tudi druge domače protipostavke (glej modri del stolpcev v grafu 22). Spodbujata ga nadaljnje okrevanje kreditiranja zasebnega sektorja ter vztrajno krčenje dolgoročnih finančnih obveznosti DFI. Dolgoročnejše finančne obveznosti (razen kapitala in rezerv), katerih medletna stopnja rasti je od drugega četrtletja 2012 negativna, so se v tretjem četrtletju 2016 in oktobra še zmanjšale, zlasti zaradi vpliva ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II). Ciljno usmerjene operacije

nadomeščajo dolgoročnejše tržno financiranje bank ter zmanjšujejo privlačnost imetij dolgoročnih depozitov in bančnih obveznic med vlagatelji.

Graf 22

M3 in komponente

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij (DFI) je nasprotno še naprej močno zavirala medletno rast M3 zaradi nadaljnjih odlivov kapitala iz euroobmočja (glej rumeni del stolpcev v grafu 22). K temu precej prispevajo prodaje državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, saj se kupnine večinoma vlagajo v instrumente zunaj euroobmočja. DFI razen Eurosistema so povečale prodaje državnih dolžniških vrednostnih papirjev, kar je zaviralo rast agregata M3 (glej zeleni del stolpcev v grafu 22).

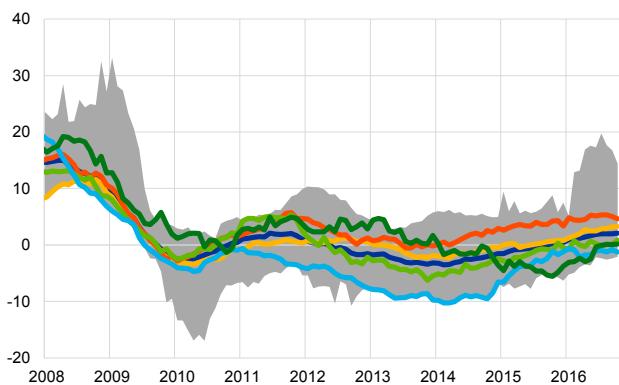
Rast posojil je še naprej postopoma okrevala. V tretjem četrletju 2016 in oktobra je bilo zabeleženo povečanje medletne stopnje rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) (glej graf 21). Potem ko je okrevanje posojil nefinančnim družbam v tretjem četrletju v vseh sektorjih izgubilo nekaj zagona, se je začelo oktobra spet povečevati (glej graf 23). Rast posojil nefinančnim družbam je z najnižje ravni, dosežene v prvem četrletju 2014, precej okrevala. To je bilo zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še vedno negativne. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je ostala v tretjem četrletju 2016 in oktobra nespremenjena (glej graf 24). 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 so podpirala taka gibanja. Banke so dosegle napredek tudi na področju konsolidacije svojih bilanc, čeprav je stopnja nedonosnih kreditov v nekaterih državah ostala še naprej visoka in bi lahko ovirala odobravanje kreditov.

Graf 23

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- Nizozemska
- razlike po državah



Vir: ECB.

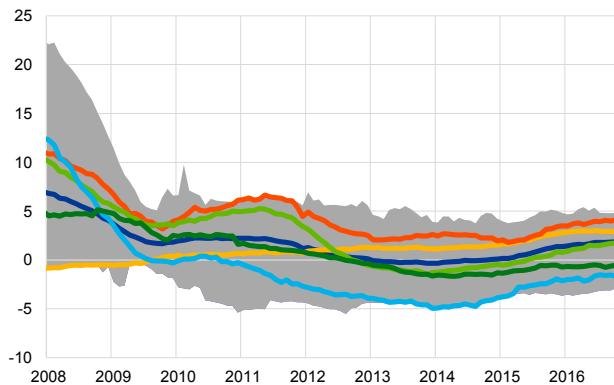
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posoil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

Graf 24

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- Nizozemska
- razlike po državah



Vir: ECB.

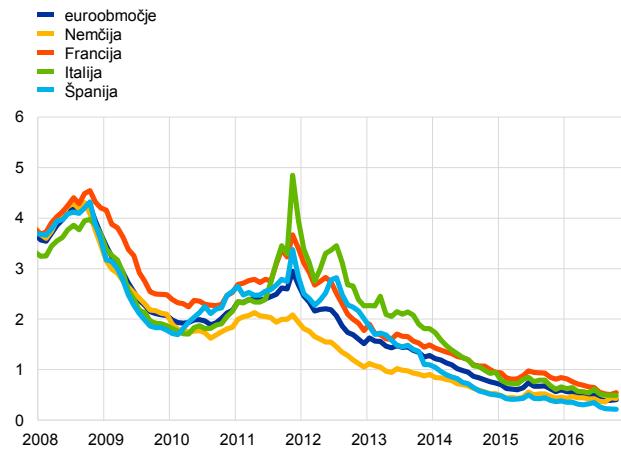
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posoil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

V tretjem četrletju 2016 je k rasti posoil še naprej prispevalo večje povpraševanja po vseh kategorijah posoil, obenem so kreditni standardi za posojila podjetjem ostali nespremenjeni (po neto ublažitvi v zadnjih dveh letih), za posojila gospodinjstvom pa so postali blažji. Po anketi o bančnih posojilih iz oktobra 2016 so konkurenčni pritiski in v manjši meri nižje ocene tveganja še naprej vplivali na ublažitev kreditnih standardov za posojila podjetjem in gospodinjstvom. Hkrati je bilo naraščanje povpraševanja po posojilih zlasti posledica na splošno nizkih obrestnih mer, naraščanja potreb po financiranju prevzemov in združitev ter ugodnih obetov na stanovanjskem trgu (glej [anketo](#)). V tem okolju negativna obrestna mera ECB za odprto ponudbo mejnega depozita pozitivno vpliva na obseg posoil, negativno pa na neto obrestne prihodke bank in na posojilne marže. Banke so poročale, da je program nakupa vrednostnih papirjev z ublažitvijo kreditnih pogojev pozitivno vplival na ponudbo kreditov, negativno pa na neto obrestne marže bank.

Graf 25

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

(skupni stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja; 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 posilih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

Pogoji financiranja za banke so še naprej ugodni.

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so se oktobra rahlo povečali, potem ko so bili v tretjem četrtletju 2016 večinoma stabilni (glej graf 25). Rahlo oktobrsko povečanje je bilo posledica povečanja donosnosti bančnih obveznic, stroški vlog pa so se še naprej nekoliko zniževali. K zmanjšanju skupnih stroškov dolžniškega financiranja, ki so dosegli zelo nizke ravni, so prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih. Banke so bolj ali manj skladno s temi gibanji v anketi o bančnih posojilih v euroobmočju oktobra 2016 poročale o izboljšanju dostopa do financiranja z dolžniškimi vrednostnimi papirji v tretjem četrtletju, pričakujejo pa na splošno nespremenjen dostop tudi v zadnjem četrtletju.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim

družbam in gospodinjstvom so bile v tretjem četrtletju 2016 in oktobra še naprej zelo ugodne (glej grafa 26 in 27). Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom so se v tretjem četrtletju 2016 in oktobra še naprej zniževale ter dosegle nove najnižje ravni. V istem obdobju se je skupna obrestna mera za bančna posojila nefinančnim družbam gibala okoli prej doseženih najnižjih ravni. Od napovedi ukrepov za sprostitev 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 na boljšo transmisijo ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. Znižanje skupnih obrestnih mer za posojila so spodbujali manjši skupni stroški bančnega financiranja. Od maja 2014 do oktobra 2016 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale za okoli 110 bazičnih točk. Znižanje bančnih posojilnih obrestnih mer je bilo zlasti veliko v občutljivih državah, kar je prispevalo k ublažitvi 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) ter se na splošno v tretjem četrtletju 2016 in oktobra ustalil. To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bolj izkorističajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v

tretjem četrtletju 2016 po ocenah še naprej krepili. Zunanje financiranje nefinančnih družb je zdaj doseglo ravni, zabeležene v začetku leta 2005 (pred začetkom obdobja pretirane rasti kreditov). Okrevanje zunanjega financiranja nefinančnih družb, zabeleženo od začetka leta 2014, so spodbujali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zniževanje stroškov bančnega financiranja, blažitev bančnih kreditnih pogojev, zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja in v zadnjem času tudi večje število združitev in prevzemov. Hkrati so zunanje

financiranje ovirala rekordno visoka denarna imetja nefinančnih družb in zaskrbljenost glede vztrajnosti globalnega okrevanja in s tem povezano domnevno pomanjkanja donosnih priložnosti za naložbe v osnovna sredstva.

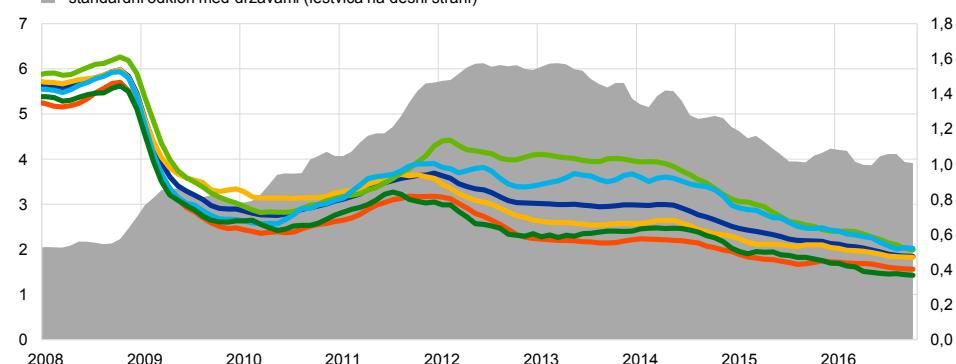
Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb v euroobmočju je bilo oktobra 2016 še naprej močno, novembra pa se je upočasnilo. Najnovejši uradni podatki ECB so pokazali, da se je izdajanje septembra izrazito okrepilo. Povečanje je bilo na splošno zabeleženo v vseh državah, med drugim pa so ga spodbujali nakupi podjetniških obveznic s strani ECB. Predhodni podatki kažejo, da je izdajanje ostalo močno tudi oktobra, potem pa se je novembra umirilo. Novembrska umiritev bi bila lahko posledica tega, da so vlagatelji odložili načrtovane izdaje. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb je v zadnjih mesecih ostalo precej umirjeno.

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.

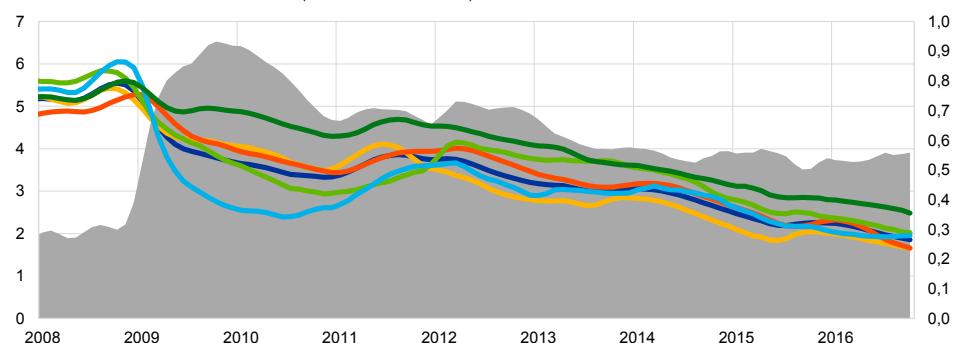
Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2016.

Graf 27

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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

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



Vir: ECB.

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

Stroški financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju so še naprej zelo

ugodni. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja so se za nefinančne družbe septembra in oktobra 2016 rahlo znižali, potem ko so se avgusta nekoliko povečali z najnižje vrednosti, dosežene julija. V zadnjem času stroški dolžniškega financiranja kažejo znake preobrata zaradi povečanja globalne donosnosti obveznic. Hkrati ostajajo stroški lastniških vrednostnih papirjev visoki zaradi visokih premij za tveganje.

Javnofinančna gibanja

Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg v euroobmočju naj bi se v obdobju 2016–2019 po napovedih še naprej zmanjševala. Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2016 ekspanzivna, v obdobju 2017–2019 pa naj bi postala večinoma nevtralna. Zmanjševanje dolga bo spodbujala predvsem ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi ugodnejših cikličnih razmer in nizkih obrestnih mer. Nekatere države imajo fiskalni manevrski prostor, ki bi ga lahko uporabile za spodbujanje gospodarske rasti. V močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja v skladu z zahtevami iz Pakta za stabilnost in rast, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati.

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij še naprej postopoma zmanjševal. Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih decembrisih makroekonomskih projekcijah⁶ napovedujejo zmanjšanje proračunskega primanjkljaja z 2,1% BDP v letu 2015 na 1,2% BDP v letu 2019 (glej tabelo). V letu 2016 naj bi po ocenah k zmanjševanju primanjkljaja največ prispevala nižja plačila obresti in ugodna ciklična komponenta. V obdobju 2017–2019 bodo k nadaljnemu zmanjševanju primanjkljaja še naprej prispevali nižja plačila obresti, pozitivne ciklične razmere in primarni presežek. Javnofinančni obeti ostajajo večinoma nespremenjeni v primerjavi s septembrskimi projekcijami.⁷

Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2016 po napovedih ekspanzivna, v obdobju 2017–2019 pa naj bi postala večinoma nevtralna.⁸

Ekspanzivna naravnost fiskalne politike leta 2016 je večinoma posledica diskrecijskih fiskalnih ukrepov na strani prihodkov, kot je zmanjšanje neposrednih davkov v številnih državah euroobmočja. Kar zadeva obdobje 2017–2019, naj bi bila naravnost fiskalne politike predvidoma večinoma nevtralna, saj bo ukrepe na strani prihodkov, ki povečujejo primanjkljaj, verjetno odtehtala manj dinamična rast postavk državne potrošnje. Te vključujejo zlasti sredstva za zaposlene in vmesno potrošnjo, katerih rast naj bi bila po napovedih manjša od nominalne rasti BDP, medtem ko naj bi rast drugih postavk, kot so državne investicije, presegla potencialno gospodarsko rast. Ker je treba najti ravnotežje med potrebno gospodarsko stabilizacijo na eni strani in potrebno konsolidacijo za zagotovitev fiskalne vzdržnosti v več državah euroobmočja na drugi strani, bi bila nevtralna naravnost fiskalne politike v letu 2017 in pozneje večinoma primerna. Letošnje septembrske projekcije so bile le malenkostno popravljene. Kljub temu naj bi bila naravnost fiskalne politike v letu 2016 predvidoma nekoliko manj ekspanzivna, kot

⁶ Glej decembriske makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

⁷ Čeprav nekatere države euroobmočja v svojih osnutkih proračunskih načrtov za leto 2017, ki so jih predložile sredi oktobra, predvidevajo dodatna konsolidacijska prizadevanja, ta v projekcijah strokovnjakov niso nujno v celoti upoštevana, saj te projekcije vključujejo samo ukrepe, ki jih je parlament že sprejel ali vsaj ukrepe, ki naj bi jih sprejel kmalu. Dopolnjeni osnutek proračunskega načrta Španije je bil objavljen po presečnem datumu.

⁸ Naravnost fiskalne politike se meri kot spremembra strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je državna pomoč finančnemu sektorju. Razprava o konceptu naravnosti fiskalne politike v euroobmočju je v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2016.

je bilo prvotno pričakovano, predvsem zaradi sprememb pri vnaprej napovedanem znižanju davkov in zaradi nepričakovanih prihodkov v več državah.

Tabela

Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Skupaj prihodki	46,8	46,5	46,2	46,0	45,8	45,7
b. Skupaj odhodki	49,4	48,5	47,9	47,5	47,3	47,0
od tega:						
c. Odhodki za obresti	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Primarni odhodki (b – c)	46,7	46,1	45,8	45,5	45,4	45,2
Proračunski saldo (a – b)	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Primarni proračunski saldo (a – d)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4
Strukturni saldo	-1,7	-1,6	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Bruto dolg	92,0	90,4	89,4	88,5	87,3	85,7
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6

Viri: Eurostat, ECB in decembske 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 upoštevane zadnje revizije podatkov.

Visoka raven javnega dolga v euroobmočju naj bi se še naprej zniževala. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil najvišji leta 2014, naj bi se po napovedih postopno zmanjšal z 90,4% v letu 2015 na 85,7% do konca leta 2019. Zmanjševanje dolga spodbuja predvsem ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi ugodnejših cikličnih razmer in nizkih obrestnih mer. Na predvideno gibanje dolga ugodno vpliva tudi majhen primarni presežek. V primerjavi s septembrskimi projekcijami se pričakuje, da bo delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP v letih 2017 in 2018 nekoliko višji. V več kot polovici držav euroobmočja naj bi do konca obdobja projekcij presegel referenčno vrednost 60% BDP. Poleg tega naj bi se v več državah v obdobju projekcij še povečal.

Potrebna so nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, zlasti v močno zadolženih državah. Te države morajo začeti odločno zniževati raven javnega dolga, saj so ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali zvišanju obrestnih mer še posebno ranljive. S celovitim izpolnjevanjem Pakta za stabilnost in rast bi bila zagotovljena odprava proračunskih neravnovesij in vzdržna dinamika gibanja javnega dolga. Države euroobmočja, ki imajo fiskalni manevrski prostor, bi lahko tega tudi izkoristile, na primer s povečanjem javnih naložb. Prizadevanja za to, da bi sestava državnega proračuna bolj spodbujala gospodarsko rast, bi koristila vsem državam.

Evropska komisija je potem, ko so države euroobmočja sredi oktobra predložile osnutke proračunskih načrtov, pri številnih državah ugotovila tveganje neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast. Kar zadeva države v preventivnem delu pakta, je bilo tveganje neizpolnjevanja zahtev iz pakta ugotovljeno pri šestih državah, in sicer Belgiji, Italiji, Cipru, Litvi, Sloveniji in Finski,

medtem ko je bilo med državami v preventivnem delu pakta tveganje ugotovljeno samo pri Španiji. Čeprav nekateri proračunski načrti precej odstopajo od določb pakta, Komisija nobene države članice ni pozvala k dopolnitvi osnutkov proračunskih načrtov. Podrobnejši pregled osnutkov proračunskih načrtov je predstavljen v okvirju 5 v tej številki Ekonomskega biltena.

Okvirji

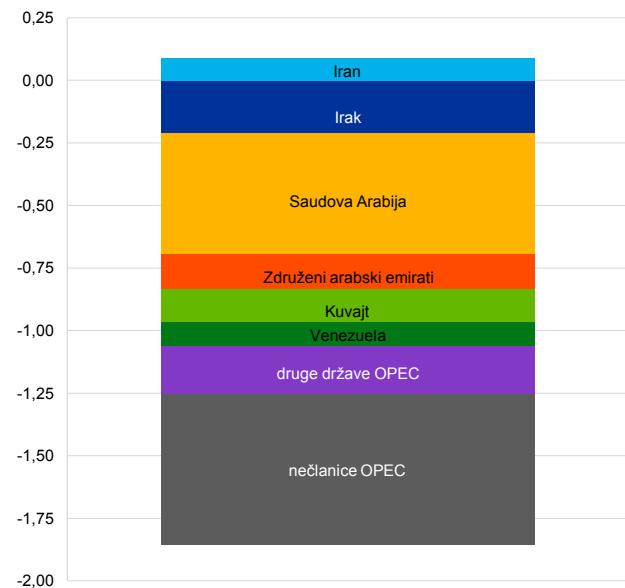
1 Vpliv odločitve, ki jo je organizacija OPEC sprejela novembra 2016, na naftni trg

Organizacija držav izvoznic nafte (OPEC) je na ministrski konferenci 30. novembra 2016 določila pogoje za ponovno uvedbo ciljnega obsega proizvodnje nafte v višini 32,5 milijona sodov na dan. Odločitev pomeni zmanjšanje za 1,2 milijona sodov na dan, kar bo doseženo z enotnim zmanjšanjem ponudbe v vseh državah članicah za 4,5% med januarjem in junijem 2017 (glej graf A). Glede na tržne razmere in obete se veljavnost dogovora o zmanjšanju ponudbe nafte lahko podaljša do konca leta 2017. Iz dogovora sta izvzeti Libija in Nigerija, ker je njuna ponudba zaradi politične nestabilnosti nepredvidljiva in podvržena pogostim motnjam. Iran, ki še okreva po sankcijah zahodnih držav, je dobil posebno obravnavo v obliki dovoljenja za ciljni obseg v višini 4 milijonov sodov na dan, kar je precej nad dejanskim obsegom proizvodnje v tej državi. Strategijo članic OPEC, da zmanjšajo proizvodnjo nafte, podpirajo tudi nečlanice, ki nameravajo zmanjšati proizvodnjo za 0,6 milijona sodov na dan. Svetovna ponudba se bo zmanjšala za 1,9%, potem ko je v letih 2015 in 2016 dosegala rast v višini 2,6%.

Graf A

Zmanjšanje proizvodnje, dogovorjeno na zasedanju OPEC 30. novembra

(v milijonih sodov na dan)



Vir: OPEC.

Opombe: Iran: 0,09 mio s/d, Irak: -0,21 mio s/d, Kuvajt: -0,13 mio s/d, Saudova Arabija: -0,49 mio s/d, Združeni arabski emirati: -0,14 mio s/d, Venezuela: -0,1 mio s/d, nečlanice OPEC: -0,6 mio s/d; »druge države OPEC« vključuje Alžirijo (0,05 mio s/d), Angolo (-0,08 mio s/d), Ekvador (0,03 mio s/d), Gabon (-0,01 mio s/d) in Katar (-0,03 mio s/d).

V tem okvirju je opisana nova strategija ponudbe, za katero se je odločila organizacija, skupaj z oceno potencialnega vpliva na ceno nafte. Odkar je organizacija OPEC 28. septembra sporočila, da namerava ponovno ultiesti omejitve črpanja, se je cena nafte gibala v razponu 44–54 USD za sod. To je povzročilo nekoliko večjo volatilnost, ne pa tudi pomembnejšega zvišanja cene, saj je razpoloženje na trgu glede možne ponovne uvedbe proizvodnih kvot nihalo. Po sprejetju odločitve je cena nafte Brent poskočila za 6 USD za sod (s 45,9 USD 29. novembra na 52,0 USD 7. decembra). Vseeno so nekateri izmed dejavnikov, ki so povzročali negotovost na trgu, še vedno dokaj močni.

To je prvič, da so se članice in nečlanice OPEC dogovorile za usklajeno zmanjšanje ponudbe.

Sodelovanje temelji na prizadevanjih različnih držav, da izboljšajo finančne razmere v svojem gospodarskem sistemu. Prispevek OPEC je tokrat skromnejši, kot je bil ob prejšnjih priložnostih (približno polovica zmanjšanja, sprejetega med azijsko krizo ali med veliko recesijo), kljub temu pa je bilo zaradi sodelovanja nečlanic OPEC mogoče doseči precejšnje zmanjšanje proizvodnje nafte. Vseeno je možno, da se bo proizvodnja dejansko

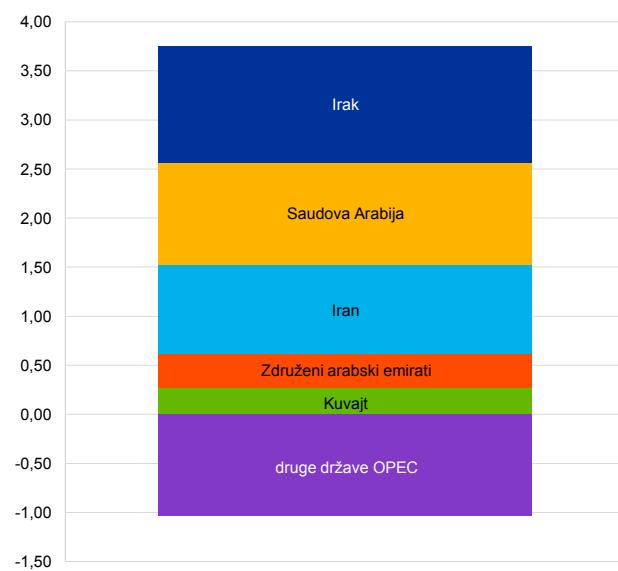
zmanjšala manj, kot je bilo napovedano, saj še ni gotovo, ali bodo Rusija in druge nečlanice OPEC spoštovale svoje zaveze.

S tem dogovorom Saudova Arabija opušča strategijo varovanja svojega tržnega deleža, ki jo je sprejela novembra 2014. Takrat je nasprotovala predlogu manjših članic za omejitev proizvodnje, da bi se preprečilo nadaljnje zniževanje cene nafte. Zaradi tega je skupna proizvodnja članic OPEC od začetka leta 2015 narasla za 2,7 milijona sodov na dan. Večji del te nafte so načrpal v Iraku in Saudovi Arabiji, pozneje tudi v Iranu, zaradi nizkih cen nafte pa se je proizvodnja v nekaterih članicah zmanjšala (glej graf B).

Graf B

Spremembe v ponudbi nafte članic OPEC v zadnjih dveh letih

(v milijonih sodov na dan)



Vir: Mednarodna agencija za energijo (IEA).

Opombe: Iran: 0,91 mio s/d, Irak: 1,19 mio s/d, Kuvajt: 0,28 mio s/d, Saudova Arabija: 1,04 mio s/d, Združeni arabski emirati: 0,34 mio s/d, »druge države OPEC« vključuje Alžirijo (-0,01 mio s/d), Angolo (-0,17 mio s/d), Gabon (-0,03 mio s/d), Libijo (-0,18 mio s/d), Nigerijo (-0,32 mio s/d), Katar (-0,06 mio s/d), Venezuela (-0,32 mio s/d), Ekvador (0,01 mio s/d) in Indonezijo (0,04 mio s/d).

Vpliv odločitve OPEC na prihodnje cene nafte je mogoče oceniti s številnimi različnimi modeli.

Zmanjšanje proizvodnje je bilo npr. analizirano z modeli, ki jih uporabljajo strokovnjaki Eurosistema,⁹ in z modelom strukturne vektorske avtoregresije (SVAR) naftnega trga z omejitvami predznaka, podobnim modelu, ki sta ga predlagala Kilian in Murphy.¹⁰ Z uporabo teh modelov se predvideva, da bo cena nafte do konca leta 2017 za 19% do 25% višja, kot je predpostavljeno v osnovnem scenariju projekcij na podlagi terminskih cen nafte.¹¹

V scenariju naraščanja cen so prisotna tudi navzdol usmerjena tveganja.

Prvič, velike zaloge, ki so se nabrale v več kot dveh letih presežne proizvodnje, bi lahko delovale kot dodaten blažilnik, ki bi preprečeval nenaden ali velik odziv cen nafte. Drugič, proizvodnja v izvzetih članicah OPEC bi lahko deloma nadomestila manšo proizvodnjo v sodelujočih članicah. Tretjič, potencialna endogena reakcija ponudbe iz nečlanic OPEC bi lahko omejevala odzive cene nafte navzgor. Zaradi strukturnih sprememb, ki so nastale z ameriško nafto iz skrilavcev, so se stroški proizvodnje iz skrilavcev toliko zmanjšali, da so zdaj nižji kot za druge nekonvencionalne oblike pridobivanja nafte, kar bo verjetno vplivalo na ravnotežno ceno nafte.

⁹ Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

¹⁰ »The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil«, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 29, 2014, str. 454–478.

¹¹ Po osnovnem scenariju v projekcijah naj bi cena nafte do konca leta 2019 dosegla 55 USD/sod. Analiza, predstavljena v tem okvirju, je na splošno skladna z alternativnim gibanjem cene nafte, ki je bilo uporabljeno v analizi občutljivosti v najnovejših makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema, ki so med drugim temeljile na terminskih cenah nafte pred odločitvijo OPEC. Rezultati analize občutljivosti so predstavljeni v okvirju 3 z naslovom »Analiza občutljivosti in analiza scenarijev« v »Decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema«, ki so na voljo na spletnem mestu ECB.

Na dolgi rok ostaja cena nafte zamejena z mejnimi stroški proizvodnje.

Strukturni tržni pogoji se v zadnjem času niso spremenili. Trg nafte je postal celo bolj konkurenčen, kot je bil pred dvema letoma, saj se je minimalna rentabilna cena na skrilno vrtino v treh letih zaradi prestrukturiranja ameriške naftne industrije v smeri večje cenovne učinkovitost ter zaradi tehnološkega napredka še dodatno znižala za več kot petino.¹²

¹² Rystad Energy, *North American Shale Report – NASReport*, 2016.

2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. julija do 25. oktobra 2016

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016, ki sta trajali od 27. julija do 13. septembra oziroma od 14. septembra do 25. oktobra. V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%. Dne 28. septembra je bila izvedena druga operacija iz druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), v njej pa je bilo dodeljenih 45,3 milijarde EUR. Likvidnost, zagotovljeno s to operacijo, so delno odtehtala obvezna odplačila sredstev iz prve serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-I) in prostovoljna odplačila sredstev iz prve operacije CUODR-I v višini 11,0 milijarde EUR. Zaradi te injekcije neto likvidnosti v višini 34,2 milijarde EUR je skupno stanje pri obeh programih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob koncu obravnavanega obdobja znašalo 497,2 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 na mesec.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 908,0 milijarde EUR, kar je za 65,0 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. tretjem in četrtem letosnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo skoraj izključno posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 63,2 milijarde EUR na 790,8 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve povečale le malenkostno (glej tabelo).

Tabela

Likvidnostna situacija v Eurosistemuh

	Tekoče obdobje (27. julij do 25. oktober 2016)	Prejšnje obdobje (27. april do 26. julij 2016)	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv (14. september do 25. oktober 2016)	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv (27. julij do 13. sep. 2016)
Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.916,7 (+ 65,0)	1.851,7	1.938,4 (+ 40,3)	1.898,0 (+ 0,3)
Bankovci v obtoku	1.095,5 (+ 13,3)	1.082,3	1.094,7 (- 1,5)	1.096,2 (+ 9,1)
Vloge države	151,9 (+ 0,2)	151,6	168,3 (+ 30,5)	137,8 (- 37,7)
Drugi avtonomni dejavniki	669,3 (+ 51,5)	617,7	675,3 (+ 11,3)	664,0 (+ 28,9)
Instrumenti denarne politike				
Tekoči računi	762,0 (+ 120,1)	641,9	777,4 (+ 28,6)	748,8 (+ 91,4)
Obvezne rezerve	117,2 (+ 1,7)	115,5	117,8 (+ 1,1)	116,7 (+ 0,8)
Mejni depozit	369,9 (+ 53,3)	316,6	387,3 (+ 32,2)	355,1 (+ 32,0)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	- (+ 0,0)	-	- (+ 0,0)	- (+ 0,0)
Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.126,2 (+ 1,7)	1.124,5	1.115,5 (- 19,8)	1.135,3 (+ 3,0)
Neto tuja aktiva	686,3 (+ 32,1)	654,2	687,8 (+ 2,8)	685,0 (+ 18,9)
Neto aktiva v eurih	439,9 (- 30,4)	470,3	427,8 (- 22,6)	450,3 (- 15,9)
Instrumenti denarne politike				
Operacije odprtrega trga	1.922,7 (+ 236,8)	1.685,9	1.987,9 (+ 121,0)	1.866,9 (+ 120,6)
Avkijski postopki	533,5 (+ 18,4)	515,0	540,9 (+ 13,7)	527,2 (+ 8,0)
Operacije glavnega refinanciranja	40,6 (- 9,8)	50,5	37,4 (- 6,1)	43,5 (- 4,1)
3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	19,3 (- 8,2)	27,6	17,7 (- 3,0)	20,7 (- 3,8)
Operacije CUODR-I	60,3 (- 253,9)	314,1	56,3 (- 7,4)	63,7 (- 155,2)
Operacije CUODR-II	413,2 (+ 290,4)	122,9	429,5 (+ 30,2)	399,3 (+ 171,1)
Dokončni portfelji	1.389,2 (+ 218,4)	1.170,9	1.447,0 (+ 107,3)	1.339,7 (+ 112,6)
Prvi program nakupa kritih obveznic	15,9 (- 2,4)	18,3	15,2 (- 1,3)	16,5 (- 1,3)
Drugi program nakupa kritih obveznic	7,4 (- 0,7)	8,0	7,2 (- 0,3)	7,5 (- 0,2)
Tretji program nakupa kritih obveznic	191,6 (+ 11,8)	179,7	194,7 (+ 5,9)	188,8 (+ 5,6)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	107,1 (- 4,0)	111,1	105,4 (- 3,1)	108,5 (- 2,4)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	20,5 (+ 1,0)	19,5	20,7 (+ 0,4)	20,3 (+ 0,4)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	1.023,0 (+ 192,3)	830,7	1.072,9 (+ 92,6)	980,3 (+ 99,1)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	23,9 (+ 20,4)	3,5	30,8 (+ 12,9)	17,9 (+ 11,4)
Mejno posojilo	0,1 (- 0,1)	0,2	0,1 (+ 0,0)	0,0 (- 0,1)
Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Agregatne likvidnostne potrebe	908,0 (+ 65,0)	843,1	941,1 (+ 61,4)	879,7 (- 2,0)
Avtonomni dejavniki ¹	790,8 (+ 63,2)	727,6	823,3 (+ 60,3)	763,0 (- 2,9)
Presežna likvidnost	1.014,7 (+ 171,9)	842,8	1.046,8 (+ 59,6)	987,2 (+ 122,6)
Gibanje obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)				
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)
Mejni depozit	-0,40 (+ 0,00)	-0,40	-0,40 (+ 0,00)	-0,40 (+ 0,00)
EONIA	-0,342 (- 0,008)	-0,333	-0,345 (- 0,006)	-0,339 (- 0,009)

Vir: ECB.

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

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

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju rahlo povečali, saj se je vztrajno zmanjševanje neto aktive v eurih izravnalo s povečanjem neto tuje aktive. Povprečna vrednost neto aktive v eurih se je od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 30,4 milijarde EUR na 439,9 milijarde EUR, in sicer zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za denarno politiko, in zaradi povečanja obveznosti nacionalnih centralnih bank do tujih uradnih institucij. Te institucije so svoja imetja povečale verjetno zato, ker je bilo na trgu malo drugih zanimivih naložbenih priložnosti. Neto tuja aktiva se je predvsem zaradi četrletnega prevrednotenja portfeljev, ki je bilo posledica zniževanja vrednosti eura (in so ga na koncu izravnale enakovredne spremembe pri drugih avtonomnih dejavnikih umikanja likvidnosti), povečala za 32,1 milijarde EUR na 686,3 milijarde EUR.

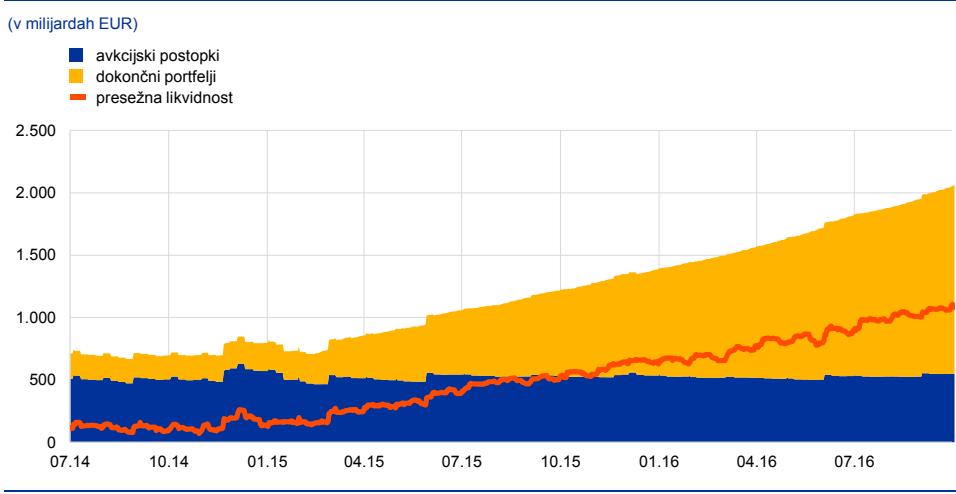
Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila še vedno velika in večinoma nespremenjena od prejšnjega obravnavanega obdobja. Volatilnost je bila predvsem posledica nihanja v obsegu vlog države ter, v precej manjši meri, četrletnega prevrednotenja neto tuje aktive in neto aktive v eurih. Hkrati se je povprečna absolutna napaka v Eurosistemovih tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov v obravnavanem obdobju povečala za 5,1 milijarde EUR na 11,3 milijarde EUR.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. avkcijskimi postopki in programi nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 236,8 milijarde EUR na 1.922,7 milijarde EUR (glej graf). Povečanje je bilo predvsem posledica razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, ki ga izvaja ECB.

Graf

Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti



Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkijskimi postopki, se je povečal za 18,4 milijarde EUR na 533,5 milijarde EUR. Povečanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, je več kot izravnalo upad likvidnosti, zagotovljene v rednih operacijah. Tako se je likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, zmanjšala za 9,8 milijarde EUR oziroma 8,2 milijarde EUR, medtem ko se je stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju povečalo za 36,5 milijarde EUR, kar odraža neto učinek poravnave druge operacije iz serije CUODR-II, obveznih odplačil sredstev iz operacij CUODR-I in prostovoljnih odplačil sredstev iz prve operacije CUODR-I.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev, se je predvsem zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečal za 218,4 milijarde EUR na 1.389,2 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 192,3 milijarde EUR, za 11,8 milijarde EUR, za 1,0 milijarde EUR oziroma za 20,4 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev ter v prvem in drugem programu nakupa kritih obveznic je znašalo 7,1 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju povečala za 171,9 milijarde EUR na 1.014,7 milijarde EUR (glej graf).

Najbolj se je povečala v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv (za 122,6 milijarde EUR), in sicer zaradi likvidnosti, zagotovljene z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev, pri čemer so avtonomni dejavniki ostali večinoma nespremenjeni. Primerjalno manjše povečanje presežne likvidnosti (za 59,6 milijarde EUR) v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo predvsem posledica povečanja avtonomnih dejavnikov, s čimer se je delno absorbirala povečana likvidnost, zagotovljena z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev.

Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo predvsem v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 120,1 milijarde EUR na 762,0 milijarde EUR. Povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita se je povečala za 53,3 milijarde EUR na 369,9 milijarde EUR.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere denarnega trga čez noč so se v obravnavanem obdobju ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita ali celo pod njo. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala -0,342%, tako da je bila malenkostno nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju (-0,333%). EONIA se je gibala v

ozkem razponu med najvišjo vrednostjo na ravni $-0,321\%$ in najnižjo vrednostjo na ravni $-0,354\%$. Poleg tega so se povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižale na $-0,401\%$ in pri razširjeni košarici na $-0,395\%$, kar je $0,005$ oziroma $0,008$ odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Tudi te repo obrestne mere so se gibale v ozkem razponu, razen ob koncu tretjega četrletja, ko se je obrestna mera čez noč na trgu GC Pooling pri standardni košarici finančnega premoženja skokovito znižala na $-0,457\%$ zaradi manjše ponudbe kakovostnega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev na repo trgu v času okrog dnevov, ko je potrebno regulatorno poročanje, na primer ob koncu četrletja.

3

Strukturni kazalniki poslovnega okolja v euroobmočju

Poslovne prakse v državah euroobmočja so še naprej zelo različne in na splošno precej oddaljene od najuspešnejših na svetu. Prijazno poslovno okolje lahko olajša ustanavljanje novih podjetij, spodbuja gospodarsko aktivnost, krepi zaposlenost ter povečuje odpornost gospodarstev proti neugodnim pretresom.¹³ Številne institucije,¹⁴ med drugim tudi ECB,¹⁵ pozivajo k reformam poslovnega okolja, s čimer bo mogoče spodbuditi ekonomsko dinamiko in podjetništvo v euroobmočju. Strukturni kazalniki v tem okvirju predstavljajo splošen pregled, glavna dejstva in intuitivne primere o tem, kje se države v euroobmočju nahajajo glede na poslovno okolje v primerjavi z najuspešnejšimi državami na svetu ter kako se je to spremenjalo med krizo.

Strukturni kazalniki potrjujejo, da ostaja poslovno okolje v večini držav euroobmočja precej neprijazno. Kazalnik Svetovne banke o enostavnosti poslovanja,¹⁶ ki zajema glavne vidike poslovnega okolja, je predstavljen v grafu A. Na vodoravni osi je prikazana razvrstitev držav po svetu, histogrami pa kažejo raven kazalnika. Rumene pike kažejo spremembe kazalnikov v obdobju 2008–2013, rdeči trikotniki pa napredek v obdobju 2013–2016. Razvrstitev iz poročila *Doing Business 2017* kaže, da med desetimi najuspešnejšimi državami na svetu ni niti ene države euroobmočja.¹⁷ V euroobmočju so najvišje uvrščene Estonija (13), Finska (15) in Latvija (16), najnižje pa Luksemburg (67), Grčija (69) in Malta (84). Z vidika izvajanja reform so države, kot so Latvija, Portugalska in Slovenija, pokazale precejšen napredek v smeri prijaznejšega poslovnega okolja v obdobju krize 2008–2013 (rumene pike). Hitrost izvajanja reform v obdobju 2013–2016 pa je bila v večini držav euroobmočja bistveno nižja (rdeči trikotniki). Napredek na glavnih področjih poslovnega okolja od leta 2013 je bil namreč hitrejši le na Irskem, v Avstriji, na Nizozemskem, v Franciji, Španiji, Belgiji in na Cipru. Hkrati so se nekatere države euroobmočja v obdobju 2013–2016 še bolj odmaknile od najboljših praks (npr. Grčija, Italija, Slovaška in Estonija). Tudi povprečje euroobmočja (svetlomodra črta) močno odstopa od najuspešnejših držav na svetu (zeleni črta), nekatere države euroobmočja pa so na splošno uvrščene med najmanj uspešna razvita gospodarstva.

¹³ Za novejši primer glej Sondermann, D., »Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures«, *ECB Working Paper Series*, št. 1984, november 2016.

¹⁴ Glej na primer Evropsko komisijo, [priporočilo za priporočilo Sveta o ekonomske politiki euroobmočja](#), COM(2016) 726, 16. november 2016.

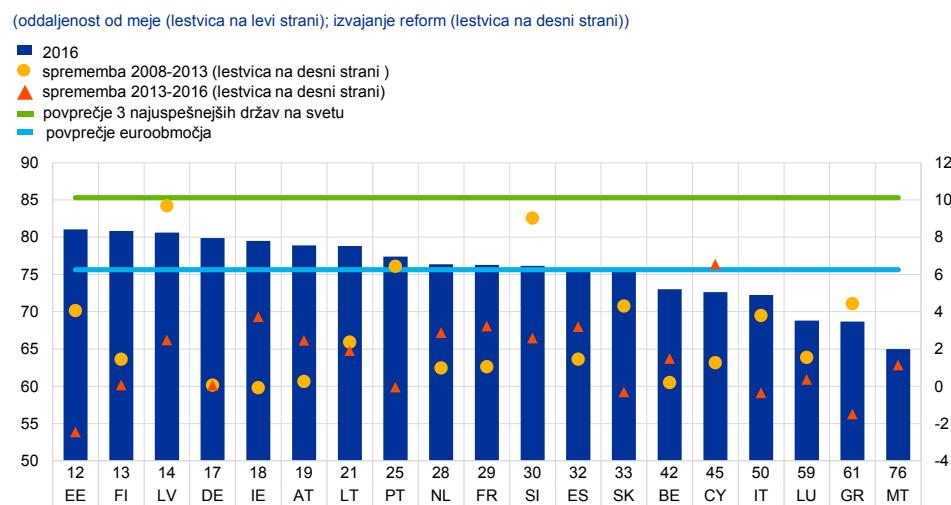
¹⁵ Glej na primer novejše govore članov Izvršilnega odbora ali uvodne izjave predsednika ECB, vključno z Draghi, M., »[The productivity challenge for Europe](#)«, ob 100. obljetnici Deusto Business School, Madrid, 30. novembra 2016, ali Draghi, M., »[Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015](#)«, Strasbourg, 21. novembra 2016.

¹⁶ Skupni kazalnik enostavnosti poslovanja združuje deset podkazalnikov: ustanovitev podjetja, pridobitev gradbenega dovoljenja, priključitev na elektriko, registracija nepremičnine, pridobitev kredita, zaščita manjšinskih vlagateljev, plačevanje davkov, čezmejno trgovanje, izvrševanje pogodb in reševanje insolventnosti. Tudi sami podkazalniki združujejo več kazalnikov.

¹⁷ Glej poročilo [Doing Business 2017](#).

Graf A

Skupna uvrstitev glede na enostavnost poslovanja



Viri: Svetovna banka, Doing Business in izračuni ECB.

Opombe: Lestvica na levi strani kaže oddaljenost od meje. Višja ko je vrednost, bliže je država meji (meja = 100). Kot merilo izvedenih reform lestvica na desni strani kaže spremembo oddaljenosti od meje v obdobju 2008–2013 (rumene pike) in 2013–2016 (rdeči trikotniki). Positivna (negativna) sprememba pri izvajaju reform pomeni, da se država meji približuje (se od nje oddaljuje). Številka na vodoravnici osi pomeni trenutno uvrstitev države v svetovnem merilu. Za leto 2008 ni podatka za Malto.

Večina držav v euroobmočju ostaja daleč od meje konkurenčnosti (glej graf B).

To dejstvo potrjuje indeks globalne konkurenčnosti,¹⁸ ki kaže, da se številne države v euroobmočju še vedno spopadajo z velikimi težavami na področju konkurenčnosti. Medtem ko so Nizozemska, Nemčija in Finska med desetimi najbolj konkurenčnimi svetovnimi gospodarstvi, pa se številne države v euroobmočju še vedno uvrščajo med najmanj konkurenčna razvita gospodarstva na svetu. Indeks je pokazal, da se je konkurenčnost v obdobju 2008–2013 v številnih državah poslabšala (npr. v Franciji, Španiji, Sloveniji, na Slovaškem, Cipru in v Grčiji), potem pa se je v obdobju 2013–2016¹⁹ večini držav euroobmočja nekoliko popravila, razen na Finskem in Cipru. Glede na nizko rast skupne faktorske produktivnosti v euroobmočju v zadnjih 20 letih – v povezavi s slabimi obeti glede prihodnje rasti produktivnosti – je večje izboljšanje v smeri konkurenčnejše strukture²⁰ bistvenega pomena za doseganje najkonkurenčnejših gospodarstev.

¹⁸ Indeks globalne konkurenčnosti ugotavlja konkurenčnost 138 gospodarstev na lestvici od 1 (najslabše) do 7 (najboljše) ter omogoča vpogled v gonirne sile produktivnosti in uspešnosti. Indeks združuje več kot 100 spremenljivk ter povezuje makroekonomske in mikro/poslovne vidike konkurenčnosti. Skupni kazalnik povezuje tudi 12 stebrov (podkazalnikov), vendar je v tem okvirju prikazan samo skupni kazalnik.

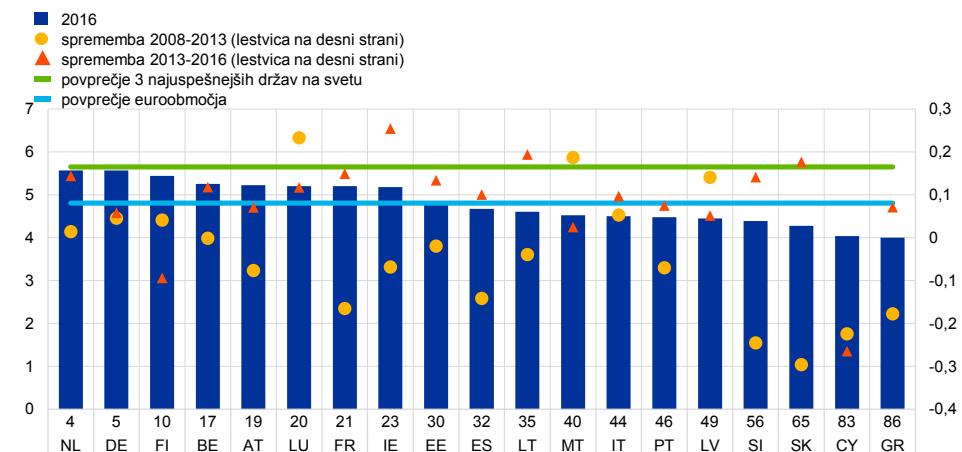
¹⁹ Indeks globalne konkurenčnosti vsebuje popravek za učinek BDP na prebivalca. Zato imajo države z višjim BDP na prebivalca v povprečju konkurenčnejše okolje, kar pomeni, da gospodarsko okrevanje pomaga, da države dosežejo višji rezultat pri kazalniku.

²⁰ Glej tudi »Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU«, *Economic Bulletin*, ECB, številka 5, 2016.

Graf B

Skupni indeks globalne konkurenčnosti

(indeks (lestvica na levi strani); izvajanje reform (lestvica na desni strani))



Viri: Svetovni gospodarski forum in izračuni ECB.

Opombe: Višje vrednosti na lestvici na levi strani pomenijo večjo konkurenčnost. Kot merilo izvedenih reform lestvica na desni strani kaže spremembe kazalnika v obdobju 2008–2013 (rumene pike) in 2013–2016 (rdeči trikotniki). Positivna (negativna) sprememba pri izvajaju reform, ki je večja (manjša) od nič, pomeni, da je bila država glede na izhodišče ob koncu faze bolj (manj) uspešna. Številka na vodoravnici osi pomeni trenutno uvrstitev države v svetovnem merilu.

Podkomponente kazalnika o enostavnosti poslovanja, na primer izvrševanje pogodb, potrjujejo, da je vrzel med najuspešnejšimi državami in državami v euroobmočju precejšnja. Čeprav so države, kot so Ciper, Grčija, Slovenija in Italija, zlasti v času krize izvedle nekatere reforme, njihova novejša prizadevanja na področju reform niso sorazmerna s tem, kar je potrebno, da bi se približale najuspešnejšim državam na svetu. Dolgotrajni postopki na sodiščih in težave pri izvrševanju pogodb²¹ lahko kažejo omejitve v pravnem sistemu države. Takšne omejitve lahko na primer odvračajo vlagatelje ali zmanjšujejo dostop do zunanjega financiranja, ki ga podjetja potrebujejo. Drug vir zaskrbljenosti je dejstvo, da izvršitev pogodbe v euroobmočju traja povprečno več kot 600 dni, v najuspešnejših državah na svetu pa le okoli 200 dni (glej graf C). Izvršitev pogodbe v Grčiji, Sloveniji, Italiji in na Cipru namreč še vedno traja več kot tri leta, čeprav je mogoče v Sloveniji in Italiji po letu 2008 opaziti določen napredok. Nasprotno pa v Luksemburgu, Litvi in na Finskem to traja manj kot eno leto.

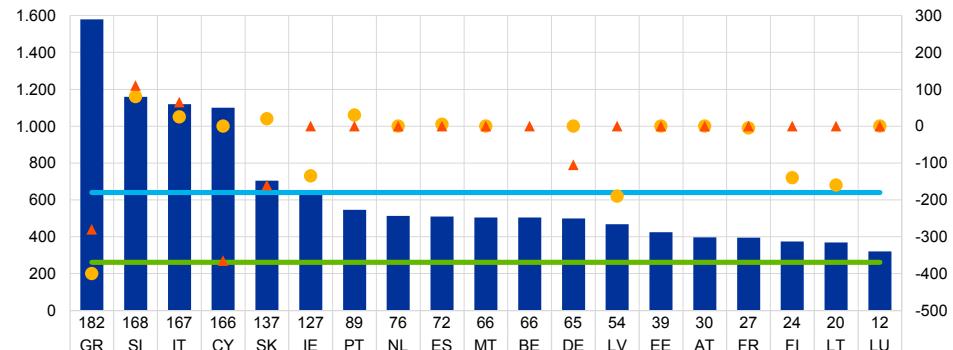
²¹ Za podrobni pregled literature s tega področja glej Aboal, D., Noya, N., in Rius, A., »Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence«, *World Development*, letnik 64, str. 322–338, december 2014.

Graf C

Kazalnik števila dni za izvršitev pogodb

(izvršitev pogodbe: čas v dnevih (lestvica na levi strani); izvajanje reform (lestvica na desni strani))

- 2016
- sprememba 2008-2013 (lestvica na desni strani)
- ▲ sprememba 2013-2016 (lestvica na desni strani)
- ▬ povprečje 3 najuspešnejših držav na svetu
- ▬ povprečje euroobmočja



Viri: Svetovna banka, Doing Business (komponenta »čas za izvršitev pogodb«), in izračuni ECB.

Opombe: Višja ko je vrednost na lestvici na levi strani, dražje je izvrševanje pogodb, merjeno s časom. Kot merilo izvedenih reform lestvica na desni strani kaže spremembe v številu dni, potrebnih za izvršitev pogodbe, v obdobju 2008–2013 (rumene pike) in 2013–2016 (rdeči trikotniki). Sprememba pri izvajjanju reform, ki je večja (manjša) od nič, pomeni, da se država najboljši praksi približuje (se od nje oddaljuje). Številka pod grafom pomeni trenutno uvrstitev države v svetovnem merilu. Za leto 2008 ni podatka za Malto.

Za ustanovitev podjetja je v euroobmočju potrebnih pet postopkov, kar je precej več birokracije v primerjavi z najuspešnejšimi državami na svetu (glej graf D). Ta številka se spreminja od treh postopkov v Belgiji, Estoniji, na Finskem in Irskem, do devetih v Nemčiji in na Malti, medtem ko je v najuspešnejših svetovnih državah potreben le en postopek. Razen v Luksemburgu so bila v veliki večini držav euroobmočja prizadevanja za zmanjšanje birokracije omejena. Stroga birokracija in obremenjujoči predpisi podjetjem otežujejo učinkovito razporejanje virov, kar je lahko pogosto znak neučinkovite javne uprave.²²

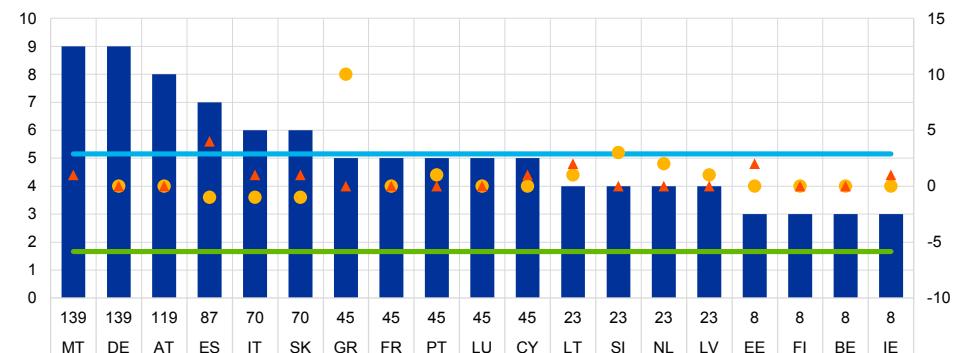
²² Glej na primer Gust, C., in Marquez, J., »International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices«, *Labour Economics*, letnik 11, številka 1, str. 33–58, februar 2004.

Graf D

Kazalnik števila postopkov za ustanovitev podjetja

(ustanovitev podjetja: postopki (število) (lestvica na levi strani); izvajanje reform (lestvica na desni strani))

- 2016
- sprememba 2008-2013 (lestvica na desni strani)
- ▲ sprememba 2013-2016 (lestvica na desni strani)
- ▬ povprečje 3 najuspešnejših držav na svetu
- ▬ povprečje euroobmočja



Viri: Svetovna banka, Doing Business, ustanovitev podjetja (število postopkov) in izračuni ECB.

Opombe: Višja ko je vrednost na lestvici na levi strani, dražje je ustanavljanje podjetja, merjeno s številom zahtevanih postopkov za ustanovitev podjetja. Kot merilo izvedenih reform lestvica na desni strani kaže spremembe v številu zahtevanih postopkov za ustanovitev podjetja v obdobju 2008–2013 (rumene pike) in 2013–2016 (rdeči trikotniki). Sprememba pri izvajaju reform, ki je večja (manjša) od nič, pomeni, da se država najboljši praksi približuje (se od nje oddaljuje). Številka pod grafom pomeni trenutno uvrstitev države v svetovnem merilu. Za leto 2008 ni podatka za Malto.

Za povečanje investicij in produktivnosti, pospešitev ustvarjanja delovnih mest ter zagotovitev zadostne odpornosti proti pretresom bi morali biti ukrepi za odpravo zgoraj navedenih šibkih točk v poslovnom okolju prednostna naloga v euroobmočju, vključno z ukrepi za lažje ustanavljanje novih podjetij in krepitev konkurenčnosti. Poslovno okolje je v številnih državah euroobmočja dokaj neprijazno pri vrsti kazalnikov, zato bi bile obsežnejše reforme na tem področju dobrodošle. Skupno sporočilo različnih merit in kazalnikov je, da euroobmočje zaostaja za najuspešnejšimi državami na svetu. Države euroobmočja bi lahko torej izkoristile prednosti izvajanja reform za boljše poslovno okolje.

Ocenjevanje vpliva stanovanjskih stroškov na inflacijo

V euroobmočju so se v zadnjem času cene stanovanjskih nepremičnin zelo zvišale, medtem ko je inflacija, merjena z indeksom HICP, ostala umirjena.

Medletna rast cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju se je več četrstotletij zapored krepila in se sredi leta 2016 vrnila na dolgoročno povprečje (2,9%).²³ Ta okvir obravnava vprašanje, zakaj stanovanjski stroški niso prek storitvene komponente vplivali na rast inflacije. Stanovanjski stroški so trenutno zajeti v HICP z dejanskimi najemninami in manjšimi popravili, vendar naj bi HICP v najboljšem primeru obsegal vse stanovanjske izdatke. Da bi še dodatno izboljšali pomen in primerljivost HICP, Evropski statistični sistem razvija merilo stroškov v zvezi z lastniško zasedenimi stanovanji.²⁴ Ta okvir najprej predstavlja povezavo med cenami stanovanjskih nepremičnin in najemninami, zatem pa še oceno nekaterih poskusnih podatkov o lastniško zasedenih stanovanjih, ki jih je Eurostat objavil na začetku tega leta.

Upadanje rasti stanovanjskih najemnin je prispevalo k preteklemu zmanjševanju rasti cen storitev v HICP.

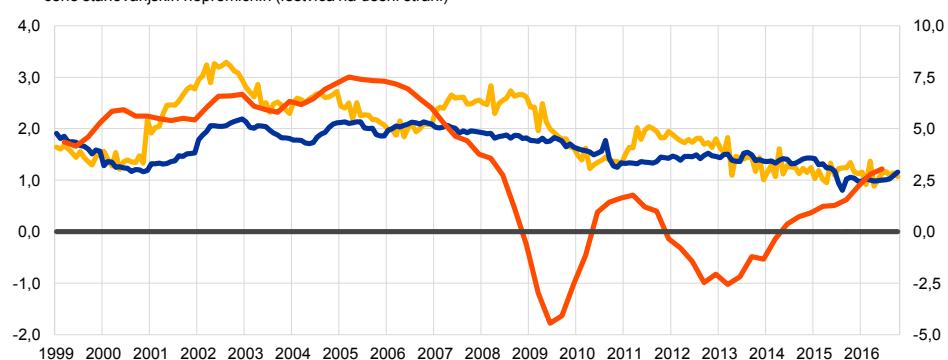
Postavka HICP »dejanske najemnine za stanovanje« predstavlja 15% košarice storitev v HICP, njena medletna stopnja inflacije pa je navadno stabilnejša kot pri vseh storitvah skupaj. Rast stanovanjskih najemnin je leta 2010 padla na slabih 1,5%, potem pa je leta 2015 postala še nižja in pristala na 1,0%, kar je veliko nižje od dolgoročnega povprečja (1,7%) (glej graf A). Gibanje najemnin v zadnjih nekaj letih torej ni prispevalo k rasti cen storitev, temveč je bilo sestavni del njihovega zmanjševanja.

Graf A

Gibanje najemnin, cen vseh storitev in cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)

- dejanske najemnine za stanovanje v HICP (lestvica na levi strani)
- storitve v HICP (lestvica na levi strani)
- cene stanovanjskih nepremičnin (lestvica na desni strani)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

²³ Glej okvir z naslovom »Recent developments in euro area residential property prices«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2016. Povprečne vrednosti so izračunane na podlagi podatkov od leta 1999.

²⁴ Za več informacij glej uvodno izjavo 10 Uredbe (EU) 2016/792 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. maja 2016 o harmoniziranih indeksih cen življenjskih potrebščin in harmoniziranem indeksu cen stanovanjskih nepremičnin ter razveljavitvi Uredbe Sveta (ES) št. 2494/95 (UL L 135, 24. 5. 2016, str. 11).

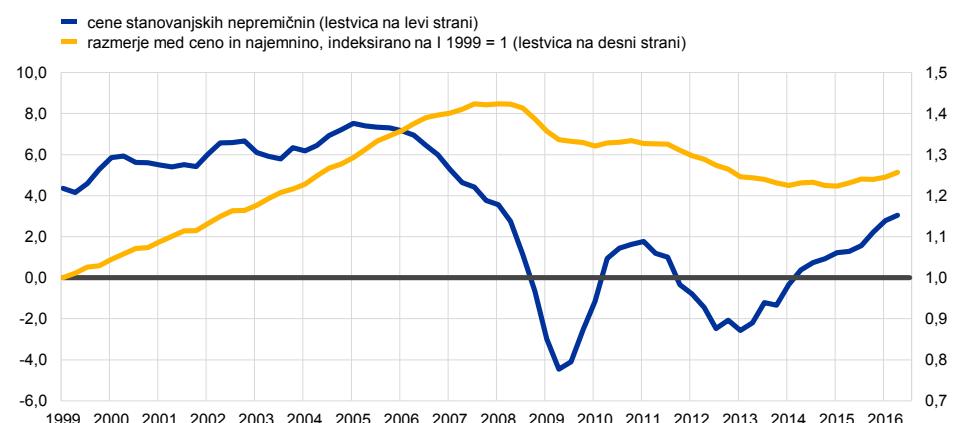
Med cenami stanovanjskih nepremičnin in najemninami načeloma obstaja dolgoročno razmerje. Če bi na primer cene stanovanjskih nepremičnin glede na najemnine veljale za visoke, bi se nekateri lastniki nepremičnin morda odločili za prodajo in raje najemali v pričakovanju, da bodo nepremičnino pozneje spet kupili po nižji ceni. To bi povzročilo znižanje cen nepremičnin in zvišanje najemnin, kar bi privedlo do uravnoteženja.

V praksi pa lahko številna trenja privedejo do podaljšanega obdobja razhajanja med dinamiko cen stanovanjskih nepremičnin in najemninami. Ta trenja, med katerimi so transakcijski stroški, kreditne omejitve in dolgoročnost nekaterih najemnih pogodb, omejujejo zamenljivost med najemom in lastništvom nepremičnin. Poleg tega je omejevanje najemnin, vključno z indeksacijo, v nekaterih državah euroobmočja pomembno in lahko pripelje do dolgotrajnejšega razhajanja med tem dvojno sklopoma cen. To zlasti velja za socialna stanovanja, ki v nekaterih državah predstavljajo velik del nacionalne komponente HICP »dejanske najemnine za stanovanje«. Kjer so najemnine indeksirane na indeks cen življenjskih potrebščin, je nizka inflacija v zadnjih nekaj letih najbrž vztrajno povzročala negativne pritiske na rast najemnin.

Graf B

Cene stanovanjskih nepremičnin in razmerje med ceno stanovanj in najemnino

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Razmerje med ceno stanovanjskih nepremičnin in najemnino v euroobmočju se je s časom spremenjalo (glej graf B).²⁵ Na to razmerje je verjetno vplivalo predvsem preteklo zniževanje obrestnih mer. Zniževanje nominalnih obrestnih mer pomeni nižjo donosnost drugih referenčnih naložb, kot so obveznice, in s tem tudi nižjo potrebno donosnost oddajanja stanovanjskih nepremičnin.²⁶ Zniževanje donosnosti oddajanja nepremičnin je v praksi verjetno bolj posledica hitrejšega zviševanja cen nepremičnin kot počasnejšega zviševanja najemnin. Toda

²⁵ Glej okvir z naslovom »House prices and the rent component of the HICP in the euro area«, *Monthly Bulletin*, ECB, avgust 2014.

²⁶ Donosnost najemnin je opredeljena kot količnik med letno najemnino in ceno nepremičnine, tj. gre za inverzijo količnika med ceno in najemnino, tako da nižja donosnost najemnin pomeni višji količnik med ceno in najemnino.

spremembe razmerja med ceno stanovanjskih nepremičnin in najemnino obenem kažejo, da je bilo vrednotenje nepremičnin pred začetkom finančne krize v številnih državah pretirano. Od nedavnega povečanja rasti cen stanovanjskih nepremičnin torej ne bi smeli pričakovati, da se bo samodejno zvišala tudi rast stanovanjskih najemnin in s tem inflacija, merjena z indeksom HICP.

Inflacija le deloma kaže spremembe cen, povezanih s stanovanji, saj se osredotoča na dejanske najemnine in ne vključuje vseh stroškov v zvezi z lastniško zasedenimi stanovanji. Ta omejitev kaže težave, ki se pojavljajo pri reševanju kompromisa med dvema navidezno nasprotnima konceptualnima ciljema. Prvi je, da bi HICP moral zajemati cene življenjskih potrebščin in ne cen premoženja. Bolj običajno pa je, da stanovanjskih nepremičnin ne obravnavamo kot potrošne dobrine, ampak kot obliko naložbenega premoženja, ki služi kot hraničec vrednosti in zagotavlja reden tok potrošnih stanovanjskih storitev.²⁷ To pomeni, da cene stanovanjskih nepremičnin ne bi smelete biti neposredno vključene v HICP. Drugi konceptualni cilj je, da bi moral HICP temeljiti samo na cenah opazovanih denarnih transakcij. To je v nasprotju s tem, da bi se najemnine enakovrednih nepremičnin uporabljale za merjenje vrednosti rednega dividendnega toka stanovanjskih storitev, ki jih je potrošil stanovalec lastnik (t. i. pristop ekvivalenta najemnine).

Narava tega razhajanja pomeni, da nacionalni statistični uradi iščejo kompromis med temo dvema ciljema pri lastnih indeksih cen življenjskih potrebščin. Ni pa nobenega mednarodnega soglasja o optimalnem kompromisu. Pogosto so med ključnimi dejavniki individualne značilnosti vsake države in glavni namen, za katerega se indeks cen življenjskih potrebščin uporablja. Številne države, katerih najemniški trg je dobro razvit, so se odločile za uporabo pristopa ekvivalenta najemnine.²⁸ Druge države, zlasti tiste, kjer podatki razlikujejo med cenami stanovanjskih enot (kažejo tisti del nepremičnine, ki se nanaša na potrošno dobrino) in cenami zemljišč (kažejo tisti del, ki se nanaša na naložbeno premoženje), svoj cenovni indeks o lastniško zasedenih stanovanjih izpeljujejo neposredno iz cene stanovanjske enote. V euroobmočju je za nepremičinske trge držav članic značilna velika raznovrstnost, saj delež stanovalcev lastnikov znaša od manj kot 50% do več kot 90%. Evropski statistični sistem si tako že več kot 15 let prizadeva za pristop, ki bi temeljil na opazovani ceni stanovanjskih nepremičnin. To pomeni, da indeks še vedno vključuje element premoženja.

Eurostat je na začetku leta objavil nove, poskusne podatke o lastniško zasedenih stanovanjih, ki so jih predložili nacionalni statistični uradi v EU. Ti indeksi cen kažejo spremembe cen neto nakupov stanovanjskih nepremičnin, ki jih opravi gospodinjski sektor, tj. transakcije med gospodinjstvi so izvzete. Okvirni izračuni ECB o tem, kakšen bi bil potencialni učinek vključitve nacionalnih indeksov o lastniško zasedenih stanovanjih v HICP euroobmočja, so pokazali absolutno razliko v stopnji inflacije do 0,2 odstotne točke v posameznem četrletju, v povprečju pa nobene razlike v zadnjih petih letih. Ti nacionalni cenovni indeksi o lastniško

²⁷ V tem smislu je stanovanje podobno delnici: je premoženje, ki ustvarja dividendni tok.

²⁸ Britanski urad za državno statistiko je na primer pred kratkim oznanil, da bo indeks cen življenjskih potrebščin, dopolnjen z ekvivalentom najemnine, postal glavno merilo inflacije, ki ga bo urad uporabil.

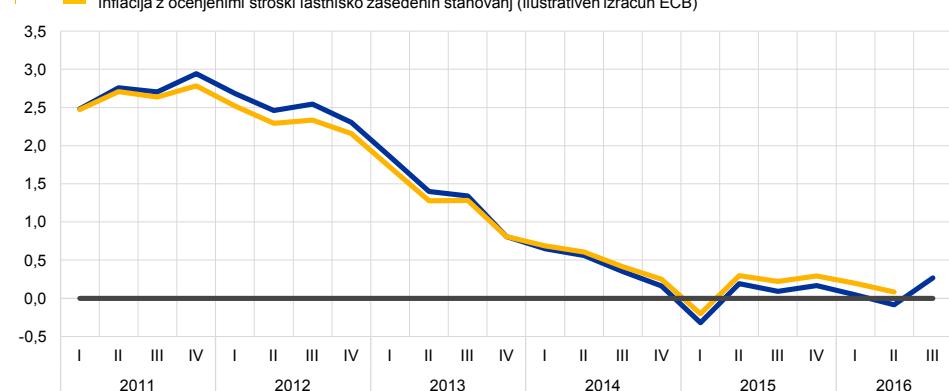
zasedenih stanovanjih so na voljo le četrletno z zaostankom (najnovejši podatki se nanašajo na drugo četrletje 2016).²⁹ V tem trenutku bi izračun, ki bi vključeval stroške v zvezi z lastniško zasedenimi stanovanji, kazal stopnjo inflacije, ki je rahlo višja od HICP, vendar ne bistveno višja (glej graf C). Ob tem se ne sme pozabiti, da so ti podatki le poskusni, saj Eurostat ta pristop in metodologijo še vedno ocenjuje.

Graf C

Inflacija in stroški v zvezi z lastniško zasedenimi stanovanji v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)

— inflacija (HICP)
— inflacija z ocenjenimi stroški lastniško zasedenih stanovanj (ilustrativen izračun ECB)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Stanovanjski stroški trenutno le malo prispevajo k inflaciji. Stanovanjske komponente, ki so trenutno vključene v HICP, namreč najemnine, še vedno zavirajo inflacijo, in sicer deloma zato, ker so indeksirane na inflacijo. Okvirni izračun ECB, ki temelji na nacionalnih cenovnih indeksih o lastniško zasedenih stanovanjih, ki ga je objavil Eurostat, kaže, da razširitev zajeta HICP tako, da bi zajel tudi stroške v zvezi z lastniško zasedenimi stanovanji, ne bi bistveno vplivala na oceno inflacije.

²⁹ Ti poskusni četrletni indeksi o lastniško zasedenih stanovanjih se objavljajo skupaj s podatki o HICP za zadnji mesec v četrletju, ki sledi referenčnemu četrletju. To pomeni, da bodo podatki za tretje četrletje 2016 objavljeni januarja 2017 skupaj s podatki o HICP za december 2016. Več informacij o teh poskusnih podatkih je na voljo na http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_oo_esms.htm.

5

Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2017 in proračunsko stanje v euroobmočju kot celoti

Evropska komisija je 16. novembra objavila svoje mnenje o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2017³⁰ ter analizo proračunskega stanja v euroobmočju kot celoti. Mnenje o osnutkih proračunskih načrtov vključuje oceno, v kolikšni meri ti načrti izpolnjujejo zahteve iz Pakta za stabilnost in rast (PSR). Sledijo tudi napotkom iz priporočil posameznim državam glede javnofinančne politike, ki jih je Ekonomsko-finančni svet sprejel 12. julija 2016 v okviru evropskega semestra 2016.³¹ Skupaj z mnenjem je Komisija objavila sporočilo z naslovom »Towards a positive fiscal stance for the euro area«, v katerem razpravlja o sedanji vlogi javnofinančne politike na agregatni ravni v euroobmočju. To je v skladu s pristojnostjo iz Uredbe (EU) št. 473/2013 (del »dvojček« uredb), ki Komisijo poziva, naj »izvede splošno oceno proračunskega stanja in obetov v euroobmočju kot celoti, in sicer na podlagi nacionalnih proračunskih obetov in njihove interakcije v tem območju«.

Po oceni Komisije, ki temelji na letošnji jesenski gospodarski napovedi, je samo pet od 18 osnutkov proračunskih načrtov v celoti skladnih s Paktom za stabilnost in rast. Komisija ocenjuje, da so načrti Nemčije, Estonije, Luksemburga, Nizozemske in Slovaške (vse so v preventivnem delu pakta) »skladni« s paktom, kar je enako kot lani, medtem ko so po njenih ocenah osnutki proračunskih načrtov petih držav le »večinoma skladni« (glej tabelo).³² V preventivnem delu pakta se to nanaša na Irsko, Latvijo, Malto in Avstrijo, v korektivnem delu – postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem – pa na Francijo. Čeprav se bo skupni primanjkljaj Francije po napovedih do roka iz postopka, tj. do leta 2017, znižal na raven pod referenčno vrednost 3% BDP, pa korekcija čezmernega primanjkljaja predvidoma ne bo vzdržna zaradi precejšnjih nakopičenih zaostankov pri strukturnih prizadevanjih glede na zaveze iz pakta.³³

³⁰ Osnutki proračunskih načrtov izključujejo tiste države euroobmočja, ki so v programu finančne pomoči, tj. Grčijo.

³¹ Glej okvir z naslovom »Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2016«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

³² Podrobnosti o kriterijih, na katerih temelji ocena, so v opombi pod tabelo.

³³ Po letošnji jesenski napovedi Evropske komisije naj bi strukturalna prizadevanja v obdobju 2015–2017 skupaj znašala 0,6% BDP, medtem ko priporočilo v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ki ga je Svet izdal Franciji leta 2015, terja 2,2% BDP.

Tabela
Osnutki proračunskih načrtov za leto 2017

	Srednjoročni proračunski cilj (SPC)	Strukturni saldo v letu 2017 (napoved Komisije, jesen 2016)	Dejanska strukturna prizadevanja 2017 (napoved Komisije, jesen 2016)	Zaveza k strukturnim prizadevanjem 2017 v okviru PSR (v odstotnih točkah)
Skladen s PSR				
Nemčija	-0,5	0,4	-0,2	na ravni SPC
Estonija*	0,0	-0,2	-0,8	na ravni SPC
Luksemburg	-0,5	0,4	-1,5	na ravni SPC
Nizozemska	-0,5	-0,2	0,3	na ravni SPC
Slovaška	-0,5	-1,4	0,6	0,5
Večinoma skladen s PSR				
Irska ¹	-0,5	-1,0	0,7	0,6
Latvija* ¹	-1,0	-1,7	-0,2	-0,2
Malta ¹	0,0	-0,7	0,4	0,6
Avstrija* ¹	-0,5	-0,9	0,1	-0,1
Francija (rok PČP 2017) ²	-0,4	-2,3	0,2	0,9
Tvega neskladnost s PSR				
Belgija ³	0,0	-2,0	0,7	0,6
Italija ³	0,0	-2,2	-0,5	0,6
Ciper* ³	0,0	-1,3	-1,4	-0,4
Litva* ³	-1,0	-1,4	-0,4	-0,2
Slovenija ³	0,25	-2,3	-0,2	0,6
Finska* ³	-0,5	-1,6	-0,3	0,6
Portugalska (rok PČP 2016) ⁴	0,3	-2,4	0,0	0,6
Španija (rok PČP 2018) ⁴	0,0	-3,8	0,0	0,5

Vira: Evropska komisija in AMECO.

Opomba: * Estonija, Ciper, Latvija, Litva, Avstrija in Finska so zaprosile za fleksibilnost v okviru Pakta za stabilnost in rast (predvsem zaradi strukturnih reform, naložb in pokojnin).

1) Kar zadeva države, ki so v preventivnem delu pakta, so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če bi načrt po napovedi Komisije privedel do določenega odstopanja od srednjoročnega proračunskega cilja ali od začrtane poti prilagoditev v smeri cilja, pri čemer pa nezadostna prizadevanja ne predstavljajo precejšnjega odstopanja od zahtevanih prilagoditev. Odstopanje od javnofinančnih ciljev v okviru preventivnega dela pakta je ocenjeno kot »precejšnje«, če presega 0,5% BDP v enem letu ali v povprečju 0,25% BDP v dveh zaporednih letih. Obenem so države članice ocenjene, da so skladne z referenčno vrednostjo znižanja dolga, »kjer je to relevantno«.

2) Pri državah, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem (PČP), Komisija oceni, da so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če napoved Komisije predvideva, da bo skupni cijeni primanjkljaj dosežen, vendar so proračunska prizadevanja opazno manjša v primerjavi s priporočeno vrednostjo, s čimer se izpolnjevanje priporočila v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem postavlja pod vprašaj.

3) Komisija v okviru preventivnega dela pakta oceni, da osnutki proračunskih načrtov »tvegajo neskladnost s paktom«, če napoved Komisije predvideva precejšnje odstopanje od srednjoročnega proračunskega cilja ali od začrtane poti prilagoditev v smeri cilja v letu 2017 oziroma neskladnost z referenčno vrednostjo znižanja dolga, »kjer je to relevantno«.

4) Komisija oceni države, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, da »tvegajo neskladnost s paktom«, če bi napoved Komisije (pod pogojem, da se *ex post* potrdi) privedla do pospešitve postopka, ker niti priporočena javnofinančna prizadevanja niti priporočeni skupni cijeni primanjkljaj predvidoma ne bodo doseženi.

Čeprav nekateri proračunski načrti precej odstopajo od določb Pakta za stabilnost in rast, pa Komisija do konca oktobra ni pozvala nobene države članice, naj predloži dopolnjen načrt, pri čemer je izjavila, da kriterij resnega neupoštevanja obveznosti v skladu z Uredbo (EU) št. 473/2013 ni bil izpolnjen.

Vseeno po mnenju Komisije osnutki proračunskih načrtov osmih držav »tvegajo neskladnost« s paktom. V lanski oceni je bilo v tej kategoriji pet držav. V okviru

korektivnega dela pakta ta skupina letos vključuje Portugalsko in Španijo,³⁴ njun rok iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem pa je leto 2016 oziroma leto 2018. Obe državi sta leta 2016 po ocenah učinkovito ukrepali v svojih odzivih na opozorila, izdana 2. avgusta v skladu s členom 126(9) Pogodbe o delovanju Evropske unije (PDEU), da naj sprejmeta dodatne ukrepe. Obenem se v letu 2017 predvideva precejšnje odstopanje v strukturnih prizadevanjih, pri čemer so španske oblasti do roka 15. oktobra svoj osnutek proračunskega načrta predložile na podlagi scenarija nespremenjenih politik ter se zavezale, da bodo na zasedanju Euroskupine 5. decembra predložile dopolnjen in v celoti skladen načrt.³⁵

V okviru preventivnega dela pakta ta skupina vključuje šest držav članic. Pri Belgiji, Italiji, Cipru in Sloveniji bo izboljševanje strukturnega salda v smeri srednjeročnega proračunskega cilja države predvidoma precej odstopalo od zahtev, tj. za več kot 0,5 odstotne točke BDP. Takšna ocena bi veljala celo v primeru, da bi jim bila v okviru pakta *ex post* odobrena fleksibilnost, za katero so nekatere države zaprosile v svojem osnutku proračunskega načrta. Preostali dve državi v skupini sta Litva in Finska, pri katerih bi odstopanje v strukturnih prizadevanjih od srednjeročnega proračunskega cilja ostalo pod pragom »velike kršitve priporočil«, tudi če bi jima bila zaprošena fleksibilnost *ex post* odobrena. Komisija bo spomladi 2017 na podlagi določb pakta o fleksibilnosti ocenila upravičenost držav, da se oddaljijo od začrtane poti prilagoditev v smeri srednjeročnega proračunskega načrta.

Pri Italiji in Belgiji mnenje Komisije implicira, da skladnost s preventivnim delom pakta ne velja več kot olajševalni dejavnik pri ocenjevanju

(ne)skladnosti s pravilom o zadolženosti. Euroskupina je 5. decembra zabeležila, da »bo Komisija in luči neskladnosti na prvi pogled z referenčno vrednostjo zmanjševanja zadolženosti izdala novo priporočilo v skladu s členom 126(3) PDEU« za obe državi. Kar zadeva Italijo, je Komisija sprva predvidela, da bo novembra pretehtala svojo oceno relevantnih dejavnikov v novem poročilu na podlagi osnutka proračunskega načrta za leto 2017.³⁶

Osnutki proračunskih načrtov kažejo na približno nevtralno naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2017, s čimer se dosega ravnovesje med skupno stabilizacijo in nujno vzdržnostjo. Na splošno je koncept skupne javnofinančne naravnosti v euroobmočju koristen element v razpravah o usmeritvah politike in v ekonomskih analizah na ravni euroobmočja, kjer enotno denarno politiko dopolnjujejo nacionalne javnofinančne politike.³⁷ Vseeno to ni pravno zavezujoča omejitev za države članice, ki jih še naprej zavezuje Pakt za

³⁴ Španija in Litva, ki sta svoj osnutek proračunskega načrta predložili na podlagi scenarija nespremenjenih politik zaradi odsotnosti nove vlade po splošnih volitvah, sta bili naprošeni, da predložita dopolnjen načrt, takoj ko bo mogoče. Španski ministrski svet je 9. decembra potrdil dopolnjen osnutek proračunskega načrta za leto 2017. Ta predvideva skupni primanjkljaj v višini 3,1% ter 0,5-odstotno izboljšanje stopnje strukturnega primanjkljaja, kar je v skladu z zavezami iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

³⁵ Glej http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment_pt_es_en.pdf.

³⁶ Podrobnosti so v *sporočilu za javnost MEMO-16-1727*.

³⁷ Razprava o težavah, ki spremljajo ocenjevanje javnofinančne naravnosti, je v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

stabilnost in rast. Ob upoštevanju sporočila Komisije o ustreznih javnofinančnih naravnosti v euroobmočju je Euroskupina 5. decembra poudarila »pomembnost doseganja ustreznega ravnovesja med tem, da je treba zagotoviti vzdržnost, in tem, da je treba spodbuditi investicije, s čimer se bo okrepilo šibko okrevanje«. Euroskupina je obenem spomnila, da so finančni ministri držav v euroobmočju julija zaključili, da približno nevtralna naravnost javnofinančne politike v letu 2017 dosega ustrezeno ravnovesje.

Obenem približno nevtralna naravnost javnofinančne politike kaže na neoptimalno sestavo po državah, kar opaža tudi Komisija. Po eni strani mora dokaj veliko število držav v euroobmočju pospešiti svoja strukturalna prizadevanja, da bi bile skladne s paktom. Po drugi strani pa nekatere države presegajo svoj srednjeročni proračunski cilj ter lahko tako izkoristijo fiskalni manevrski prostor. V tem pogledu izjava Euroskupine izpostavlja, da »bi lahko te države članice izkoristile ugodno proračunsko stanje, da dodatno okrepijo domače povpraševanje in sposobnost za rast ob upoštevanju srednjeročnega proračunskega cilja.«³⁸

V prihodnje bi ustrezen fiskalni instrument v euroobmočju prispeval k doseganju javnofinančnih ciljev na ravni euroobmočja kot celote. Poročilo petih predsednikov,³⁹ objavljeno junija 2015, priporoča, da se institucionalni okvir EMU obogati s fiskalnim instrumentom v euroobmočju, na primer da se poveča zmogljivost samodejnih fiskalnih stabilizatorjev v okolju velikih makroekonomskih šokov. Poročilo poudarja, da »cilj avtomatske stabilizacije na ravni euroobmočja ne bi bilo dejavno natančno prilagajanje gospodarskega cikla na ravni euroobmočja, temveč izboljšanje blažitve velikih makroekonomskih pretresov«. Ob tem poročilo poudarja, da bi moral vsakršen premik v smeri delitve tveganj znotraj euroobmočja »slediti procesu, ki kot predpogojo zahteva znatno stopnjo gospodarske konvergencije in finančne integracije ter nadaljnjega usklajevanja in združevanja sprejemanja odločitev o nacionalnih proračunih s sorazmerno okrepitvijo demokratične odgovornosti.«⁴⁰

Zaradi pomanjkanja takšnih instrumentov ter zaradi fiskalnih pravil EU ostaja sestava nacionalnih proračunov bistven instrument pri spodbujanju gospodarske aktivnosti. V tem pogledu Komisija ugotavlja, da »osnutki proračunskih načrtov predvidevajo zelo malo sprememb v strukturi javnih financ v letih 2016 in 2017 za euroobmočje kot celoto«. Podobno je Euroskupina 5. decembra priznala, da v okviru državnih proračunov obstaja »prostor za takšne izbire, ki bolj spodbujajo rast«, ter ponovno poudarila pomembnost zmanjšanja davčne obremenitve dela ter prednosti, ki jih prinaša dobro zastavljena revizija javnofinančnih odhodkov.

³⁸ Pakt za stabilnost in rast je asimetričen v smislu, da morajo države, ki v strukturalnih prizadevanjih odstopajo od zavez, zagotoviti skladnost s paktom, medtem ko državam, ki imajo fiskalni manevrski prostor, tega ni treba izkoristiti.

³⁹ Glej poročilo petih predsednikov.

⁴⁰ Obenem bi lahko Evropski sklad za strateške naložbe (EFSI), ki je bil vzpostavljen leta 2015, prispeval k zmanjšanju regionalnih razlik v EU. V skladu s skupnim predlogom Komisije in Evropske investicijske banke je to del strateških usmeritev EFSI (podrobnosti so na str. 4).

Euroskupina bo marca 2017 ponovno ocenila zaveze držav na podlagi zimske napovedi Evropske komisije, ki bo pripravljena leta 2017. Decembra 2016 je poudarila, da »bi bilo treba javnofinančne politike izvajati tako, da so v celoti skladne s Paktom za stabilnost in rast«.

Articles

1 The impact of uncertainty on activity in the euro area

Fluctuations in uncertainty can play an important role in shaping the economic conjuncture and outlook. This article discusses the various methods proposed in the literature to measure uncertainty and shows how these measures have evolved in the euro area. It describes the transmission channels of fluctuations in uncertainty to the economy and provides some model-based evidence for the impact of uncertainty on euro area activity. The results suggest that uncertainty in the euro area rose substantially during the Great Recession and during the sovereign debt crisis, and that high uncertainty could significantly dampen activity in the euro area, and notably investment.

1 The relationship between uncertainty and activity

While difficult to measure, uncertainty – in its various forms – is widely cited as a factor that influences the economic conjuncture and outlook. A number of studies have argued that high uncertainty contributed to the downturn in the Great Recession and was an important factor behind both the weakness of the global recovery and, notably, the weakness of activity in the euro area after the Lehman episode.⁴¹ Measuring macroeconomic uncertainty and understanding its impact on economic activity is thus crucial for assessing the current macroeconomic situation and forming a view on the outlook.

Uncertainty arises when economic agents are conscious of their limited knowledge about present facts or possible future outcomes.⁴² It is a broad concept covering macroeconomic phenomena such as uncertainty of current and future real GDP growth; microeconomic issues such as uncertainty about the outlook for firm growth or the prospects for household income; or non-economic topics such as uncertainty related to terrorism, war and natural disasters. This article focuses on various types of macroeconomic uncertainty.

Uncertainty affecting an economy is hard to measure as it is an intrinsically unobservable concept. While there is no universal, single commonly accepted measure of uncertainty, a number of proxies have been proposed and applied in the

⁴¹ See, for instance, Federal Open Market Committee Minutes, April 29-30, 2008; Blanchard, O., “(Nearly) nothing to fear but fear itself”, *The Economist*, 29 January 2009; Buti, M. and Padoan, P.C., “How to make Europe’s incipient recovery durable: end policy uncertainty”, *Vox*, 12 September 2013; the box entitled “Uncertainty and the economic prospects for the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, August 2009, pp. 58-61; and Kose, M.A. and Terrones, M., “How does uncertainty affect economic performance?”, *IMF World Economic Outlook*, October 2012, pp. 49-53. For a discussion of the impact of uncertainty related to the UK referendum on EU membership see Carney, M., “Uncertainty, the economy and policy”, Speech at the Bank of England, 30 June 2016.

⁴² See Black, J., Hashimzade, N. and Myles, G., *A Dictionary of Economics* (4 ed.), Oxford University Press, 2013.

economic literature. Proxies for uncertainty can be derived from financial market data; the frequency of articles in newspapers featuring certain key words; surveys among forecasters; surveys among private households and businesses; and from macroeconomic time series. While these proxies effectively measure different types of uncertainty – such as financial, political or forecast uncertainty – the empirical literature often applies these proxies to measure the impact of uncertainty on economic activity, typically industrial production, real GDP, investment or consumption. However, all of these proxies are subject to some caveats, and there is increasing agreement that the measurement of uncertainty should be based on an encompassing set of data. This article presents a composite measure of uncertainty for the euro area, based on a large number of proxies for uncertainty.

Increases in uncertainty adversely affect activity in the short term. As reversing investment or employment decisions is often impossible or costly on account of sunk costs or fixed adjustment costs, high uncertainty about the economic outlook or about future economic policies gives enterprises an incentive to postpone or cancel their decisions until uncertainty has declined and/or new information has become available. Managers might also become more risk averse in general during periods of heightened uncertainty, thus shying away from decisions about new investment projects or hirings. Uncertainty can similarly influence decisions of private households when it comes to purchases of durable consumer goods. In addition, high uncertainty about the economic outlook and in particular employment could induce households to reduce consumption and increase precautionary savings. Uncertainty could also adversely affect activity via the higher cost of financing attributable to increased risk premia.

This article surveys the literature on the measurement of uncertainty and its impact on activity, and provides some evidence for the euro area.⁴³ The remainder of this article is organised as follows. Section 2 starts with a definition of uncertainty and distinguishes uncertainty from risk. It then discusses the various data sources and methods proposed in the literature to measure uncertainty. Box 1 presents a composite measure of uncertainty for the euro area. The article then describes the channels by which fluctuations in uncertainty are transmitted to the economy, as discussed in the theoretical literature, and summarises the empirical literature on quantifying the impact of uncertainty on the real economy. While this literature typically focuses on the United States, Box 2 presents model estimates for the impact of uncertainty in the euro area. Section 5 concludes, also pointing out how the complex nature of fluctuations in uncertainty affects the assessment of the macroeconomic outlook for the euro area.

2 Measuring uncertainty

From an economic perspective, uncertainty can be broadly described as a state where economic agents lack the knowledge necessary to assess the

⁴³ The cut-off date for the statistics included in this article was 5 December 2016.

current situation with sufficient confidence and/or predict future outcomes.

There are different types of uncertainty, and sometimes economic agents may face all of them at the same time.⁴⁴ For example, policymakers might be uncertain about the current state of the economy (so-called “measurement uncertainty”), as data are published with sometimes long delays, are prone to subsequent revisions, or are subject to uncertain methods of measurement. Policymakers might also be uncertain about the future (“temporal uncertainty”) as any projection depends on a set of critical assumptions. The ECB accounts for uncertainty about the economic outlook by publishing ranges around its point forecasts and through risk assessments and scenario analyses.⁴⁵ Policymakers might also be uncertain about the true structure of the economy and the interactions between economic agents (“structural uncertainty”), indeed their policy measures might be intended to change them.

Uncertainty can take different forms.⁴⁶ It can be unresolvable (“aleatory uncertainty”): even if the probability distribution of the outcomes of tossing a coin is well known, it is impossible to predict the outcome of the next toss. “Epistemic uncertainty” represents a known and, in principle, resolvable lack of knowledge, which cannot be addressed owing to the lack of empirical data in the absence of previous occurrences. Finally, “ontological uncertainty” represents a state of complete ignorance: agents don’t know what they don’t know.

The economic literature distinguishes between risk and uncertainty.⁴⁷

Economic agents are facing risks in situations where they are able to form views about the probability distribution of possible future states, based on logic (like when assessing likely outcomes of throwing a dice) or on past experience (if similar shocks – to oil prices, exchange rates, etc. – have frequently happened in the past). Uncertainty, also known as Knightian uncertainty, arises when economic agents cannot reasonably assess the likelihood of all possible future states of nature or characterise the probability distribution of their possible impacts. Wars, terrorist attacks or other unprecedented events are examples where it might be impossible for economic agents to assess the likelihood of the event or its economic impact. In practice it is often impossible or inconvenient to maintain the distinction between risk and uncertainty. For example, while the probability of natural disasters can be calculated, agents are unable to assess when and where a natural disaster might occur. Accordingly, attempts to measure uncertainty typically also capture some elements of risk.

There is no objective or perfect measure of uncertainty. Many proxies or indicators of uncertainty developed in the empirical literature have the advantage of being directly observable. However, their adequacy as a measure of uncertainty depends on the extent to which their fluctuations can be attributed to changes in

⁴⁴ See Rowe, W.D., “Understanding uncertainty”, *Risk Analysis*, Vol. 14, No 5, 1994, pp. 743-750.

⁴⁵ See *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, July 2016; see also *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, 2009; both available on the ECB’s website.

⁴⁶ See, for example, Squair, M., *Epistemic, ontological and aleatory risk*; Der Kiureghian, A. and Ditlevsen, O., “Aleatory or epistemic? Does it matter?”, *Special Workshop on Risk Acceptance and Risk Communication*, Stanford University, 26-27 March, 2007.

⁴⁷ See Knight, F.H., *Risk, uncertainty and profit*, Houghton Mifflin, 1921.

uncertainty about economic fundamentals and separated from other unrelated developments. Moreover, these proxies often refer to only one specific group of economic agents (such as forecasters) or specific markets (such as financial markets) whose perception of uncertainty might not be representative for the overall economy. Against that background, it appears preferable to measure uncertainty using data from various sources and applying multiple methods.

Financial market data are most commonly used in the literature to derive proxies for uncertainty.⁴⁸ Equity prices, bond yields and exchange rates typically reflect financial market participants' expectations about future economic developments. Low volatility in equity, bond or foreign exchange markets should then indicate stable expectations about future outcomes broadly shared across market participants, while heightened volatility should reflect financial market uncertainty about these future outcomes. An advantage is that proxies for uncertainty based on financial market volatility can be calculated in various ways and at high frequency. However, financial market volatility can change over time even if there is no change in uncertainty about the economic outlook, i.e. when changes in risk aversion or sentiment are the main driving factors of market volatility.⁴⁹ In addition, perceptions of uncertainty derived from financial markets might follow a logic different from that of business and private households.

Financial market uncertainty tends to be high during periods of recession. A synthetic measure of financial market uncertainty in the euro area, calculated from bond markets, equity markets and the exchange rate is displayed in Chart 1. It can be seen that the volatility of financial markets rises steeply during the recession periods in 2008/09 and 2012/13. It also briefly spiked at other times, such as the 11 September 2001 terrorist attacks and in the context of the Greek debt crisis in May 2010, while it remained subdued during periods of resilient economic activity. The counter-cyclical nature of financial market uncertainty with respect to real GDP growth in the euro area is confirmed by a negative correlation coefficient (of -0.6). Empirical tests also confirm that financial market volatility is useful in predicting real GDP growth and some of its expenditure components. More specifically, so-called Granger causality tests have been used to establish that an increase in uncertainty happens prior to its impact on real GDP growth, and that such an increase has significant information about the future value of real GDP.⁵⁰

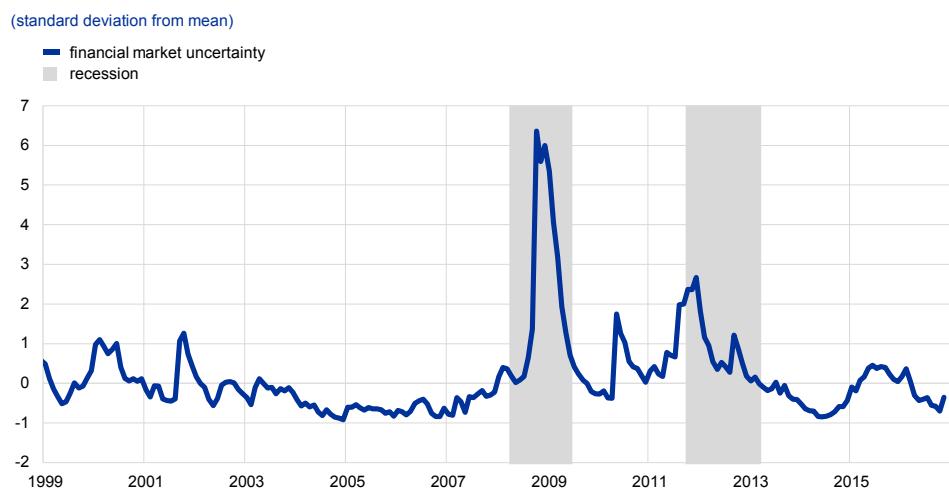
⁴⁸ See, for instance Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, Vol. 77, No 3, 2009, pp. 623-685.

⁴⁹ See, for example, Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, 2015, pp. 1177-1216.

⁵⁰ See Granger, C.W., "Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods", *Econometrica*, Vol. 37, No 3, 1969, pp. 424-438.

Chart 1

Financial market uncertainty in the euro area



Sources: BIS, ECB and ECB calculations.

Notes: Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR). Financial market uncertainty reflects the mean of conditional volatilities, measured as GARCH, of three financial market indicators: the DOW JONES EURO STOXX Broad Stock Exchange Index, the ten-year euro area benchmark government bond yields, and the USD/EUR exchange rate.

Disagreement among professional forecasters is another traditional proxy for uncertainty.⁵¹ While the mean or median of point projections for real GDP growth across forecasters from banks, research firms and public institutions can be defined as a consensus, the variance of these forecasts has frequently been used as a proxy for the uncertainty surrounding this expectation. The underlying assumption is that increasingly diverse opinions about the economic outlook among forecasters are likely to indicate that it is becoming more difficult, and more uncertain, to project future economic developments. In other words, it is assumed that the interpersonal dispersion of projections is an acceptable proxy for the average subjective uncertainty faced by individual forecasters. The level and fluctuations in the dispersion of projections by professional forecasters may, however, also be traced to other factors, such as differences in forecast techniques, differences in information sets and, more generally, in diverse underlying views of forecasters about the economy. And the reverse, forecasters may keep their projections unchanged or revise them all in the same direction, while individual uncertainty about the point estimate may change a lot. Nevertheless, as can be seen from Chart 2, disagreement among forecasters on the economic outlook for the euro area increased substantially during recession periods, while it remained subdued during periods of resilient growth. It is counter-cyclical, with a correlation coefficient to real GDP growth of -0.4. And empirical tests confirm that changes in disagreement have predictive value for future changes in real GDP growth.

⁵¹ See, for example, Zarnowitz, V. and Lambros, L.A., "Consensus and uncertainty in economic prediction", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, No 3, 1987, pp. 591-621; and Bomberger, W.A., "Disagreement as a measure of uncertainty", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 28, No 3, 1996, pp. 381-392.

Chart 2

Forecast disagreement in the euro area

(standard deviation from mean)

- forecast disagreement
- recession



Sources: Consensus Economics, and ECB calculations.

Notes: Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR). Forecast disagreement in the euro area is measured as the unweighted average of the standard deviations of point forecasts provided by Consensus panel members for real GDP, private consumption, fixed investment, consumer price inflation, industrial production and long-term interest rates.

Surveys among professional forecasters also allow a quantification of aggregate and individual forecast uncertainty.⁵² Surveys of professional forecasters (SPF) as compiled by the ECB or the US Federal Reserve Bank of Philadelphia ask respondents to provide, in addition to the precise projection, a probability distribution around this point estimate which highlights the uncertainty faced by the individual forecaster in preparing the projection. A measure of aggregate individual forecast uncertainty can then be calculated as the average standard deviation of the individual probability distributions provided by the respondents (shown as the yellow line in Chart 3). One particular advantage of this measure is that it can be directly observed. As this measure tends to underestimate the degree of uncertainty surrounding the forecasts, it is also possible to calculate a broad measure of aggregate forecast uncertainty (shown as the blue line in Chart 3), which combines both forecast disagreement (measured as the standard deviation of individual point forecasts, shown as the red line in Chart 3) and individual uncertainty.⁵³ It can be seen that all these measures of forecast uncertainty increased strongly during the 2008/09 Great Recession. In contrast to other measures of uncertainty, though, individual and aggregate forecast uncertainty appears to have remained high throughout the post-recession period. This might represent a fundamental change in forecasters' risk perception: as almost all forecasters failed to predict the Great Recession, there might be an increased

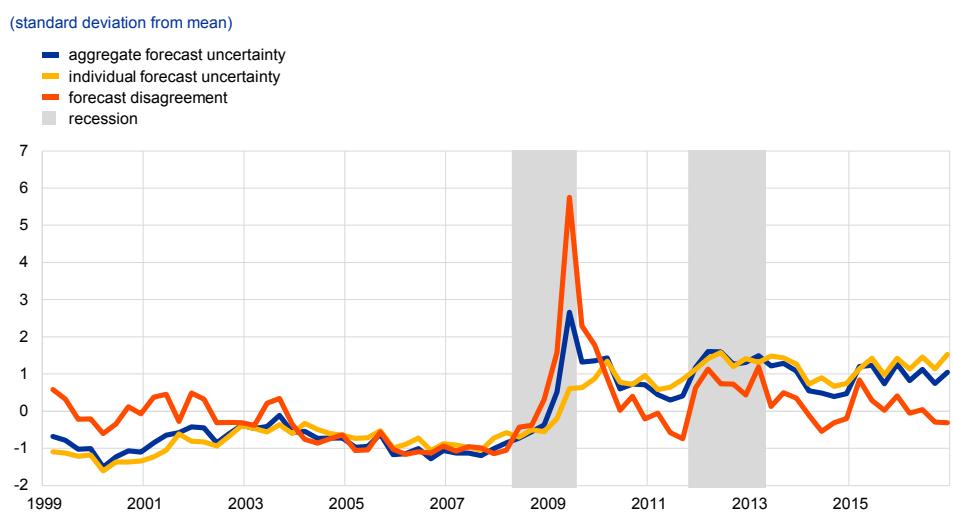
⁵² See the box entitled "Measuring perceptions of macroeconomic uncertainty", *Monthly Bulletin*, ECB, January 2010.

⁵³ See, for example, Bowles, C., Friz, R., Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. and Rautanen, T., "The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): A review after eight years' experience", *ECB Occasional Paper*, No 59, April 2007. As an alternative, aggregate forecast uncertainty can also be expressed as the sum of forecast disagreement and the perceived variability of future aggregate shocks. The latter component can be calculated on the basis of GARCH-type models. See, for instance, Lahiri, K. and Sheng, X., "Measuring forecast uncertainty by disagreement: the missing link", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 25, No 4, 2010, pp. 514-538.

awareness among forecasters of the risks surrounding their projections. Similar to financial market-based measures, proxies for uncertainty derived from surveys among professional economists are based on the views of a rather restricted set of people, whose perceptions of uncertainty might differ from that of other economic agents. In addition, while these proxies for uncertainty are negatively correlated with euro area activity, Granger causality tests suggest that fluctuations in euro area real GDP growth and its components have predictive power for forecast uncertainty in the euro area, but not the other way round.⁵⁴

Chart 3

Forecast uncertainty in the euro area



Sources: ECB calculations.

Notes: Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR). Forecast disagreement, individual forecast uncertainty and aggregate forecast uncertainty in the euro area are each measured as unweighted averages of projections provided by SPF panel members for real GDP, HICP inflation and the unemployment rate over one, two and five year horizons.

A recently developed proxy for uncertainty is the frequency of newspaper articles referring to economic policy uncertainty.⁵⁵ A measure of economic policy uncertainty in the euro area, which counts the frequency of articles containing the words “uncertain or uncertainty” and “economy or economics” and one of a number of policy words (such as “deficit” or “regulation”) in leading newspapers is shown in Chart 4. Economic policy uncertainty in the euro area tends to increase during recession periods, but also rises steeply on a number of other occasions, such as the 2003 Gulf war, the 11 September 2001 terrorist attacks, around the June 2016 referendum on EU membership in the United Kingdom, and again in November 2016. As a caveat, this proxy does not distinguish between uncertainty about domestic policies or external policies. In addition, the selection of newspapers (two per country) might not be representative of the media coverage in their countries as they do not include mass-market tabloids and other media coverage. Hence, this

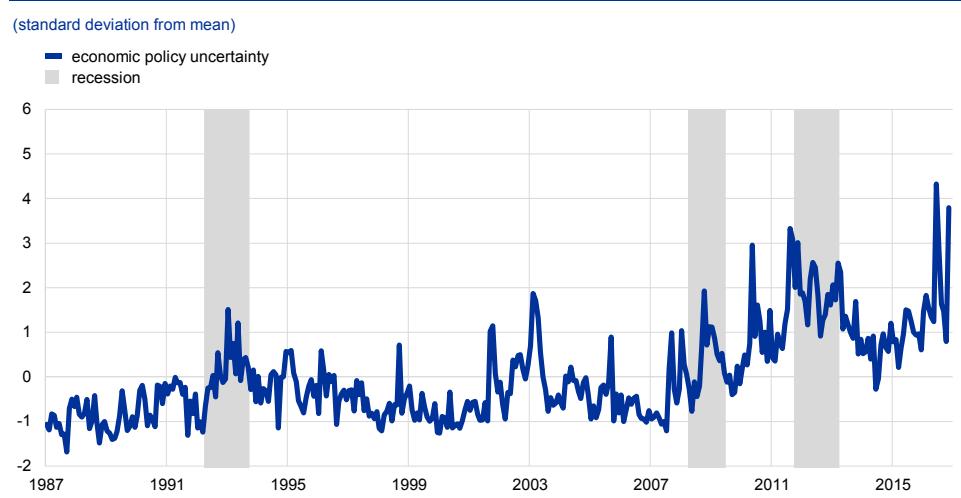
⁵⁴ This observation is less clear cut for the United States, where all measures of forecast uncertainty are negatively correlated with real GDP growth, and some measures are also found to be Granger causal for real GDP growth.

⁵⁵ See Baker, S., Bloom, N. and Davis, S., “Measuring economic policy uncertainty”, *NBER Working Paper Series*, No 21633, October 2015.

measure of political uncertainty might rather reflect the perception of uncertainty of a group of selected journalists, and it is assumed that their perception of uncertainty represents that of the population at large. While this proxy for uncertainty is also counter-cyclical (with a correlation to real GDP growth of -0.5) and carries predictive power for euro area activity growth, it tends to be rather volatile and has also risen in periods of more stable economic growth.

Chart 4

Economic policy uncertainty in the euro area



Sources: Baker, Bloom and Davis, and ECB calculations.

Notes: Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Economic policy uncertainty in the euro area has been calculated as the GDP-weighted average of country-specific data for economic policy uncertainty in Germany, Spain, France, Italy and the Netherlands.

Surveys among households and enterprises yield direct proxies for uncertainty. Business and consumer surveys published by the European Commission cover some 120,000 enterprises every month as well as 40,000 consumers across the EU and its applicant countries. They include both backward-looking and forward-looking questions, and are calculated as balance scores of positive and negative answers by respondents.⁵⁶ Several approaches have been proposed to exploit this dataset, whose principal advantage is that measures of uncertainty can be directly derived from perceptions of a large and representative number of economic agents. For example, the dispersion of positive and negative answers to forward-looking questions could be used as a proxy for uncertainty.⁵⁷ The rationale is that consumers (or enterprises) can be expected to have broadly similar expectations about future developments in times of low uncertainty and resilient growth, while an increasing dispersion of expectations indicates rising uncertainty and more difficult economic times. However, if the questions relate to the personal

⁵⁶ For example, when asked: "how do you expect the financial position of your household to change over the next twelve months?", respondents can choose between the following answers: "get a lot better", "get a little better", "stay the same", "get a little worse", "get a lot worse", and "don't know". For details see [The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys \(User Guide\)](#).

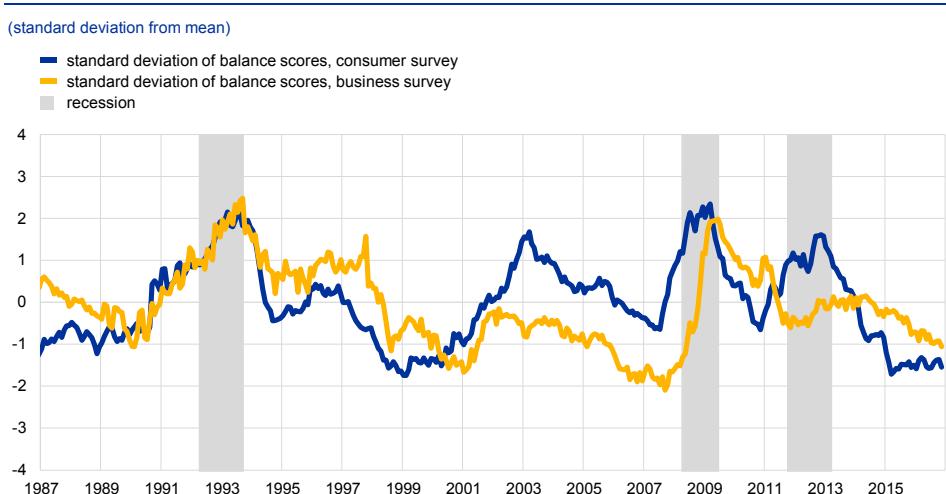
⁵⁷ See Bachmann, R., Elstner, S. and Sims, E.R., "Uncertainty and economic activity: evidence from business survey data", *American Economic Journal*, Vol. 5, No 2, 2013, pp. 217-249. As several survey questions are asked twice – once with respect to the past, once with respect to the future – these authors also propose an alternative proxy for uncertainty based on the extent to which a given respondent's expectations have been met.

situation of the household or the enterprise, dispersion of expectations could also reflect idiosyncratic issues. One solution could be to calculate the average dispersion across all questions as a proxy for economic uncertainty.⁵⁸

Another proxy for economic uncertainty derived from survey data looks at the dispersion of changes in balance scores in a given month compared to the previous month across all survey questions. The rationale for this proxy for uncertainty is that in times of certainty, i.e. when the economy is growing steadily, the assessment of most variables should be more or less commonly shared, that is, enterprises should have a favourable assessment of future output, orders, employment, etc. The opposite should be true in times of uncertainty. For example, when the economy is approaching a trough, the dispersion of balance scores is likely to increase as expectations on leading indicators turn positive (such as for expected orders), while expectations for other (lagging) indicators stay unchanged or continue to worsen (such as employment). The counter-cyclicality of such proxies for uncertainty, based on the dispersion of balance scores in the European Commission consumer survey (blue line) and the business survey (yellow line), is shown in Chart 5. Both proxies are clearly negatively correlated to activity growth, and both indicators have predictive power for future activity growth.

Chart 5

Survey-based proxies for economic uncertainty in the euro area



Sources: European Commission, and ECB calculations.

Notes: Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR). Economic uncertainty in the euro area has been calculated as the standard deviation of changes in balance scores in the consumer survey as well as the manufacturing and construction surveys.

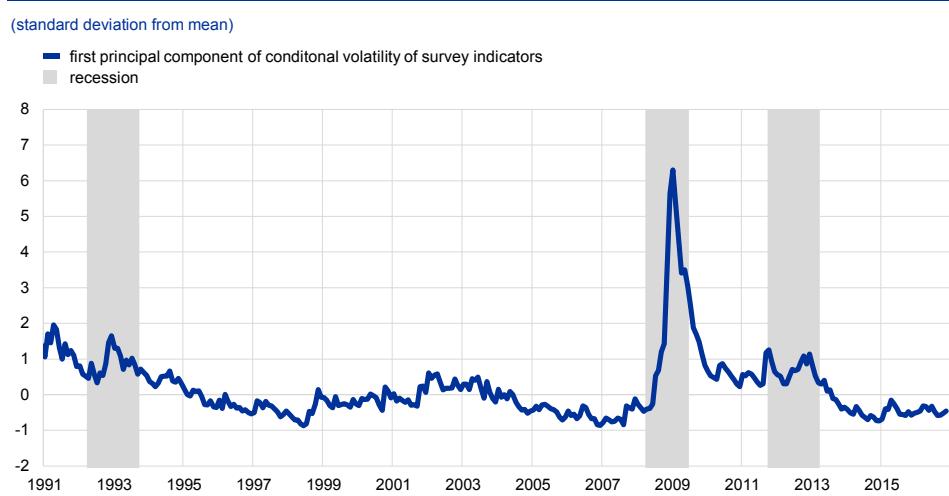
Forecast errors, representing the predictability of economic variables, can also be exploited as a proxy for uncertainty. One recently proposed approach is to apply factor models to predict a large number of variables such as industrial production, and then calculate the forecast errors. Rising and more volatile forecast errors would then suggest an increase in the unpredictable share of the evolution of

⁵⁸ See Girardi, A. and Reuter, A., "New uncertainty measures for the euro area using survey data", *Oxford Economic Papers*, Vol. 69, No 1, 2017, pp. 278-300.

a variable, which would then be interpreted as a sign of mounting uncertainty.⁵⁹ The rationale is that an assessment of the current situation and forecasting the economy becomes more difficult the larger and the more volatile the unexplained part in time-series models explaining the evolution of macroeconomic indicators. An advantage of this approach is that it can be simultaneously applied to a large set of variables covering all sectors of an economy. As an example, Chart 6 depicts the conditional volatility of European Commission business and consumer survey indicators.⁶⁰ This measure is significantly negatively related to real GDP growth, and is useful for predicting real GDP growth in the euro area.

Chart 6

Conditional volatility as a proxy for macroeconomic uncertainty in the euro area



Sources: European Commission, and ECB calculations.

Notes: Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR). Macroeconomic uncertainty in the euro area has been calculated as the first principal component of the conditional volatility, measured as GARCH, of European Commission business and consumer survey indicators.

Box 1

A composite measure of macroeconomic uncertainty for the euro area

In the absence of a perfect proxy for uncertainty, it might be preferable to compile a composite measure of uncertainty which captures the information content of a large number of uncertainty proxies. This box presents a composite index of macroeconomic uncertainty for the

⁵⁹ See Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., op. cit. Another recent approach exploits the distribution of forecast errors from surveys of professional forecasters as a proxy for uncertainty; the less likely an observed forecast error compared to the historical distribution of forecast errors, the higher the related forecast uncertainty. See Rossi, B. and Sekhposyan, T., "Macroeconomic uncertainty indices based on nowcast and forecast error distributions", *American Economic Review*, Vol. 105, No 5, 2015, pp. 650-655.

⁶⁰ The conditional volatility of survey indicators has been estimated as follows: first, an ARMA model has been estimated for each survey indicator, with the optimal lag length determined by the Akaike information criterion. The conditional volatility of the forecast errors has then been estimated with a GARCH(1,1) model. As a final step, all results have been standardised to mean zero and unit standard deviation.

euro area, which is based on an encompassing dataset covering all types of methods of measuring uncertainty discussed above.⁶¹

Proxies for uncertainty should be negatively correlated with macroeconomic indicators, as one would expect an adverse contemporaneous or lagged impact of uncertainty on activity. In other words, proxies for uncertainty should be high in periods of recession and low during periods of resilient growth. One reason is that negative news shocks (such as terrorist attacks, wars and oil price shocks) that can cause recessions also cause higher uncertainty at the same time.⁶² Another reason for heightened uncertainty during recessions is that recessions might themselves increase uncertainty. Active trading helps to generate and spread information; as trading activity slows down during recessions, the flow of new information also slows down, thereby potentially increasing uncertainty.⁶³ Another explanation is that policy becomes more uncertain during recessions because policymakers implement new measures to revive growth.⁶⁴ Finally, forecasters might find it more difficult to make forecasts during recessions, as the latter are more unusual events and deviate from the usual pattern of positive growth.⁶⁵

The composite indicator of macroeconomic uncertainty in the euro area is based on proxies for uncertainty which are negatively correlated to activity, and which have proved to be

Granger causal for activity growth. A number of activity variables have been used for these tests, including real GDP growth, private consumption growth, investment growth, employment growth (both in terms of persons and hours), and industrial production. For about 160 proxies for uncertainty, the correlation against each of these macroeconomic indicators has been calculated and Granger causality has been estimated. About 50 proxies have passed these two tests. All proxies have been standardised, i.e. they have been demeaned and divided by their standard deviations. The macroeconomic uncertainty indicator has been determined as the median of this group of uncertainty measures.⁶⁶ In order to capture the uncertainty around this indicator, Chart A shows both the median and the 25-75 percentiles of the group of uncertainty measures included along with Centre for Economic Policy Research (CEPR) recession dates for the euro area.

The composite indicator of macroeconomic uncertainty in the euro area peaked during recessions and remained subdued during periods of resilient growth.⁶⁷ As can be seen in Chart A, the indicator suggests highest levels of uncertainty during the Exchange Rate Mechanism

⁶¹ See also Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. and Shakir, T., "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013 Q2, pp. 100-109, who follow a similar approach for measuring uncertainty in the United Kingdom.

⁶² See, for instance Bloom, N. (2009), op. cit.

⁶³ See, Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, No 2, 2014, pp. 153-176.

⁶⁴ See Pastor, L. and Veronesi, P., "Political uncertainty and risk premia", *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, No 3, 2013, pp. 520-545; for empirical results see Baker, S., Bloom, N. and Davis, S., op. cit.

⁶⁵ See Orlitzky, A. and Veldkamp, L., "Understanding uncertainty shocks and the role of black swans", *NBER Working Paper Series*, No 20445, August 2014.

⁶⁶ For more details, see Gieseck, A. and Largent, Y., "The impact of macroeconomic uncertainty on activity in the euro area", *Review of Economics*, Vol. 67, No 1, 2016, pp. 25-52. Alternative ways of aggregation such as the mean or first principal of the group of indicators evolve very similar to the median.

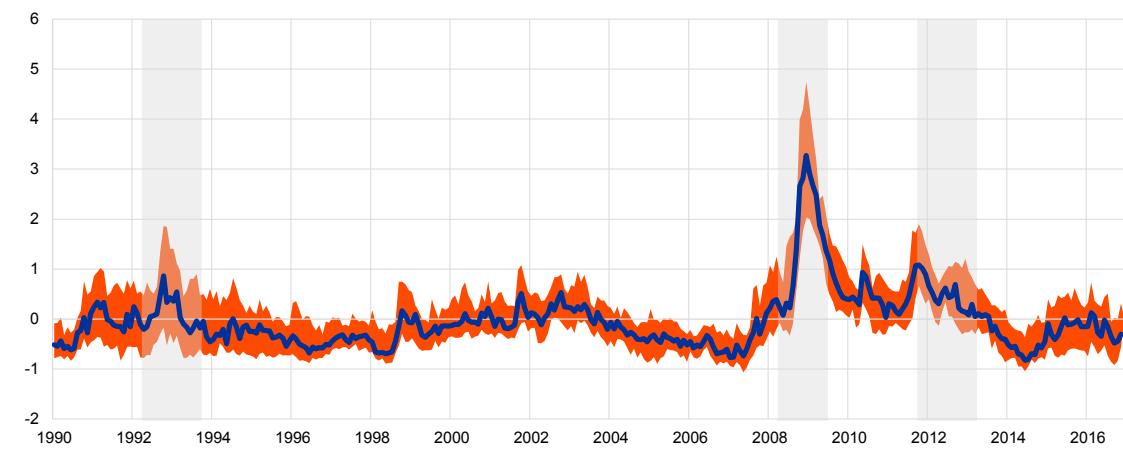
⁶⁷ The peaks and troughs exhibited by the composite indicator of uncertainty are similar to those shown in alternative recent indicators. For example, Rossi, B. and Sekhposyan, T., "Macroeconomic uncertainty indices for the euro area and its individual member countries", September 2016, mimeo, develop an indicator based on exploiting forecast error distributions. Deutsche Bundesbank applies the methodology from Jurado et al. for the four largest euro area countries; see "Investment in the euro area", Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, January 2016, pp. 31-49.

(ERM) crisis in 1992/93, the Great Recession in 2008/09 and during the euro area sovereign debt crisis in 2011/13. It also shows peaks at some other times, notably the Long-Term Capital Management (LTCM) crisis in September 1998, the terrorist attacks in New York in September 2001 and the first Greek crisis in spring 2010. Uncertainty in the euro area, according to this indicator, decreased substantially as the current recovery started and recorded below average levels in 2014. However, it returned to its historical average level from early 2015 in the context of the debate on the debt crisis in Greece and, more recently, the referendum in the United Kingdom on EU membership.

Measured by the median, the composite indicator of uncertainty captures the joint development of all underlying proxies. In fact, the underlying individual proxies for uncertainty are in general significantly positively related to the median. However, its interpretation needs to take into account the development of individual indicators. For example, the increase of the composite indicator since early 2015 can be traced back to the economic policy uncertainty index for the euro area, which rose markedly during the course of 2015 and jumped to its highest level ever in July 2016 before receding in recent months (see Chart 4). Among its other components, aggregate and individual forecast uncertainties remain elevated at the current juncture, perhaps also reflecting an increased sensitivity of forecasters to the risks surrounding projections. All other proxies for uncertainty remain at or below their historical average levels.

Chart A A composite index of macroeconomic uncertainty in the euro area

(standard deviation from mean)



Sources: Baker, Bloom and Davis; Eurostat; European Commission; Consensus Economics; ECB; and ECB calculations.

Notes: The composite index of macroeconomic uncertainty in the euro area is standardised to mean zero and unit standard deviation over the full horizon. Areas in grey reflect euro area recessions as identified by the Centre for Economic Policy Research (CEPR).

The composite indicator of uncertainty in the euro area exhibits key characteristics similar to other recently published macroeconomic uncertainty indices. First, the indicator displays a wide range of observations; at its extremes, the indicator rose by up to three standard deviations from its mean in early 2009, and fell by up to one standard deviation below that level. Second, the indicator shows a positive skewness, which implies that the mass of the distribution of observed uncertainty levels is concentrated at below-average levels. In other words, the indicator suggests that there are more frequent and longer-lasting periods of low uncertainty than of high uncertainty. Third, the indicator also reveals a relatively high kurtosis. This implies that the distribution has tails that asymptotically approach zero more slowly than a Gaussian distribution. In other words, the

distribution of observed uncertainty levels includes more outliers (in this case on the right-hand side of the mean) than the normal distribution. Fourth, the half-life of a shock to the composite indicator of macroeconomic uncertainty (measured by the first lag in an autoregressive equation) is three quarters, implying a substantial persistence of the shock. This is substantially longer than the half-life of a shock to financial uncertainty, which lasts only around two quarters. Finally, the indicator is significantly negatively correlated to real GDP growth and other macroeconomic indicators. These key characteristics are comparable to the ones from recently published uncertainty indices for the United States.⁶⁸

3 Fluctuations in uncertainty and their transmission to the economy

Overall, the theoretical and empirical literature finds adverse effects of uncertainty on the short-term outlook for growth.⁶⁹ Some uncertainty always exists in an economy as no one can perfectly assess the current economic situation, or what will happen in the future. But as uncertainty about the economy changes over time, it can affect decisions by economic agents. Increases in uncertainty are typically related to bad news, such as oil price shocks or terrorist attacks; increases in uncertainty stemming from positive news appear to be rather rare, probably as good news – such as e-commerce opportunities – tends to emerge more gradually over time.⁷⁰ The theoretical literature emphasises diverse channels through which high uncertainty can adversely affect the economy in the short term. However, the impact of uncertainty is less clear in general equilibrium models and, under certain circumstances, high uncertainty can also have a positive medium to long-term impact on the economy.⁷¹

The real options channel suggests that the option value increases with uncertainty in the case of irreversible investment or consumption decisions. In many cases, an investment or employment decision is irreversible or costly to revert on account of sunk costs or fixed adjustment costs: once constructed, a factory building cannot be undone without costs; once hired, staff can often not be fired without compensation. If an investor, facing such a decision, is uncertain about the

⁶⁸ See Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., op. cit.

⁶⁹ An overview is provided by Bloom, N. (2014), op. cit.

⁷⁰ See Bloom, N. (2014), op. cit.

⁷¹ Under certain circumstances, high uncertainty can have a positive medium to long-term impact on investment. The so-called growth options effect arises if an increase in mean-preserving risk means higher expected future profits. This effect can arise if the costs of bad news (e.g. the new product under development turns out to be ineffective) can be curbed (to some sunk costs), while the benefits of good news (e.g. the new product turns out to be more profitable than expected) are unconstrained; See Kraft, H., Schwartz, E.S. and Weiss, F., "Growth options and firm valuation", *NBER Working Paper Series*, No 18836, February 2013. A second channel, known as the Oi-Hartman effect, is based on the idea that firms may become increasingly in favour of taking risks if they can easily expand to exploit good conditions (rising demand, rising prices) and also smoothly contract to weather bad conditions. Increases in cost or demand uncertainty would then increase expected profits if the latter increase more than proportionally to rising demand and/or increase more than proportionally to falling costs; see, for example, Abel, A.B., "Optimal investment under uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 73, No 1, 1983, pp. 228-233; and Hartman, R., "The effects of price and cost uncertainty on investment", *Journal of Economic Theory*, Vol. 5, No 2, 1972, pp. 258-266.

future, it might be preferable to wait (i.e. postpone the decision to invest) until further information has become available and uncertainty has diminished.⁷² In other words, the option-value of delay is high when uncertainty is high as waiting for more information (and less uncertainty) is likely to make for a better decision. As an analogy, it might be preferable for private households to postpone purchases of major durables like housing and cars in times of heightened uncertainty.⁷³ While the empirical literature has shown that adjustment costs can be rather substantial, the real options channel nevertheless rests on a number of critical assumptions. In particular, investors must be able to wait, and the costs of delay must be limited. These conditions might not be met, for example, in sectors with fierce competition and rapidly evolving innovation, such as in e-commerce.

Uncertainty can adversely affect the economy through increasing risk premia.

Investors want to be compensated for higher risk, and rising uncertainty leads them to demand higher risk premia. Uncertainty could also lead to rising costs of debt financing; banks are likely to charge higher interest rates as uncertainty raises the probability of default. In both cases, the resulting higher cost of finance would adversely affect the economy via its impact on investment and consumption. In general equilibrium models, it can be shown that this effect is of particular importance in the presence of financial constraints.⁷⁴

High uncertainty could lead private households to increase precautionary savings, which would reduce current private consumption. This effect is likely to weigh adversely on the economy in the short term, while its medium-term impact is less clear. To the extent that savers decide to keep these savings in their domestic economy, higher savings should lower the costs of finance and thereby facilitate investment and benefit longer-term growth prospects. However, to the extent that savings increase in excess of domestic financing needs, they are likely to be invested abroad, implying that heightened uncertainty reduces domestic demand.⁷⁵ In addition, the impact of precautionary savings on activity might turn negative if prices and interest rates do not fall enough to stimulate an increase in investment; this effect can be particularly damaging if interest rates are constrained by the zero lower bound.⁷⁶

Uncertainty may not only reduce the level of investment, consumption or employment, but could also make the economy less sensitive to changes in business conditions. For example, if firms decide to postpone investment projects

⁷² See, for instance, Bernanke, B.S., "Irreversibility, uncertainty and cyclical investment", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No 1, 1983, pp. 85-106.

⁷³ See Eberly, J., "Adjustment of consumers' durables stocks: evidence from automobile purchases", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No 3, 1994, pp. 403-436.

⁷⁴ See Gilchrist, S., Sim, J.W. and Zakrjšek, E., "Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics", *NBER Working Paper Series*, No 20038, April 2014; Christiano, L.J., Motto, R. and Rostagno, M., "Financial factors in economic fluctuations", *ECB Working Paper Series*, No 1192, 2010; and Bonciani, D. and van Roye, B., "Uncertainty shocks, banking frictions, and economic activity", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 73, 2016, pp. 200-219.

⁷⁵ See Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P., Rubio-Ramírez, J. and Uribe, M., "Risk matters: the real effects of volatility shocks", *American Economic Review*, Vol. 101, No 6, 2011, pp. 2530-2561.

⁷⁶ See Leduc, S. and Liu, Z., "Uncertainty shocks are aggregate demand shocks", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 82, 2016, pp. 20-35; and Basu, S. and Bundick, B., "Uncertainty shocks in a model of effective demand", *NBER Working Paper Series*, No 18420, September 2012.

because of heightened uncertainty, the elasticity of investment with regard to changes in its driving factors would be lower than in periods with normal uncertainty. The reduced responsiveness of firms to react to changes in business conditions in periods of high uncertainty could also lead to pro-cyclical productivity growth: if productive firms are less aggressive in expanding and unproductive firms are less aggressive in contracting, the productivity-enhancing reallocation across firms would slow, thereby temporarily dampening aggregate productivity growth.⁷⁷

Uncertainty might also have an impact on the effectiveness of economic policies, and could imply changes in composition of the optimal policy mix.

For example, the reduced elasticity of investment to changes in business conditions, such as the level of interest rates, at times of heightened uncertainty would require a more substantial cut in interest rates to achieve the same impact on investment as in normal times.⁷⁸ Periods of heightened uncertainty could also require a different policy mix, as the latter might also need to include measures aimed at reducing the level of uncertainty, which would in turn make other policy measures more effective.

4 Empirical evidence on the impact of uncertainty

The empirical literature finds evidence for an adverse impact of uncertainty on activity. However, given the difficulties in measuring uncertainty mentioned above and the diversity of data sources and channels covered, it is understandable that the macroeconomic impact of various uncertainty measures can differ.⁷⁹ For the euro area as a whole, there is very limited evidence about the impact of uncertainty on activity as the empirical literature typically focuses on the United States or on individual euro area countries.⁸⁰

A key challenge in the empirical literature is to distinguish the causal impact of uncertainty from the impact of other factors driving activity. Uncertainty tends to move with the business cycle, and shocks to uncertainty are unlikely to occur independently from other shocks. For example, an adverse shock to global demand dampens the outlook for companies' exports, thus causing a decline in expected output growth. Such a confidence (or first-moment) shock would lower the mean of the probability distribution of expected output growth, i.e. shift the probability density function of expected output growth to the left. However, companies might also envisage greater diversity in possible outcomes of the shock to global demand, thus

⁷⁷ See Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, N., Saporta-Eksten, I. and Terry, S., "Really uncertain business cycles", *US Census Bureau Center for Economic Studies Paper*, No CES-WP-14-18, 2014.

⁷⁸ See, for example, Aastveit, K.A., Natvik, G.J. and Sola, S., "Economic uncertainty and the effectiveness of monetary policy", *Norges Bank, Working Paper*, No 2013/17, 2013, who find that the impact of US monetary policy on investment in the United States is half as large if uncertainty is in its top decile rather than in its bottom decile.

⁷⁹ See Rossi, B. and Sekhposyan, T. (2015), op. cit.

⁸⁰ See, for example, Popescu, A. and Smets, F.R., "Uncertainty, risk-taking, and the business cycle in Germany", *CESifo Economic Studies*, Vol. 56, No 4, 2010, pp.596-626; Basselier, R. and Langenus, G., "Recent changes in saving behaviour by Belgian households: the impact of uncertainty", *NBB Economic Review*, December 2014, pp. 53-62; and Busetti, F., Giordano, C. and Zevi, G., "Main drivers of the recent decline in Italy's non-construction investment", *Questioni di Economia e Finanza*, No 276, June 2015.

becoming more uncertain about the outlook. In this case, it is likely that the mean expectation for output growth would decline, and the likelihood of much lower and much higher future outcomes would increase (second-moment shock).⁸¹ A key problem is to distinguish the impact of first-moment shocks (on the mean of a probability distribution) from uncertainty shocks (on the width of the probability distribution).

The literature presents three approaches to identify the causal effects of uncertainty on activity. A standard approach has been to rely on timing: estimating the movements in output, investment and employment that follow jumps in uncertainty.⁸² This approach is problematic if changes in uncertainty are correlated with other factors driving the economic cycle, but which are not included in the empirical model. In this case, the economic impact attributed to changes in uncertainty could at least partly reflect the impact of omitted variables. A second approach has been to use structural general equilibrium models to quantify the impact of uncertainty shocks.⁸³ A key problem in this approach is the need to rely on a – sometimes large – set of assumptions, and to take into account the uncertainty around their validity. A final approach relies on events such as natural disasters, political coups, terrorist attacks, etc. to identify uncertainty shocks.⁸⁴ An issue with this approach is that such shocks might influence the behaviour of investors and consumers beyond changes in uncertainty. For example, agents might decide or be forced to relocate production facilities to safer places in the aftermath of such events.

Time-series models have been the standard approach to estimate the impact of uncertainty shocks on activity. Vector autoregressive (VAR) models have been widely used to capture the existing dynamic relationship between various macroeconomic variables. A VAR model is a system of equations where every variable is dependent on its own past values and the past values of all other variables in the system. Uncertainty and economic activity therefore depend on each other. It is then possible to introduce an exogenous shock to the uncertainty equation and observe its impact on all variables within the system. The empirical results in VAR models are typically derived from so-called impulse response functions which display the impact of a typical change in one variable on all variables captured within the system. These shocks typically amount to one standard deviation of the historical volatility of the variable and are typically temporary, with the unwinding of the shock itself endogenously being determined within the model. Structural VAR models have proved especially useful in this context as they allow for an improved identification and estimation of the true uncertainty shocks.⁸⁵ Such analysis has been carried out

⁸¹ In addition, companies might also become increasingly concerned about extreme events, such as the possibility of a global recession (third-moment shock).

⁸² See, for instance, Bloom, N. (2009) op. cit.; and Bloom, N., Bond, S., and Van Reenen, J., “Uncertainty and investment dynamics”, *Review of Economic Studies*, Vol. 74, No 2, 2007, pp. 391-415.

⁸³ See, for instance, Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, J., Saporta-Eksten, I. and Terry, S. J., op. cit.; and Bonciani, D. and van Roye, B., op. cit.

⁸⁴ See, for instance, Baker, S.R. and Bloom, N., “Does uncertainty reduce growth? Using disasters as natural experiments”, *NBER Working Paper Series*, No 19475, September 2013.

⁸⁵ The Cholesky decomposition of the variance-covariance matrix of the VAR residuals is the most commonly applied identification methodology used to estimate uncertainty shocks elasticities to the endogenous variables.

to quantify the impact of uncertainty shocks on economic activity for the United States and a few individual countries⁸⁶ by using different proxies to measure the level of uncertainty (implied equity market volatility, economic policy uncertainty, financial uncertainty or macroeconomic uncertainty).

VAR models typically show an initial adverse impact of uncertainty shocks, but differ on duration and persistence of the impact. Most empirical studies focus on the United States and on industrial production as an economic activity indicator. For example, a temporary one standard deviation increase in implied stock-market volatility as a proxy for uncertainty is found to be associated with a rapid drop in industrial production followed by a sharp rebound, suggesting that uncertainty shocks amplify the magnitude of business cycles. In comparison, a temporary first-moment shock to the federal funds rate displays a much more persistent drop and subsequent recovery.⁸⁷ Other studies, although using different indicators of uncertainty, exhibit far more protracted responses of industrial production and employment than those using an implied stock market volatility indicator; in addition, shocks to these uncertainty indicators do not generate any significant overshooting.⁸⁸ Other studies find evidence of an asymmetric impact of uncertainty shocks during the cycle, showing that activity reacts more strongly to increases in uncertainty during recessions than during periods of expansion.⁸⁹ For the euro area, it has been shown that uncertainty indicators based on European Commission surveys and on economic policy uncertainty can be successfully added to standard regression equations for private consumption and investment, showing significantly negative effects of increases in uncertainty; in addition, the impact of uncertainty appears to have increased since the Great Recession.⁹⁰

Box 2

Quantifying the effects of uncertainty shocks on economic activity in the euro area

This box summarises some results from an analysis of the impact of uncertainty shocks on euro area activity using a Bayesian vector autoregressive (BVAR) model. One problem with structural VAR models is that only a limited number of endogenous variables can be included; this raises the possibility that the estimated impact of an uncertainty shock might, at least partly, reflect

⁸⁶ See, for instance, Bijsterbosch, M. and Guérin, P., "Characterizing very high uncertainty episodes", *Economics Letters*, Vol. 121, No 2, 2013, pp. 239-243; Carriero, A., Mumtaz, H., Theodoridis, K. and Theophilopoulou, A., "The impact of uncertainty shocks under measurement error: a proxy SVAR approach", *Journey of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, No 6, 2015, pp. 1223-1238; and Popescu, A. and Smets, F.R., op. cit. For the euro area, see Gieseck, A. and Largent, Y., op. cit.

⁸⁷ See Bloom, N. (2009), op. cit.

⁸⁸ See Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., op. cit., who use a measure of uncertainty derived from a stochastic volatility model; Jo, S. and Sekkel, R., "Macroeconomic uncertainty through the lens of professional forecasters", Bank of Canada, *Staff Working Paper*, No 2016-5, 2016, who exploit forecast errors as measure of uncertainty; Bachmann, R., Elstner, S. and Sims, E.R., op. cit., who use survey data; and Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., op. cit., who use newspaper articles as a measure of uncertainty.

⁸⁹ See, for example, Ferrara, L. and Guérin, P., "What are the macroeconomic effects of high-frequency uncertainty shocks?", Université de Paris Ouest, *Working Paper* 2015-12, 2015; and Caggiano, G., Castelnuovo, E. and Grosenhenry, N., "Uncertainty shocks and unemployment dynamics in U.S. recessions", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 67, 2014, pp. 78-92.

⁹⁰ See Balta, N., Valdes Fernandez, I. and Ruscher, E., "Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment", European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 12, No 2, 2013, pp. 7-16.

the impact of shocks to other variables not included in the model. However, using Bayesian estimation methods, it is possible to specify VAR models which include a much larger number of endogenous variables and which thus may help to better distinguish the impact of uncertainty shocks from that of other variables. The model discussed in this box includes twenty-one macroeconomic variables, including real GDP and its expenditure components, some nominal variables and a number of important cyclical driving factors.⁹¹ The composite indicator of macroeconomic uncertainty shown in Box 1 is used as a proxy for macroeconomic uncertainty in the euro area. The model is estimated over the period from the first quarter of 1987 to the second quarter of 2016 using quarterly data, with four lags.⁹² The model is then used to simulate the dynamic effects of an adverse macroeconomic uncertainty shock⁹³ on the euro area economy.

The generalised impulse response functions show that temporary uncertainty shocks have strong adverse impacts on economic activity in the euro area (see Chart A). Following an increase in uncertainty by one standard deviation, real GDP growth is dampened for up to three quarters. The biggest impact is observed in the second quarter after the shock, and the total impact on real GDP is estimated to amount to around 0.3 percentage point. Among the components of expenditure, and in line with theory, real investment growth is found to be significantly more affected than real private consumption growth.⁹⁴ The adverse impact on employment growth appears to be somewhat weaker in total, albeit more persistent. It is interesting to note that this model shows some (albeit hardly significant) overshooting of real GDP growth after the initial adverse shock, consistent with the real option value strand of the economic literature.⁹⁵

⁹¹ These macroeconomic variables are: macroeconomic uncertainty, real GDP, real private consumption, total employment, real imports, real exports, real investment, real government consumption, world demand, oil prices, commodity prices (excluding energy), the USD/EUR exchange rate, EURO STOXX 50 index, the long-term interest rate, the savings rate, compensation per employee, HICP (excluding energy), consumer confidence, manufacturing confidence, construction confidence, and the short-term interest rate.

⁹² The large BVAR methodology and the priors used in this analysis are described in Banbura, M., Giannone, D., and Reichlin, L., "Large Bayesian vector auto regressions", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 25, No 1, 2010, pp. 71-92. A Cholesky decomposition is applied on the variance-covariance matrix of the residuals in order to estimate the shock elasticities.

⁹³ The shock corresponds to a positive one standard deviation shock to macroeconomic uncertainty. The responses of the macroeconomic variables are estimated using a variant of the generalised impulse response function (GIRF) methodology described in Koop, G., Pesaran, M.H. and Potter, S.M., "Impulse response analysis in nonlinear multivariate models", *Journal of Econometrics*, Vol. 74, No 1, 1996, pp. 119-147.

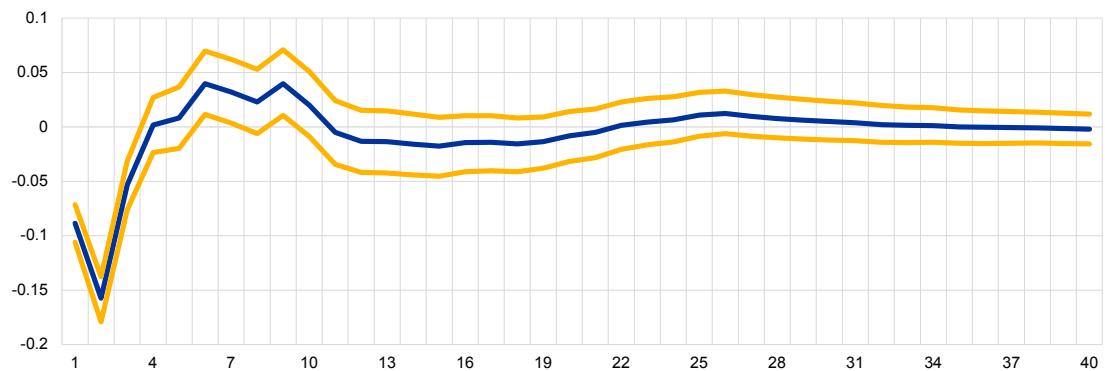
⁹⁴ These results are comparable to those found by Bonciani, D. and van Roye, B., op. cit. based on a small Bayesian VAR model and using implied stock market volatility as a proxy for uncertainty.

⁹⁵ For a similar finding in the case of an adverse, temporary shock on investment in Germany and France, see Bundesbank, op. cit.

Chart A

Responses of real GDP growth following a temporary shock on macroeconomic uncertainty

(percentage point)



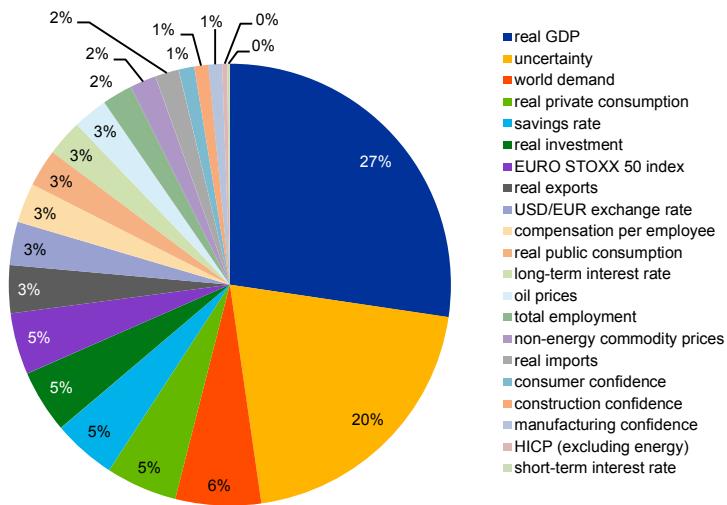
Source: ECB calculations.

Note: The blue line denotes the median response of real GDP growth and the yellow lines denote the 95% one standard deviation confidence bands.

Uncertainty shocks appear to contribute significantly to real GDP growth fluctuations in the euro area. To assess the quantitative importance of uncertainty shocks for macroeconomic fluctuations, Chart B reports the forecast error variance decomposition for real GDP growth.⁹⁶ On average over the whole forecast horizon (forty quarters), macroeconomic uncertainty is estimated to have contributed significantly to real GDP growth fluctuations in the euro area, second only to the lagged contribution of past real GDP growth.⁹⁷

Chart B

Average shock contribution to euro area real GDP fluctuations



Source: ECB calculations.

Notes: The chart depicts the average shock contribution to real GDP fluctuations (in percentages), computed from a forecast error variance decomposition performed over a horizon of forty quarters. The composite indicator of macroeconomic uncertainty presented in Box 1 has been used as a proxy for uncertainty. The legend (on the right) displays the nature of the shocks according to their level of contribution.

⁹⁶ The forecast error variance decomposition denotes the proportion of the h-step ahead forecast error variance of an endogenous variable which is accounted for by each estimated structural shock.

⁹⁷ Jurado, K., Ludvigson, S.C., and Ng, S., op. cit., show similar contributions of macroeconomic uncertainty for real GDP growth dynamics in the United States.

Further analysis of the transmission of uncertainty shocks to activity is warranted. The results presented above are robust to various tests, including different ordering of variables within the system and using other priors that have been applied in large BVAR models. One particular problem with large BVAR models is that they make it increasingly difficult to apply identification schemes – other than the standard Cholesky decomposition – which allow theory-based restrictions to be imposed. In addition, the inclusion of further variables into the system could further help to disentangle the impact of uncertainty shocks. These variables could include indicators on financial frictions and liquidity constraints.

5 Conclusion

While difficult to observe and quantify, there is some evidence that increases in uncertainty can adversely impact the economy. The economic literature offers many different ways to measure uncertainty, and in combining these approaches and the various data sources it might be possible to achieve a useful composite indicator of uncertainty for the euro area.

Given its potential role as a driver of business cycles in the euro area, it is important to construct and monitor indicators of uncertainty, for forecasters and policymakers alike. An assessment of the current level of uncertainty and an assumption about expected uncertainty during the projection horizon is imperative for any projection, and scenario analysis capturing the estimated impact of possible uncertainty shocks can serve as an indication of the risks surrounding projections. For policymakers, in times of heightened uncertainty, optimal policies might include measures aimed at reducing this uncertainty and mitigating its impact.

6

Looking back at OTC derivative reforms – objectives, progress and gaps

At the Pittsburgh summit in 2009, G20 leaders pledged to reform over-the-counter derivatives markets to improve their transparency, prevent market abuse and reduce systemic risks. Focusing on Europe, this article recalls the objectives of the Pittsburgh reforms, reviews the progress made since their adoption, in particular with regard to trade reporting and central clearing, and identifies remaining gaps and issues for policymakers. The latter relate mainly to: (i) the resilience, recovery and resolution of central counterparties, given their growing systemic importance as a result of the reforms; (ii) the need to strengthen the stability of derivatives markets; and (iii) the still insufficient data quality and transparency of OTC derivative transactions, despite the considerable progress already made.

1 Introduction: the Pittsburgh reforms of OTC derivatives

Owing to their size, inherent risks and lack of transparency, global over-the-counter (OTC) derivatives markets came into the focus of policymakers after the crisis. As at end-2008, they had reached USD 598 trillion (EUR 430 trillion) measured by notional value and USD 35 trillion (EUR 25 trillion) by gross market value (see Chart 1). In response to the global financial crisis, G20 leaders pledged at the Pittsburgh summit in September 2009 to reform OTC derivatives markets to improve their transparency, prevent market abuse and reduce systemic risks. Seven years later, it is apt to review the progress in implementing the Pittsburgh commitment at the global and in particular the European level and the remaining gaps.

A derivative is a contract which “derives” its value from an asset or a reference price and is used for hedging or speculative purposes. The most basic types of derivative are forwards, options and swaps.⁹⁸ In terms of underlying asset classes, commodity, equity, foreign exchange, credit and interest rate derivatives can be distinguished, with the latter being by far the largest class, both in terms of notional principal and gross market value (see Chart 1). Derivative contracts can either be traded on a regulated exchange or a trading platform (“exchange-traded derivatives”, or ETDs, which are usually highly standardised) or agreed over the counter, i.e. bilaterally between counterparties on tailor-made terms. Derivatives are not necessarily as dangerous as some have suggested – perhaps most notably Warren Buffet who in 2002 called credit default swaps “financial weapons of mass destruction”.⁹⁹ They do, however, create counterparty risk and have a higher

⁹⁸ Forwards are agreements between two parties whereby the seller/buyer has the obligation to deliver/pay for an asset at a fixed price at an agreed future date. Futures are standardised forwards. Options are contracts that give the buyer the right but not the obligation to buy or sell an asset at a fixed price in the future. Swaps involve an obligation to exchange future cash flows over an agreed term, e.g. a set of cash flows based on a fixed interest rate for those based on a floating rate.

⁹⁹ See Helen Simon's article in Investopedia, entitled [“Are derivatives a disaster waiting to happen?”](#)

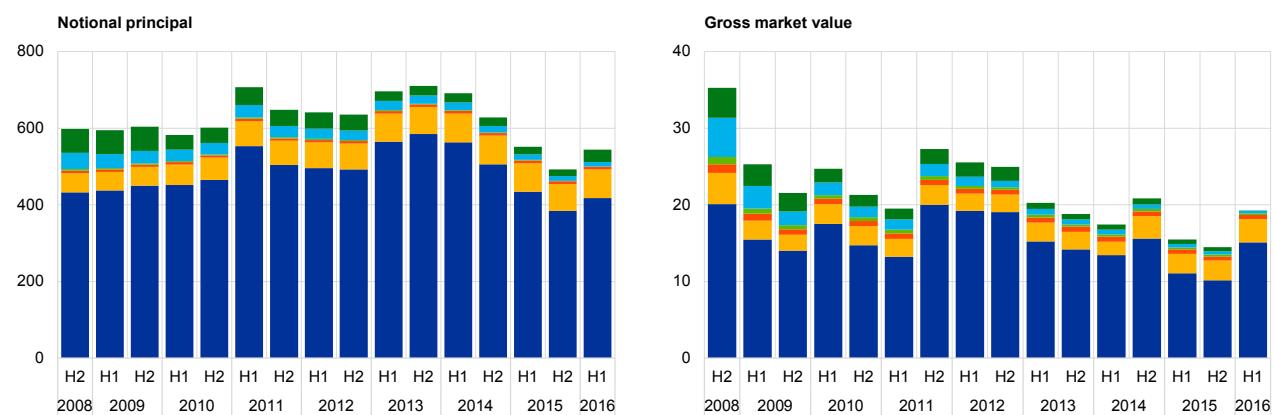
leverage than other financial instruments, due to their gearing effect that can magnify gains and losses.

Derivatives and especially credit default swaps (CDS) were a main factor behind the problems of Lehman Brothers and AIG. It is therefore not a coincidence that in November 2008, two months after the collapse of Lehman Brothers, the Washington G20 summit listed “increasingly complex and opaque financial products, and consequent excessive leverage” as one of the root causes of the global financial crisis. Supervisors and regulators were therefore asked to “speed efforts to reduce the systemic risks of CDS and over-the-counter (OTC) derivatives transactions and expand OTC derivatives market transparency”.¹⁰⁰ The latter was even a high-priority action to be completed prior to 31 March 2009.

Chart 1
Global OTC derivatives markets

(USD trillions; half-year data)

- interest rate derivatives
- FX derivatives
- equity derivatives
- commodity derivatives
- CDS
- unallocated



Source: Bank for International Settlements (BIS) semi-annual OTC derivatives survey data.

At the Pittsburgh summit in September 2009, G20 leaders committed to increase the resilience and transparency of OTC derivatives markets. In the Leader’s Statement, they called on the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors “to reach agreement on an international framework of reform in the following critical areas”, including:

“Improving over-the-counter derivatives markets: All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties¹⁰¹ by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally

¹⁰⁰ Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, Group of Twenty (G20), 2008, p. 1, and Action Plan, p. 3, respectively.

¹⁰¹ The part of the OTC derivatives market served by central counterparties performed better during the crisis due to their stronger risk management and higher transparency of members’ exposures.

cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse.”¹⁰²

There have rarely been so few lines that have kept so many busy for so long, as those of the Pittsburgh commitment on OTC derivatives. The implementation of this mandate resulted in an unprecedented wave of new standards and regulations, and led to extensive industry adaptations, both at the global level and in individual jurisdictions, with the ultimate aim of improving transparency, avoiding market abuse and reducing systemic risks of OTC derivatives markets.

This article focuses on assessing the current situation in the European Union (EU) against the original objectives of the Pittsburgh agenda. It takes stock of the progress made and identifies remaining gaps with regard to the five elements of the bold Pittsburgh reform agenda¹⁰³:

- reporting all OTC derivative contracts to trade repositories;
- bringing all standardised OTC derivative contracts on exchange; and
- clearing them through central counterparties;
- introducing higher capital requirements for non-centrally cleared contracts;
- regularly assessing whether those four measures are sufficient to “improve market transparency, mitigate systemic risk, and protect against market abuse”.

Central counterparties (CCPs) and trade repositories (TRs) are financial market infrastructures (FMIs) that have become more prominent with respect to OTC derivatives markets as a result of the Pittsburgh reforms. A CCP interposes itself between the two parties of a securities or derivative trade, becoming the buyer to the seller and vice versa, and taking on the counterparty credit risk (i.e. the risk that one party to the contract defaults).¹⁰⁴ Through this process, as well as through multilateral netting (see Figure 1), the CCP reduces overall credit and liquidity risk and replaces bilateral exposures by a centralised network of exposures between clearing members and the CCP. While the CCP removes members’ counterparty risk towards each other, the members are – in addition to their principal positions – exposed to the CCP through their margin payments and contributions to the default fund, which the CCP might use as part of its waterfall of resources if other members default (Figure 2). The risk management tools of a CCP include “initial margin” (a

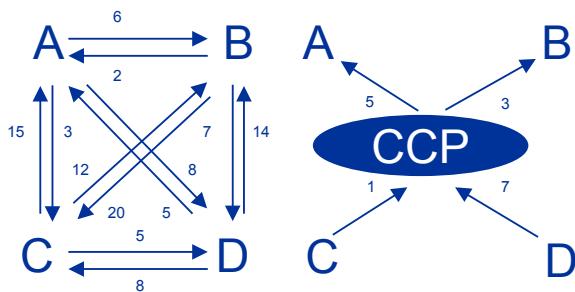
¹⁰² Leaders' Statement – The Pittsburgh Summit, G20, 2009, pp. 8-9.

¹⁰³ The G20 summits in Cannes (November 2011) and St. Petersburg (September 2013) added additional aspects to the OTC derivative reform agenda, notably margining requirements for non-centrally cleared derivatives in the case of the former, and the agreement that jurisdictions should defer to the CCP rules of other jurisdictions in the case of the latter, but the gist of the agenda stems from Pittsburgh.

¹⁰⁴ For more detailed explanations of the functioning of CCPs, see for example the webpages of the Deutsche Bundesbank on [oversight of central counterparties](#); “OTC derivatives: new rules, new actors, new risks”, *Financial Stability Review*, No 17, Banque de France, 2013; and Nixon, D. and Rehlon, A., “Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2 2013.

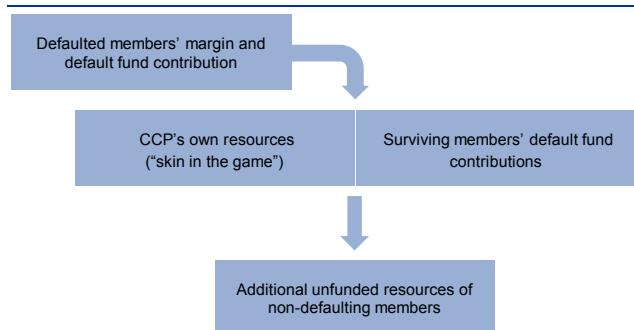
pre-set amount of collateral posted to the CCP), “variation margin” (payments that become due as a result of changes in market prices) and haircuts applied to collateral. A trade repository is a centralised electronic registry for storing details of individual derivative trades, both cleared and non-cleared (see Section 3.1).

Figure 1
Multilateral netting of CCPs



Source: ECB.
Note: CCP calculates and records net obligations from trades (“multilateral netting”).

Figure 2
Waterfall of financial resources if a clearing member defaults on its obligations



Source: ECB.

The remainder of this article is organised as follows: Section 2 describes the Principles for financial market infrastructures (PFMIs), a key set of global standards influenced by the Pittsburgh commitment as regards CCPs and TRs, and other global guidance and ongoing reform work. Section 3 reviews where Europe stands with regard to the reporting obligation, the clearing obligation and the other elements of the Pittsburgh reforms, which were to a large extent implemented via the European Market Infrastructure Regulation. Section 4 identifies remaining gaps and issues for further reform, in particular in relation to making CCPs more resilient and easier to recover and resolve, strengthening the stability of derivatives markets, and further improving the transparency of OTC derivatives markets. Section 5 concludes.

2 Global guidance

2.1 Global standards

As part of a wider regulatory response to the crisis, enhanced standards for FMI^s have been adopted around the globe. On a global level, these include notably the Principles for financial market infrastructures of the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)¹⁰⁵ and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). In February 2010, the CPSS and IOSCO launched a comprehensive review of three existing sets of standards for systemically important payment systems, securities settlement systems and CCPs, “in support of

¹⁰⁵ The former CPSS was renamed the Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) in September 2014 and is currently chaired by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB. See the [BIS website](#) for an overview of the role and work of the CPMI.

the FSB's broader efforts to strengthen core financial infrastructures and markets by ensuring that gaps in international standards are identified and addressed"¹⁰⁶. The ECB and some Eurosystem central banks were closely involved in this review and the definition of the PFMIs.

Published in April 2012, the PFMIs took the lessons learnt from the financial crisis into account. This applies in particular to the need to mitigate risks arising from centrally cleared OTC derivatives. Six out of the 24 principles specifically address CCPs (Principles 4, 6, 7, 13, 14 and 20). TRs are also mentioned, and under "Access to FMIs", the introduction makes explicit reference to the Pittsburgh reform agenda: "Access to CCPs in particular is even more important in light of the 2009 G20 commitment to centrally clear all standardised OTC derivatives by the end of 2012."¹⁰⁷

Inter alia, the PFMIs set strong risk management standards for CCPs, and for the first time also create a framework for TRs.¹⁰⁸ To increase the resilience of CCPs, the Principles set stronger requirements for CCPs' credit and liquidity risk management, as well as their investment and custody risk management. For example, CCPs need to cover credit exposures to their members for all products through an effective margin system that is risk-based and regularly reviewed and tested (Principle 6), and to maintain financial resources sufficient to cover the default of the largest member (or in the case of globally active CCPs the two largest members) in extreme but plausible market conditions (Principle 4). The PFMIs also outline responsibilities for central banks, market regulators and other relevant authorities responsible for FMIs in implementing the standards ("Responsibilities A to E"). Although the Principles are not legally binding, all Financial Stability Board (FSB), IOSCO and CPMI member jurisdictions have committed to implement them and the CPMI and IOSCO are monitoring progress in this respect.

Under "Responsibility D" of the PFMIs, relevant authorities are asked to adopt and apply the Principles consistently. In Europe, the PFMIs were implemented by the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), which entered into force in August 2012 and for the first time introduced a common EU regulatory and supervisory framework for CCPs and TRs (for the latter, see Section 3.3.1).¹⁰⁹ In June 2013, the Governing Council of the ECB adopted the PFMIs as Eurosystem oversight standards for all FMIs in the euro area under Eurosystem responsibility.

2.2 Ongoing global reform work

The FSB has been tasked with regularly assessing the implementation of the Pittsburgh reform agenda. The FSB progress reports on the implementation of

¹⁰⁶ [Principles for financial market infrastructures](#), CPSS-IOSCO, 2012, p. 6.

¹⁰⁷ Ibid, p. 15.

¹⁰⁸ The PFMIs also cover other types of FMI such as payment systems and central securities depositories.

¹⁰⁹ In this article, the focus is on the process, not the content of EMIR. It should be noted that the CPMI and IOSCO did not find EMIR to be fully compliant with the PFMIs.

OTC derivative reforms, the latest of which was published in August 2016¹¹⁰, provide a good overview of the numerous ongoing global workstreams triggered by Pittsburgh. Beyond the PFMs, these include other relevant work and guidance by the CPMI and IOSCO, the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and the FSB itself. The reform activities, many of which are also pursued at national level, range from trading-related aspects, capital and margin requirements for non-centrally cleared derivatives, central clearing and trade reporting, to cross-border issues, which also mainly relate to CCPs and TRs.

The Eurosystem is involved in several global workstreams stemming from Pittsburgh. These include in particular the work on CCP resilience, recovery and resolution, which became crucial due to the increased concentration of business and risk within CCPs resulting from the clearing mandate (see Section 4.1). Other international workstreams, to which the ECB and some Eurosystem central banks contribute, relate for example to the Legal Entity Identifier (LEI), the removal of legal barriers to trade reporting and access to TR-held data¹¹¹, as well as to the harmonisation and aggregation of OTC derivatives data (see Box 1).

Box 1

Global work on harmonising and aggregating OTC derivatives data

Data reported to TRs on OTC derivatives need to be harmonised to better serve global data aggregation. Global aggregation of the data reported to TRs helps authorities to obtain a comprehensive view of the OTC derivatives market, thereby facilitating authorities' understanding of global exposures of large financial institutions operating in more than one jurisdiction. In September 2014, the FSB published a feasibility study on options to produce and share global aggregated OTC derivatives TR data. This "Aggregation Feasibility Study"¹¹² concluded that "it is critical for any aggregation option that the work on standardisation and harmonisation of important data elements be completed, including in particular through the global introduction of the LEI, and the creation of a Unique Transaction Identifier (UTI) and Unique Product Identifier (UPI)". The FSB asked the CPMI and IOSCO to develop global guidance on the harmonisation of data elements reported to TRs as a prerequisite for data aggregation by authorities. In November 2014, the CPMI and IOSCO established a joint working group for the harmonisation of key OTC derivatives data elements (Harmonisation Group, HG) with a mandate to develop guidance regarding the definition, format and usage of the UTI, the UPI and other critical OTC derivatives data elements (CDEs). The HG is co-chaired by representatives of the ECB and the US Commodity Futures Trading Commission.

Global work on harmonising the structure, content and format of reported data elements is in progress and expected to be finalised by end-2017. The HG published a consultative report on the UTI in August 2015¹¹³, two consultative reports on the UPI (December 2015 and August

¹¹⁰ See [OTC Derivatives Market Reforms – Eleventh Progress Report on Implementation](#), FSB, 2016.

¹¹¹ In several jurisdictions, effective access to the details of OTC derivative transactions is restricted by data protection laws, bank secrecy laws and indemnification clauses. See [Thematic Review on OTC Derivatives Trade Reporting](#), FSB, 2015.

¹¹² [Feasibility study on approaches to aggregate OTC derivatives data](#), FSB, 2014.

¹¹³ [Consultative report – Harmonisation of the Unique Transaction Identifier](#), CPMI-IOSCO, 2015.

2016)¹¹⁴ and, so far, two consultative reports on the CDEs (September 2015 and October 2016)¹¹⁵. In addition, the HG held workshops involving industry stakeholders to discuss the harmonisation of these data elements. The target date for publishing the final UTI technical guidance to authorities is December 2016.¹¹⁶ It is intended to provide guidance *inter alia* on the circumstances in which a UTI is required, which entities should be responsible for generating UTIs, and the UTI's structure and format. As regards the UPI technical guidance, special attention is given to the mapping of the UPI code to the UPI reference data, which contain the bulk of the information about the products and their underlying assets or instruments. The target date for publishing the final UPI technical guidance to authorities is mid-2017. The CDE technical guidance work has been focusing on the identification and harmonisation of data elements other than the UTI and UPI that are critical for reporting and for effective global aggregation. In total, some 80 CDEs are being worked on. An important aspect of the CDE harmonisation work is to make use of existing industry standards, in particular the ISO 20022 standard, whenever possible. The aim is to publish the final CDE technical guidance to authorities by end-2017.

In addition to technical guidance to authorities, work is also ongoing on the governance of the critical data elements. The HG is developing a governance framework for the CDEs. A dedicated FSB working group was established in March 2016 to elaborate governance frameworks for the UTI and UPI (the 'GUUG'). The GUUG has already established criteria for and functions to be performed by the UTI and UPI governance frameworks, and aims to publish a consultative report on the UTI governance arrangement soon after the publication of the UTI technical guidance. As regards the UPI, the GUUG aims to finalise its work and make recommendations to the FSB after completion of the work of the HG on the UPI, i.e. currently scheduled towards the end of 2017.

However, further steps will be needed to facilitate global aggregation. Implementation of the technical guidance on uniform global identifiers, i.e. the UTI, UPI and other CDEs, the definition of efficient and effective governance arrangements as well as the adoption of the LEI are important steps towards, and prerequisites for, creating a global data aggregation mechanism and ensuring that OTC derivatives data can be adequately aggregated. The ECB expects that internationally coordinated work will start in 2017 to develop and implement an efficient and effective mechanism for global data aggregation.

3 Review of the situation and progress in Europe

In Europe, a large part of the Pittsburgh reform initiative was formalised in 2012 in the European Market Infrastructure Regulation (EMIR). Formally known as "Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories"¹¹⁷,

¹¹⁴ Consultative report – Harmonisation of the Unique Product Identifier, CPMI-IOSCO, 2015, and Second consultative report – Harmonisation of the Unique Product Identifier, CPMI-IOSCO, 2016.

¹¹⁵ Consultative report – Harmonisation of key OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – first batch, CPMI-IOSCO, 2015, and Consultative report – Harmonisation of critical OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – second batch, CPMI-IOSCO, 2016.

¹¹⁶ The cut-off date for data and sources used in this article was 2 December 2016.

¹¹⁷ See the Regulation published in the Official Journal of the European Union on 27 July 2012.

EMIR for the first time set regulatory and supervisory standards in the EU for CCPs and TRs, which have been further detailed in regulatory technical standards (RTS). While Recital 5 of EMIR refers to the Pittsburgh agreement, there was an even stronger link to the financial crisis and the G20 commitment in the press release of 15 September 2010 accompanying the European Commission's draft proposal:

“As part of its ongoing work in creating a sounder financial system, the European Commission has tabled today a proposal for a regulation aimed at bringing more safety and more transparency to the over-the-counter (OTC) derivatives market. [...] The near-collapse of Bear Sterns in March 2008, the default of Lehman Brothers on 15 September 2008 and the bail-out of AIG the following day started to highlight the shortcomings in the functioning of the OTC derivatives market, where 80% of derivatives are traded. [...] The Commission’s proposal, fully in line with the EU’s G20 commitments and the approach adopted by the United States, now passes to the European Parliament and the EU Member States for consideration.”¹¹⁸

3.1 Where Europe stands with regard to the reporting obligation

EMIR introduces the mandatory reporting of all derivative contracts to TRs, which started in February 2014. This “reporting obligation” applies to both OTC and exchange-traded derivatives in all five main asset classes, i.e. commodity, equity, foreign exchange, credit and interest rate derivatives. Trades cleared via CCPs are also included. For each derivative transaction around 85 data fields have to be reported, which are divided into two groups: the first group contains information on the counterparties involved, which usually remain static over the life cycle of a trade; the second group provides details on the characteristics of the contract, such as the type of derivative, the underlying, the price, the amount outstanding, the execution and clearing venue of the contract, the valuation, the collateral and life-cycle events (e.g. compression, cancellation, termination). Some of these characteristics, notably price or life-cycle events, change over the life cycle of a derivative trade.

According to EMIR, all EU-located counterparties to a derivative contract must report the contract details to a TR authorised by the European Securities and Markets Authority (ESMA). Pursuant to EMIR Articles 55 and 77, TRs to which the contracts are reported need to be registered with, or in the case of third-country TRs, recognised by ESMA. Currently there are six TRs authorised by ESMA, which are CME, DDRL¹¹⁹, ICE, KDPW, Regis-TR and UnaVista.¹²⁰ Together they provide daily derivatives data to over 60 authorities in the EU, which in accordance with their mandate have access to the respective data of their jurisdiction. Only the European

¹¹⁸ [Making derivatives markets in Europe safer and more transparent](#), European Commission, 2010.

¹¹⁹ The DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), sometimes also just referred to as DTCC, is a London subsidiary of DTCC Global Trade Repository (GTR).

¹²⁰ See [List of registered trade repositories](#), ESMA.

Systemic Risk Board (ESRB) and ESMA have access to the full EU-wide dataset.¹²¹ ESMA also directly supervises the TRs and can impose sanctions in case of non-compliance with EMIR requirements. In March 2016, ESMA took for the first time such an enforcement action against a TR registered in the EU.¹²²

One characteristic of EMIR reporting is the “double-reporting obligation”.¹²³

Unlike the single-sided reporting under the US regime, under EMIR both counterparties to a derivative transaction have to report it, if they are located in the EU. As there are multiple TRs in the EU, trades are often reported to two different TRs. Hence, any data aggregation requires the reconciliation of the information on the two sides of a trade within and across TRs. This reconciliation relies in principle on the use of the UTI, but its definition is still under development at the global level (see Box 1).

In addition to the mandatory reporting of transaction-level data, EMIR also requires TRs to publish aggregated figures. On their websites the TRs publish the number of trades, their notional and market value, and other indicators. Due to the double-reporting regime, the transactions are divided into dual-sided and single-sided trades, depending on whether the other leg of the transaction is reported to the same TR or not. The public TR data are characterised by structural breaks, related to differences and changes in reporting or incorrectly submitted trades. Despite these open issues (see also Section 4.3), within certain limits the EMIR data allow some conclusions to be drawn on the characteristics of the European derivatives market (see Box 2). In line with the CPMI-IOSCO public disclosure framework, European CCPs also publish a wide range of quantitative data, e.g. related to credit and liquidity risk, margin and collateral.¹²⁴

Box 2

Characteristics of the European derivatives market based on EMIR data

The size of the European OTC derivatives market in terms of notional outstanding was around EUR 460 trillion according to the EMIR public data for end-June 2016. By far the largest asset class, reaching 85% of the notional outstanding at end-June, were interest rate swaps (IRS), followed by foreign exchange (FX) derivatives (9%), while credit, commodity and equity-linked derivatives together made up around 6% (see Chart A). These shares are broadly consistent with the semi-annual global OTC derivatives survey of the BIS, on which Chart 1 is based. In absolute terms, however, the notional outstanding values of the EMIR public data and the BIS semi-

¹²¹ See Fache-Rousová, L., Kulmala, K.-M. and Osiewicz, M., “[Reporting of derivatives transactions in Europe –Exploring the potential of EMIR micro data against the challenges of aggregation across six trade repositories](#)”, 2015, for a description of the reporting under EMIR and related issues such as data quality and the methodology for aggregating data across TRs.

¹²² See [ESMA fines DTCC Derivatives Repository Limited €64,000 for data access failures](#), 2016.

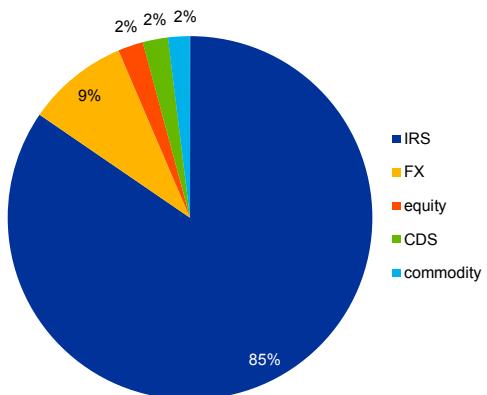
¹²³ When creating the framework for EMIR, ESMA’s rationale for dual-sided reporting was that if both counterparties are required to report their valuations of a derivative position, it allows for a clearer process for discovering pricing mismatches and an easier detection of potential sources of risk. In addition, authorities come to know about a derivative trade even if one counterparty fails to report it.

¹²⁴ The European Association of CCP Clearing Houses (EACH) maintains a [list](#) of these public disclosures.

annual survey (global size of around EUR 490 trillion at end-June 2016¹²⁵) cannot be reconciled, which is explained by the methodological differences of the two datasets.¹²⁶

Chart A European OTC derivatives market by asset class

(percentage of notional amount outstanding on 1 July 2016)



Sources: EMIR public data, published on TRs' websites.

The EMIR data also provide first insights into the structure of the derivatives market in Europe. In the analysis, the focus is on data from three individual TRs connected to European CCPs (see Table 2) authorised to clear the largest asset class IRS. These are Regis-TR, CME and DDRL. In addition to their use in the analysis, data reported to DDRL are particularly interesting given their large and diversified coverage of asset classes. The choice of the TRs for analytical purposes is also dictated by the availability of trade state reports, as opposed to trade activity reports. The former contain all outstanding trades at the end of the day and allow positions to be derived and data to be aggregated. However, trade state reports are currently not mandatory under EMIR and not all TRs provide them.¹²⁷

The analysis of EMIR data shows that for IRS, the share of cleared OTC trades has increased steadily since the introduction of the clearing obligation. Chart B depicts cleared versus non-cleared OTC IRS transactions since January 2015 for two TRs which provide trade state reports, DDRL and Regis-TR. The focus is on the number of trades, as this measure is less prone to outliers or misreporting than notional or market values. The share was stable at around 25% in 2015, while it increased to around 35% in the first three quarters of 2016, i.e. after the entry into force of the first RTS on the clearing obligation in December 2015 (see Section 3.3).

The EMIR data also shed light on the short-term effects of the introduction of the clearing obligation for IRS and of the so-called “frontloading” (see Section 3.3). Chart C depicts the developments in the number and notional values of new cleared trades reported to CME. In the week including the frontloading deadline of 21 May 2016, there is a noticeable one-off increase in the trading volumes, both in terms of notional values and of the number of trades, due to the clearing of the trades outstanding before the frontloading deadline. After the start of the clearing obligation (i.e. for Category 1 counterparties) on 21 June 2016 (see Table 1 below), a significant

¹²⁵ At end-June 2016, the total global notional value stood at USD 544 trillion (USD 1 = EUR 1.1102).

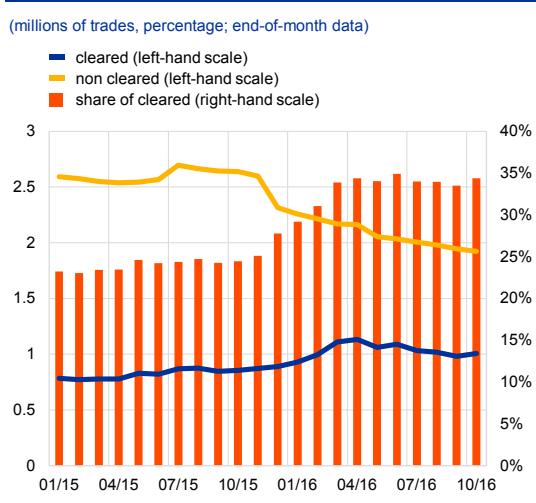
¹²⁶ The BIS surveys a limited set of derivative dealers, which report their aggregate derivative positions on a global consolidated basis. About 70 major derivative dealers from 13 countries participate in the BIS semi-annual survey; despite the limited sample, the semi-annual survey captures a large portion of the global OTC market as the BIS triennial survey, which covers many more institutions (around 400) from many more countries (47), confirms (a comparison between the two BIS surveys suggests that the market share of the semi-annual reporters is about 97% for interest rate and credit derivatives). See Abad et al., “[Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset](#)”, 2016.

¹²⁷ In the future, trade state reports are envisaged to become a mandatory output by TRs. For more details, see ESMA’s consultation paper [Draft technical standards on access to data and aggregation and comparison of data across TR under Article 81 of EMIR](#), 2015.

shift in the level of weekly trading can be observed for all OTC IRS contracts between Category 1 counterparties, which then had to be centrally cleared.

Chart B

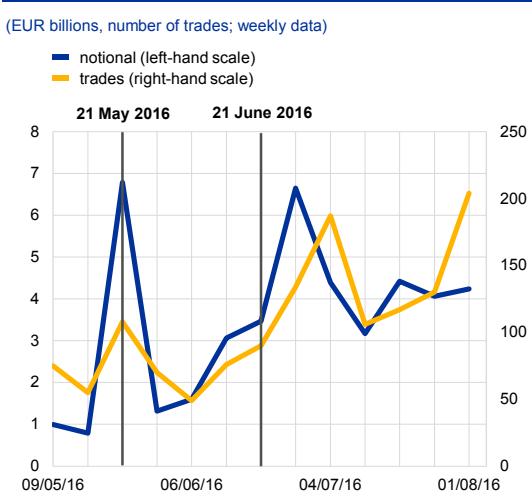
Cleared versus non-cleared outstanding OTC IRS trades for DDRL and Regis-TR



Sources: EMIR data, DDRL and Regis-TR.

Chart C

Number and notional values of cleared OTC IRS trades reported to CME



3.3 Where Europe stands with regard to the clearing obligation

Japan and the United States were the first to implement the clearing obligation agreed on in Pittsburgh for certain OTC derivative contracts. The clearing obligation was first introduced in Japan for yen-denominated IRS and CDS indices in November 2012, and for yen-euro IRS in July 2014. In the United States, where the Pittsburgh agenda was enshrined in the Dodd-Frank Act, the clearing obligation kicked in in March 2013 for a wider range of contracts including IRS, basis swaps and forward rate agreements (FRAs) in any of the most liquid currencies (US dollar, euro, pound sterling and yen), as well as CDS indices and overnight index swaps (OIS) in US dollars, euro and pounds sterling.¹²⁸

In the EU, the phasing-in of the clearing obligation started in June 2016 and will continue until 2018, covering an even wider range of contracts and currencies than in the United States and Japan. ESMA is responsible for proposing which contracts should be subject to the clearing obligation via RTS, which are then approved by the European Commission, Council and Parliament. A first RTS entered into force on 21 December 2015, which mandates the central clearing of fixed-to-float IRS and basis swaps in euro, pounds sterling, yen and US dollars, and of FRAs and OIS in euro, pounds sterling and US dollars. Depending on the type of counterparty, the implementation of the clearing obligation is phased in. It started on 21 June 2016 for CCP clearing members, and on 21 December 2016 for financial counterparties and alternative investment funds that are not clearing members but are above a certain threshold¹²⁹ (see Table 1). For financial counterparties and alternative investment funds below that clearing threshold, and for non-financial counterparties, the obligation will start on 21 June 2017 and 21 December 2018 respectively.¹³⁰ In addition, the European Commission has published a second and third RTS, which entered into force on 9 May and 9 August 2016 and mandate the clearing of certain index CDS in euro (e.g. "iTraxx Europe Main" five-year portfolio CDS) and fixed-to-float IRS and FRAs in Norwegian krone, Polish złoty and Swedish krona. Depending on the type of counterparty, the implementation of these mandates will start on 9 February 2017 and continue until 9 May 2017 for the index CDS, and until 9 July 2019 for the derivative classes in the three non-euro currencies.¹³¹

Under EMIR, there is also an obligation to centrally clear certain contracts that counterparties have entered into with each other before the clearing obligation takes effect ("frontloading"). The frontloading obligation only applies to Category 1 and Category 2 counterparties (see the frontloading dates in Table 1). All contracts

¹²⁸ See Rahman, A., "[Over-the-counter \(OTC\) derivatives, central clearing and financial stability](#)", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3 2015, for an overview of the clearing obligation in the United States, Japan and the EU, and the different types of contracts that are or have the potential to become subject to it.

¹²⁹ The threshold of EUR 8 billion needs to be computed at group level, as the month-end average of the group's outstanding gross notional amount of non-centrally cleared derivatives for January, February and March 2016. A number of exceptions apply, e.g. in the case of non-EU counterparties.

¹³⁰ For more information, see the first [RTS on the clearing obligation](#) published in the Official Journal of the European Union.

¹³¹ See [ESMA's webpages on the clearing obligation](#), and the [second RTS](#) and [third RTS](#).

subject to clearing obligations, frontloaded or not, must be cleared through a CCP only once the clearing obligations take effect. However, counterparties may choose to start clearing these derivatives already during the frontloading period.

Table 1

Timeline for the clearing obligation by counterparty type and asset class

Counterparties	Category number	IRS in G4 currencies	Index CDS	IRS and FRAs in NOK, PLN and SEK
Clearing obligation starting dates				
CCP clearing members	Cat. 1	21/06/2016	09/02/2017	09/02/2017
Other financial counterparties and alternative investment funds above the group-level threshold of non-cleared derivative positions (EUR 8 billion)	Cat. 2	21/12/2016	09/08/2017	09/07/2017
Other financial counterparties and alternative investment funds below the EUR 8 billion threshold	Cat. 3	21/06/2017	09/02/2018	09/02/2018
Other non-financial counterparties	Cat. 4	21/12/2018	09/05/2019	09/07/2019
Frontloading dates				
CCP clearing members	Cat. 1	21/02/2016	09/10/2016	09/10/2016
Other financial counterparties and alternative investment funds above the group-level threshold of non-cleared derivative positions (EUR 8 billion)	Cat. 2	21/05/2016	09/10/2016	09/10/2016

Sources: First, second and third RTS on the clearing obligation (see footnotes 33 and 34).

3.3.1 Supervisory framework for CCPs

Pursuant to EMIR Article 18, supervisory colleges have been established for all CCPs operating in the EU. During the authorisation phase, these CCP colleges have focused on assessing the CCPs' compliance with EMIR. In doing so, the national competent authorities for each CCP have conducted a risk assessment of the extent to which the CCP complies with all the requirements set in EMIR and the accompanying RTS. Based on this assessment, Eurosystem college members in their roles as, inter alia, oversight and central bank of issue (CBI)¹³² representative have been assessing areas such as the CCP's clearing and settlement process, liquidity risk management, stress testing and interoperability arrangements with other CCPs. During its elaborations in the college and when forming its opinion regarding the authorisation of the CCPs, the Eurosystem provided recommendations and induced changes in these key areas, and thus achieved improvements in the ultimate CCP risk management design.

The Eurosystem and the Single Supervisory Mechanism (SSM) are represented in colleges of euro area CCPs and non-euro area CCPs. Two functions of the ECB/Eurosystem participate in the EMIR CCP colleges: the SSM, as the supervisor of the significant clearing members participating in the CCPs (EMIR Article 18.2 (c)); and the Eurosystem, as CBI for the euro, for those CCPs where the euro is one of

¹³² While the oversight function primarily looks at the CCP itself, the CBI function focuses on potential risks for the currency, which may emanate from the CCP's activities. Both functions share the concern for the CCP's systemic implications in view of its central role and limited substitutability in the markets served and its interdependencies with other CCPs and FMs.

the most significant currencies cleared (see Table 2). Pursuant to EMIR Article 18.2 (g) and (h), relevant members of the Eurosystem participate in EMIR colleges in their oversight capacity and as CBI for CCPs where the euro is one of the most relevant currencies cleared, notably – besides euro area CCPs – offshore CCPs which clear a significant share of financial instruments denominated in euro. For the CBI function, the Governing Council decided in December 2012 that, as a general rule, the Eurosystem is represented by the relevant euro area NCBs when the CCP is established within the euro area, and by the ECB for non- euro area CCPs.

Table 2

List of EU CCPs showing Eurosystem CBI college representation and TR connection

Country	CCP	Connected TR
Euro area		
Austria	CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH (CCP.A)	N/A*
France	LCH.Clearnet SA	UnaVista
Germany	Eurex Clearing AG European Commodity Clearing AG (ECC)	Regis-TR Regis-TR
Greece	Athens Exchange Clearing House (Athex Clear)	UnaVista
Italy	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.(CCG)	UnaVista
Netherlands	European Central Counterparty N.V. (EuroCCP) ICE Clear Netherlands B.V.	DDRL ICE
Portugal	OMIClear	DDRL
Spain	BME Clearing	Regis-TR
Non-euro area EU		
Sweden	Nasdaq OMX Clearing AB	Regis-TR
United Kingdom	CME Clearing Europe ICE Clear Europe LCH.Clearnet Limited LME Clear Limited (observer status)	CME ICE UnaVista DDRL

Sources: CCP websites.

* CCP.A no longer clears derivatives; it now mostly clears equities.

In addition, the Eurosystem is – albeit only to a limited extent – involved in the recognition of third-country (i.e. non-EU) CCPs. Pursuant to Article 25.3 (f) of EMIR, ESMA consults the Eurosystem as central bank of issue in cases where the euro is one of the most relevant currencies cleared by the CCP. However, the recognition procedure under EMIR leaves room for improvement, and the ECB sees the review of EMIR as an opportunity to rethink it. In particular, the conditions which ESMA has to consider when taking its recognition decision are limited to matters of regulatory and supervisory equivalence and supervisory cooperation. This may not provide sufficient leeway to ESMA to take into account significant concerns raised by the consulted authorities, where the current conditions for recognition are met.

3.3.2 Capital charges for exposures to non-qualified CCPs

The Basel III framework and its EU implementation via the Capital Requirements Regulation (CRR) grants EU banks lower capital requirements

for their exposures to a qualified CCP (or QCCP), compared with a non-QCCP.

Basel III introduced a capital requirement for the exposures of EU banks and their foreign subsidiaries to a CCP. A CCP gains QCCP status in the EU if it has been authorised (in the case of EU CCPs) or recognised (in the case of non-EU CCPs) under EMIR.¹³³ Foreign CCPs can only be recognised by ESMA if the European Commission has taken a positive equivalence decision on the foreign regulatory regime for CCPs. However, the CRR also includes a transitional provision that allows CCPs not yet authorised/recognised to be treated as QCCPs by EU Member States until a given deadline (re-extended by the European Commission to 15 December 2016), unless they receive EU recognition earlier.¹³⁴ The higher capital charges for exposures to non-QCCPs create incentives for banks to use QCCPs and for CCPs to seek this status if they are not yet authorised or recognised under EMIR. As regards default fund contributions and trade exposures to non-QCCPs, the capital requirement under Basel III is as follows.¹³⁵

- banks must apply a risk weight of 1,250% to their default fund contributions to a non-qualifying CCP;
- banks must apply the standardised approach for credit risk in the main framework, according to the category of the counterparty, to their trade exposure to a non-qualifying CCP.

3.4 Requirements for non-centrally cleared derivatives

EMIR requires counterparties to apply risk mitigation techniques to their non-centrally cleared derivatives, including the exchange of collateral and bilateral margining. Article 11.3 of EMIR specifies that “financial counterparties shall have risk-management procedures that require the timely, accurate and appropriately segregated exchange of collateral with respect to OTC derivative contracts that are entered into on or after 16 August 2012”. The same applies for non-financial counterparties exceeding the clearing threshold.

ESMA, the European Banking Authority (EBA) and the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) have jointly issued an RTS on these risk mitigation techniques. On 4 October 2016, the European Commission adopted a delegated regulation that specifies how margin should be exchanged for OTC derivative contracts that are not cleared by a CCP.¹³⁶ It foresees a staggered implementation, starting with the entities with the largest derivative portfolios. The standard foresees a mandatory exchange of variation margin (VM) and of initial margin (IM) between the two counterparties, to protect against the default of the other counterparty, and to reflect changes in the value of the derivative position.

¹³³ See e.g. Article 301 of the CRR.

¹³⁴ ICE Clear Europe, the last EU CCP not to be authorised under EMIR, had benefited from this extension when it was finally authorised in September 2016.

¹³⁵ Capital requirements for bank exposures to central counterparties, BCBS, 2014, and CRR, Articles 306 to 311.

¹³⁶ See Technical Standard supplementing Regulation (EU) No 648/2012, European Commission, 2016.

Market participants may either use an internal model or standardised margin and haircut schedules to calculate initial margin requirements for their non-centrally cleared derivatives. Currently, standard models for the calculation of initial margin are developed by the industry.¹³⁷ For internal margin models, while VM is based only on past price performance and therefore objective, IM is an estimate of future potential losses based on two parameters: the number of days required to replace or re-hedge positions, known as the “margin period of risk” (MPOR), and the volatility of the underlying asset during the MPOR. The RTS prescribes both parameters: a minimum ten-day MPOR and a 99% confidence interval. The standards also specify the criteria concerning intragroup exemptions from the requirements. In developing these standards, the three European Supervisory Authorities took into account the framework developed by IOSCO and the BCBS for margining requirements for non-centrally cleared derivatives, as well as the BCBS supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions, while also considering the specific features of European financial markets.

The international framework for margin requirements for non-centrally cleared derivatives was finalised in March 2015. The BCBS-IOSCO framework requires market participants either to use an internal model or a standard method to calculate margin requirements for their non-centrally cleared derivatives. It foresees a phased-in implementation, which started in a number of countries on 1 September 2016 with the entities with the largest derivative portfolios.¹³⁸

4 Remaining gaps and issues

Clearly there was a need to act at the time of the Pittsburgh summit, and a lot has been achieved since then in terms of regulatory reforms. At the global level, the 11th progress report of the FSB concludes that “overall, progress continues to be made across the OTC derivatives reform agenda”. Although since the Washington summit delays seem to be characteristic of the implementation of that agenda, in the EU today, legislative frameworks are in place in the areas of trade reporting, central clearing, and capital requirements for non-centrally cleared trades. Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, strictly speaking not a part of the Pittsburgh commitment, are expected to come into force in 2017, and trading requirements for OTC derivatives will enter into force in January 2018.

Work remains to be done to meet the G20 objective of making OTC derivatives markets more transparent and resilient.¹³⁹ The FSB report states that “authorities continue to note a range of implementation challenges, though international

¹³⁷ See, for example, the [Standard Initial Margin Model \(SIMM\)](#) developed by the International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

¹³⁸ See [Margin requirements for non-centrally cleared derivatives](#), BCBS-IOSCO, 2015. Canada, the United States and some other jurisdictions started implementing the new regime on 1 September 2016, while in Europe it is now expected to be phased in from 2017. The main new feature of the framework is the exchange of initial margin (previously only variation margin had been exchanged).

¹³⁹ Benoît Cœuré, ECB Executive Board member, came to the same conclusion in September 2013. See [Four years after Pittsburgh: What has OTC derivatives reform achieved so far](#), speech given at a joint Banque de France, Bank of England and ECB conference on OTC derivative reforms, Paris, 2013.

workstreams that aim to address many of these challenges are underway". In Europe these challenges relate for example to trade reporting (see Section 4.3) as a result of insufficient clarity with respect to reporting, the double-reporting regime and the multiplicity of TRs. A TR is essentially a library and competition among libraries can create unnecessary complications. From this perspective, an aggregator of European TRs with access by all relevant authorities could help overcome some of the current quality and aggregation challenges. Alternatively, the challenges could be addressed by a full European harmonisation of the reporting of OTC derivatives data to TRs and by making such data available to authorities. From an ECB perspective, the lack of progress in meeting the trading requirements globally is also a concern.

With the increasing concentration of risks in CCPs and their growing systemic importance, efforts are needed to ensure that these risks are effectively managed. While CCPs eliminate counterparty risk among their members, their increasing use concentrates systemic risk¹⁴⁰ and increases interlinkages between the CCP, its members and their clients. CCPs are thus becoming "magnets of risk", and increasingly so with the clearing obligation covering more and more derivative products (see Section 3.3). This may create "single points of failure" and "buffer the system against relatively small shocks, at the risk of potentially amplifying larger ones", as some have observed¹⁴¹. Because of this growing systemic importance of CCPs, particularly robust arrangements must be in place to ensure that they prudently manage the increasing risks. Ongoing global and European work on CCP resilience, recovery and resolution (see Section 4.1) addresses these concerns. Additional work is also being undertaken to strengthen the stability of derivatives markets, including a further analysis of the different regulatory requirements affecting CCPs (see Section 4.2).

4.1 Making CCPs more resilient and easier to recover and resolve

In order to ensure that the increased risks of CCPs are prudently managed, they must be subject to strong requirements for resilience, recovery and resolution.¹⁴² In concrete terms, this means that:

- As set out in the PFMIs, CCPs must be sufficiently resilient in the sense that financial resources (including margins, pre-funded default funds, and liquid resources) allow CCPs to withstand with a very high probability clearing member defaults and other extreme but plausible stress events.
- As also set out in the PFMIs and the supplementing CPMI-IOSCO guidance on the recovery of FMIs¹⁴³, CCPs must have recovery plans for market conditions

¹⁴⁰ See also Lieven, H., McGoldrick, P. and Schmiedel, H., "[Central counterparties and systemic risk](#)", *ESRB Macro-prudential Commentaries*, Issue No 6, 2013.

¹⁴¹ See Domanski, D., Gambacorta, L. and Picillo, C., "[Central clearing: trends and current issues](#)", *BIS Quarterly Review*, December 2015, p. 73.

¹⁴² In his speeches, Benoît Cœuré has repeatedly stressed this point; see for example "[Ensuring an adequate loss-absorbing capacity of central counterparties](#)", Chicago, 2015, and "[Central counterparty recovery and resolution](#)", London, 2014.

¹⁴³ [Recovery of financial market infrastructures](#), CPMI-IOSCO, 2014.

which are more severe than “extreme but plausible conditions”. The recovery plans should allow CCPs to address uncovered losses and liquidity shortages comprehensively and without putting an excessive or unpredictable burden on clearing members and other financial institutions, many of whom are likely to be systemically important in their own right.

- Finally, in line with the FSB framework on FMI resolution published in 2014¹⁴⁴, authorities must develop resolution plans for CCPs to ensure that, in cases where the execution of the recovery plan may fail, is likely to fail or could endanger financial stability, the continuity of the CCPs’ critical functions can be ensured with minimal systemic externalities and without using taxpayers’ money.

In April 2015 the FSB, the CPMI, IOSCO and the BCBS agreed on a wide-ranging work plan to further strengthen CCP resilience, recovery planning and resolution. This work plan consists of: (i) an evaluation of existing standards related to CCP resilience and in particular loss-absorption capacity, liquidity and stress testing; (ii) a stock-take of existing CCP recovery mechanisms, including loss allocation tools, and an assessment of the need for more granular standards; (iii) a review of the existing CCP resolution regimes and resolution planning arrangements, and an assessment of the need for more granular standards; and (iv) an analysis of the interdependencies between CCPs and the banks that are their major clearing members, and of potential channels for the transmission of risk.

All workstreams of the global CCP work plan have in the meantime advanced significantly and, with regard to resilience and recovery, the CPMI and IOSCO have published two reports in August 2016.¹⁴⁵ The first report assesses the implementation of the PFMs by ten selected CCPs with respect to financial risk management and recovery practices.¹⁴⁶ It finds that while CCPs have made meaningful progress in implementing the PFMs, some gaps remain and should be promptly addressed, notably in the areas of recovery planning and credit and liquidity risk management. The CPMI and IOSCO intend to follow up on the findings in 2017. The second report is a consultative report, which sets out proposals for more granular guidance on several key aspects of the PFMs, including governance, credit and liquidity stress testing, coverage of financial resources, margin, and a CCP’s contribution of its financial resources to losses.¹⁴⁷ Taking into account the feedback received in the public consultation, the CPMI and IOSCO will finalise its proposals for more granular guidance in these areas by mid-2017.

With regard to resolution, the FSB has issued in August 2016 a discussion note on essential aspects of CCP resolution planning, and specific EU legislation has also been proposed. The FSB note focuses on: (i) the timing of

¹⁴⁴ [Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions](#), FSB, FMI Annex, 2014.

¹⁴⁵ See their press release dated 16 August 2016 “[Reports from CPMI-IOSCO advance regulatory agenda on central counterparties](#)”.

¹⁴⁶ [Implementation monitoring of PFM: Level 3 assessment - Report on the financial risk management and recovery practices of 10 derivatives CCPs](#), CPMI-IOSCO, 2016.

¹⁴⁷ [Resilience and recovery of central counterparties \(CCPs\): Further guidance on the PFM – consultative report](#), CPMI-IOSCO, 2016.

entry into resolution; (ii) the adequacy of financial resources in resolution; (iii) the choice of the appropriate tools to return a CCP to a matched book; (iv) the order for allocating losses in resolution and the application of the “no creditor worse off” (NCWO) safeguard; (v) cross-border cooperation in resolution; and (vi) the overall effects of the resolution strategy on the incentives of the various stakeholders of a CCP.¹⁴⁸ The FSB will publish a proposal for more specific guidance on CCP resolution in early 2017, with the aim of finalising the guidance by the G20 Summit in July 2017. In parallel, the European Commission has issued a legislative proposal on recovery and resolution of EU CCPs, which has been developed and will be further fine-tuned in line with the international work.¹⁴⁹

Work on the identification, quantification and analysis of interdependencies between CCPs and major clearing members and related systemic externalities is also progressing. For this purpose, a joint BCBS, CPMI, FSB and IOSCO study group was established in July 2015. The group has collected data from around 20 CCPs to capture interconnections between CCPs and their direct members, indirect members, investment counterparties, liquidity providers as well as other financial institutions, and will report its findings to the parent committees in early 2017.

While current efforts focus on the full and timely implementation of the CCP work plan, the global standard-setting bodies are already launching work to further improve the robustness of central clearing in the medium term. In particular, in addition to the proposed further guidance on internal stress testing for CCPs, the CPMI and IOSCO have started work on conceptualising a framework for supervisory stress testing of CCPs. The aim of the exercise is to assess the collective response of a set of CCPs to the same stress event. Furthermore, the CPMI and IOSCO are developing criteria and a process for identifying CCPs that are systemically relevant in more than one jurisdiction, with the objective of setting up adequate cooperative arrangements among authorities for all relevant cross-border CCPs. Close cooperation of authorities throughout the potential lifecycle of a CCP – i.e. from ongoing risk management to potential recovery and even resolution – will provide an additional important element in ensuring that the systemic risk externalities of CCPs can be fully identified and effectively addressed.

4.2 Strengthening the stability of derivatives markets

Given the central role of CCPs in the financial system, requirements are in place to not only ensure their microprudential robustness but also strengthen the macroprudential safeguards for central clearing. The PFMIs already require CCPs to adopt countercyclical margin and collateral haircut practices, notably to avoid sudden and steep increases of the respective requirements during an economic downturn. The PFMIs also provide that CCPs with cross-border systemic relevance or a more complex risk profile need to comply with more stringent

¹⁴⁸ [Essential Aspects of CCP Resolution Planning, Discussion Note](#), FSB, 2016.

¹⁴⁹ See the proposal for the [recovery and resolution of CCPs](#) published by the European Commission on 28 November 2016.

requirements for financial resources, in particular by covering with prefunded or liquid financial resources the potential default of the two participants giving rise to the largest aggregate credit or liquidity exposure.¹⁵⁰

Ongoing measures under the CCP work plan will further enhance the macroprudential safeguards for central clearing. For instance, forthcoming CPMI-IOSCO guidance on CCP resilience will strengthen requirements for anti-procyclical behaviour by requiring CCPs to adopt a holistic approach in addressing these issues, using quantitative metrics and considering this aspect during the model validation process. Similarly, more stringent provisions on stress testing will introduce additional prudence in preparing for stressed market conditions. CCP recovery and resolution plans are being developed to ensure that CCPs are able to withstand even extreme market situations in a predictable and orderly fashion. Finally, the work on central clearing interdependencies will play a key role in better understanding how CCPs could propagate financial risks, while progress in cross-border cooperation among authorities will help to devise effective action to address these vulnerabilities. In the medium term, progress in supervisory stress testing, combined with regular global data collections on CCP interdependencies, could support top-down (model-based) stress testing of the central clearing network.

In addition, there could be benefits in enabling macroprudential authorities to introduce requirements for conservative margins and collateral haircuts for OTC derivative transactions to pre-emptively address the build-up of systemic risks, including the build-up of excessive leverage in this growing market segment. In its response to the public consultation on the review of EMIR, the ECB has proposed including minimum floors and time-varying add-ons to haircuts and margins in the macroprudential toolkit.¹⁵¹ This proposal would apply at the transaction level, regardless of whether the concerned trades are centrally cleared or not.

Recent theoretical and empirical evidence supports the introduction of such tools with a broad scope.¹⁵² The recent academic work suggests using a broad scope for a macroprudential framework to be effective.¹⁵³ Furthermore, it is argued that countercyclical tools may be more effective than static tools in addressing the build-up of leverage in the financial system and the procyclicality of margins and haircuts.

The interplay between the various regulatory requirements applied to the central clearing ecosystem also needs to be further assessed. Having resilient clearing members and clients is important for the CCP, and a robust CCP is crucial

¹⁵⁰ As explained in Section 2.1, the PFMIs generally require CCPs to cover the potential default of one member (i.e. the “cover-one requirement”), but the bar is raised to two members for CCPs with cross-border systemic relevance or a more complex risk profile (i.e. the “cover-two requirement”).

¹⁵¹ ECB response to the European Commission’s consultation on the review of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), ECB, 2015.

¹⁵² See Battistini, N., Grill, M., van der Veer, K. and Marmara, P., “A case for macroprudential margins and haircuts”, *Financial Stability Review*, ECB, May 2016.

¹⁵³ Brumm, J., Grill, M., Kubler, F. and Schmedders, K., “Margin regulation and volatility”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 75, 2015.

for the clearing members and their clients. The international workstreams mentioned in Section 4.1 in relation to central clearing interdependencies and multi-CCP supervisory stress testing will provide useful insights into the overall robustness of the central clearing ecosystem. At the same time, further (data-driven) analysis is needed to better understand how the different regulatory – mainly prudential – requirements have been summing up and how they are impacting the incentives for central clearing as well as the traditional ways of providing CCP services (for example, the shift to direct client clearing services).

4.3 Further improving the transparency of derivatives markets

The mandatory reporting of derivative transactions to authorised TRs marks an important step towards more transparency in the traditionally opaque OTC derivatives market. EMIR data have the potential to provide regulators, supervisors and central banks with valuable input for key policy functions such as the microprudential supervision of financial institutions, supervision and oversight of market infrastructures, the design of macroprudential policies and the assessment of systemic risk. The experiences of users show, however, that gaps and shortcomings remain in the EMIR data (see Box 3), despite the progress already made.

Box 3

User experiences and remaining shortcomings of EMIR data

In close collaboration, experts of the ECB and the European Systemic Risk Board (ESRB) are analysing EMIR data.¹⁵⁴ The findings show that the data collected by TRs can indeed provide useful insights into the structure of derivatives markets and the underlying risk exposures of market participants. However, at the same time, the work has highlighted a number of important shortcomings that still need to be addressed.

The biggest remaining shortcoming relates to data quality. Given the complexity of modern financial markets, it is of paramount importance that the data designated to help policymakers in safeguarding financial stability are accurate and meaningful. With this in mind, ESMA has at several points in time introduced validation rules that impose so-called “hard checks” on the data submitted to TRs. Chart A shows that the rules introduced in December 2014 were indeed successful in reducing the number of reports with missing observations for key variables. However, the ESRB/ECB experience has shown that the EMIR data continue to suffer from a number of significant quality problems that remain to be tackled in the future.

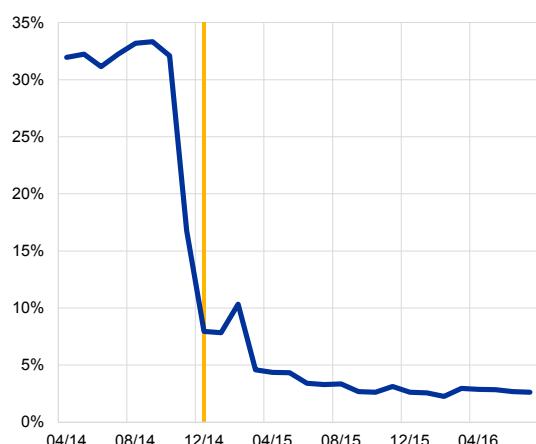
The data quality problems can be grouped into two main categories: the first category includes issues that are due to misreporting by the counterparties or the TRs, whereas the second category includes problems that are caused by a lack of standardisation and harmonisation. One of the main issues detected in the first category is related to the mark-to-market value of the reported contracts: a significant number of outstanding trades do not have an assigned mark-to-market value, despite the fact that most counterparties are required to provide

¹⁵⁴ See, for example, Abad et al., [Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset](#), 2016.

daily updates for this field. An investigation by the ESRB/ECB, in collaboration with TRs, ESMA and national competent authorities, revealed that this issue is mainly due to (i) counterparties failing to submit cancellation messages for cancelled trades, and (ii) TRs failing to incorporate cancellation messages. While this issue can be locally addressed by the authorities analysing the data in an ad hoc fashion by eliminating the relevant observations, it highlights the fact that both TRs and counterparties (including key market players) still have considerable room to improve the underlying procedures, despite EMIR reporting having been in force for more than two years.

Chart A

Percentage of missing observations for selected variables in EMIR trade state reports



Source: ECB calculations based on month-end trade state reports provided by DTCC. See Abad et al., *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset*, 2016, for further details.

Notes: The chart shows the average percentage of missing observations across four variables: beneficiary ID, notional amount, effective date and price multiplier. The yellow vertical line refers to the first introduction in December 2014 of ESMA validation rules for the data reported to TRs.

Regarding the lack of standardisation and harmonisation, a distinction can be made between local issues and global problems. At the European level, key issues relate to the comprehensiveness of the existing RTS/ITS. Under EMIR, counterparties are required to report around 85 variables. Practice has shown that some variables need to be revised. For example, there is a single field for a maturity date, despite the fact that some important derivative contracts such as forward rate agreements and swaptions have two maturity dates. This makes it impossible to meaningfully analyse these contracts under the current reporting regime. Similarly, there is a single field for initial and variation margin, which some analysts perceive as an important shortcoming. The revised RTS on the minimum details of the data to be reported to TRs, which the European Commission adopted on 19 October 2016, are expected to help resolve these issues.¹⁵⁵

Further issues relate to the harmonisation of EMIR data, both across different TRs and across the individual reports by different counterparties. Currently, each of the six TRs authorised by ESMA provides its own set of reports to regulators, which leaves a considerable burden for end-users in terms of data consolidation (e.g. as a result of the non-mandatory provision of trade state reports mentioned in Box 2). The revised RTS/ITS put forward by ESMA on what TRs are supposed to report to authorities¹⁵⁶ will address some of these issues, but they first need to be endorsed by the European Commission.

At the global level, the lack of harmonisation of several data elements¹⁵⁷ does not allow the reporting agents to correctly fulfil their obligations and the authorities to properly aggregate and analyse the data. For example, the interest rate benchmarks pertaining to interest rate swaps are provided in a free-text field under EMIR. Accordingly, the two counterparties involved in a trade often provide slightly different inputs. These shortcomings are likely to be addressed by the CPMI-

¹⁵⁵ See Technical Standard supplementing Regulation (EU) No 648/2012, European Commission, 2016.

¹⁵⁶ See the [Consultation Paper on the review of the technical standards on reporting under Article 9 of EMIR](#), ESMA, 2014.

¹⁵⁷ The lack of harmonisation of these data elements partly also stems from the lack of standardisation of the traded derivative products.

IOSCO work on the UPI, UTI and other data elements (see Box 1). Another key aspect that will benefit from this work is the lack of harmonisation in the way the life-cycle events of a contract are reported. Currently, the difficulties in identifying compression, cancellation and other life-cycle events seriously hamper the ability of authorities to aggregate data and identify the effective notional amount that needs to be counted, while at the same time avoiding double-counting.

5 Conclusion

Since the Pittsburgh commitment, considerable progress has been made in making OTC derivatives markets more transparent and resilient. It took the European Union longer than Japan and the United States to implement the reporting and clearing obligations and the other elements of the Pittsburgh agenda, but – with the exception of trading requirements – all legislative frameworks are now in force.

However, several gaps remain in comparison with the Pittsburgh objectives, and further work will be required to close them. From the perspective of the ECB, the following three gaps remain, which partly have a global dimension, but should mainly be addressed via further reform of the respective parts of the regulatory framework in the EU:

- making CCPs even more resilient and easier to recover and resolve, in particular via a full and timely implementation of the global CCP work plan;
- strengthening the stability of derivatives markets, including through a further analysis of how the various regulatory (prudential) requirements come together and impact the incentives for central clearing;
- further improving the transparency of OTC derivatives markets, in particular by enhancing the data quality and creating effective mechanisms for European and global data aggregation, which are currently missing, but for which the ongoing data harmonisation work is an important prerequisite.

The ECB and the Eurosystem have been active in the post-Pittsburgh reforms and will continue to closely monitor developments in OTC derivatives markets and infrastructures, and to contribute to improving their transparency and resilience.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

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

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

3) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

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 ¹⁾					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 maj	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
jun.	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
jul.	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
avg.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
sep.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
okt.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06

Vir: ECB.

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let	10 let	10 let	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 maj	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
jun.	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
jul.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
avg.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
sep.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
okt.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
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

Vir: ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX											ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1
2016 maj	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6
jun.	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9
jul.	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9
avg.	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5
sep.	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7
okt.	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0
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
													17.689,5

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Ob- restova- ni dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostoj- nim pod- jetnikom in neinkor- poriranim partnerst- vom	Stanovanjska posojila					Ses- tavljeni indeks stroškov izposo- janja										
	Na odpoklic z dobo odpok- lica do 3 mesecev	Vezane				Po začethi fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
		do 2 let	nad 2 leti																						
2015 nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,05	2,31	2,31	2,45	2,62	2,27	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22		
dec.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,40	2,53	2,23	2,61	2,00	2,20	2,20	2,33	2,48	2,19		
2016 jan.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23	2,63	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11		
feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	2,00	2,20	2,23	2,33	2,53	2,23	2,64	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09		
mar.	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,56	2,24	2,65	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02		
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,56	2,23	2,66	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97		
maj	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,56	2,22	2,67	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92		
jun.	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,96	5,87	6,18	2,45	1,81	2,00	1,97	2,02	2,45	2,22	2,68	1,80	1,98	1,86	1,88	2,31	1,90		
jul.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,40	2,22	2,69	1,78	1,90	1,80	1,81	2,24	1,86		
avg.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,40	2,21	2,70	1,77	1,90	1,80	1,81	2,24	1,81		
sep.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,76	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,35	2,20	2,71	1,76	1,88	1,80	1,81	2,28	1,86		
okt. ^(p)	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,17	5,68	6,10	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,43	2,21	2,72	1,75	1,88	1,80	1,81	2,24	1,81		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposo- janja												
	do 2 let	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		
		do 2 let	nad 2 leti			spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta	spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta															
2015 nov.	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13	2,09	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	
dec.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,62	1,98	2,13	2,09	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	
2016 jan.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,11	2,09	3,03	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,11
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,09	2,02	3,03	3,20	3,28	2,76	1,96	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,05
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01	1,99	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01	1,99	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	2,01
maj	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,34	1,60	1,64	1,92	1,88	2,71	2,73	3,07	2,47	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,92
jun.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,67	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90	1,88	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
jul.	0,09	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,80	1,86	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
avg.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,68	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,86	1,86	2,71	2,74	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,87
sep.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,43	1,82	1,86	1,73	1,28	1,61	1,64	1,86	1,82	2,71	2,72	2,65	2,43	1,82	1,86	1,73	1,28	1,61	1,64	1,86
okt. ^(p)	0,08	0,15	0,45	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83	1,81	2,71	2,68	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.273	517	151	.	61	478	65	335	150	37	.	32	82	34
2016 apr.	1.295	519	136	.	78	495	68	355	155	39	.	33	82	46
maj	1.306	530	133	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
jun.	1.287	525	132	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
jul.	1.272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
avg.	1.290	526	141	.	70	484	70	316	138	51	.	24	77	26
sep.	1.301	539	136	.	68	492	65	345	155	40	.	30	85	36
Dolgoročne														
2013	15.114	4.403	3.094	.	920	6.069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15.131	4.045	3.164	.	994	6.285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.236	3.784	3.274	.	1.060	6.481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016 apr.	15.109	3.724	3.138	.	1.067	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
maj	15.218	3.732	3.160	.	1.081	6.611	634	238	59	57	.	26	88	8
jun.	15.218	3.733	3.104	.	1.080	6.663	638	216	73	41	.	14	79	10
jul.	15.178	3.698	3.127	.	1.083	6.629	641	203	55	46	.	10	84	9
avg.	15.167	3.692	3.125	.	1.082	6.628	640	99	32	17	.	3	42	5
sep.	15.194	3.673	3.152	.	1.101	6.630	638	216	52	45	.	29	84	7

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2013	16.369,5	4.886,1	3.218,6	.	986,6	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4		
2014	16.451,0	4.587,9	3.295,1	.	1.052,1	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3		
2015	16.508,7	4.301,2	3.425,6	.	1.120,8	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0		
2016 apr.	16.403,3	4.243,1	3.273,1	.	1.144,4	7.042,5	700,2	6.462,6	505,5	917,8	5.039,4		
maj	16.523,8	4.262,0	3.293,0	.	1.160,6	7.106,5	701,6	6.552,7	491,5	923,5	5.137,6		
jun.	16.504,7	4.258,6	3.235,5	.	1.147,2	7.156,0	707,3	6.210,2	395,0	862,0	4.953,2		
jul.	16.449,7	4.222,3	3.250,8	.	1.154,4	7.115,6	706,6	6.494,8	427,0	874,1	5.193,7		
avg.	16.456,6	4.217,1	3.266,0	.	1.151,9	7.112,0	709,5	6.536,0	444,7	881,4	5.209,9		
sep.	16.494,9	4.212,0	3.288,6	.	1.169,0	7.121,7	703,7	6.592,9	427,5	877,9	5.287,5		
Stopnja rasti													
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2		
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7		
2015	0,2	-6,9	5,3	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6		
2016 apr.	-1,0	-6,8	-0,2	.	3,6	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6		
maj	-0,7	-5,9	-0,6	.	4,7	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6		
jun.	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,7	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6		
jul.	-0,2	-4,7	-1,5	.	4,3	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6		
avg.	0,0	-4,6	-0,1	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6		
sep.	0,0	-3,8	-0,8	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6		

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni 1	Realni CPI 2	Realni PPI 3	Deflator realnega BDP 4	Realni ULCM ²⁾ 5	Realni ULCT 6	Nominalni 7	Realni CPI 8
2013	101,2	98,2	96,7	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8
2015 IV	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3
2016 I	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1
II	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4
III	95,2	90,5	91,5	-	-	-	110,6	90,1
2016 jun.	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3
jul.	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9
avg.	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2
sep.	95,4	90,7	91,6	-	-	-	110,9	90,3
okt.	95,5	90,8	91,4	-	-	-	110,6	90,1
nov.	95,0	90,3	90,6	-	-	-	110,3	89,8
% sprememba glede na predhodni mesec								
2016 nov.	-0,5	-0,6	-0,8	-	-	-	-0,2	-0,3
% sprememba glede na predhodno leto								
2016 nov.	4,2	3,7	2,8	-	-	-	4,1	3,4

Vir: ECB.

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

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan ren- minbi 1	Hrvaška kuna 2	Češka krona 3	Danska krona 4	Madžarski forint 5	Japonski jen 6	Poljski zlot 7	Britan- ski funt 8	Romunski leu 9	Švedska krona 10	Švicarski frank 11	Ameriški dolar 12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 IV	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 I	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
II	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
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
2016 jun.	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
jul.	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
avg.	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
sep.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
okt.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
% sprememba glede na predhodni mesec												
2016 nov.	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,6	2,1	1,9	-2,8	0,4	1,5	-1,2	-2,1
% sprememba glede na predhodno leto												
2016 nov.	8,0	-1,1	0,0	-0,3	-1,1	-11,1	3,3	23,0	1,5	5,8	-0,7	0,6

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj ¹			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto) 8	Ostale naložbe		Rezerve 11	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg 12
	Terjatve 1	Obveznosti 2	Neto 3	Terjatve 4	Obveznosti 5	Terjatve 6	Obveznosti 7		Terjatve 9	Obveznosti 10		
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2015 III	21.708,7	23.017,6	-1.308,9	9.437,3	7.778,0	6.851,3	10.159,9	-45,7	4.821,5	5.079,7	644,2	13.185,1
IV	22.235,2	23.309,6	-1.074,4	9.815,1	8.079,3	7.175,3	10.303,2	-44,6	4.645,1	4.927,1	644,2	13.003,1
2016 I	22.100,0	23.183,1	-1.083,1	9.672,8	7.999,2	7.111,8	10.113,0	-21,8	4.661,9	5.070,9	675,3	13.234,3
II	22.550,0	23.431,9	-881,9	9.710,4	8.031,1	7.432,1	10.147,6	-54,9	4.740,5	5.253,2	721,8	13.331,6
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2016 II	212,6	220,9	-8,3	91,5	75,7	70,1	95,7	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,7
<i>Transakcije</i>												
2015 IV	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016 I	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
II	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
III	191,6	88,2	103,4	63,6	-12,8	124,9	-13,5	1,4	-6,0	114,5	7,7	-
2016 apr.	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
maj	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
jun.	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
jul.	123,1	116,1	7,0	15,6	-6,7	42,0	-16,8	5,8	60,5	139,6	-0,9	-
avg.	117,0	81,2	35,7	60,6	14,1	38,8	4,7	-2,2	18,0	62,5	1,8	-
sep.	-48,5	-109,2	60,6	-12,6	-20,2	44,1	-1,3	-2,3	-84,5	-87,6	6,8	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2016 sep.	932,9	575,8	357,1	385,5	272,7	497,5	-31,3	36,5	-2,1	334,4	15,5	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2016 sep.	8,7	5,4	3,3	3,6	2,6	4,7	-0,3	0,3	0,0	3,1	0,1	-

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾		
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo		Skupaj	Izvoz ¹⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2013	9.932,1	9.602,3	5.561,2	2.094,5	1.947,0	1.000,6	572,4	369,1	-0,4	329,9	4.370,2	4.040,3
2014	10.133,2	9.775,3	5.633,7	2.125,1	1.986,4	1.000,6	598,7	382,2	30,2	357,9	4.532,8	4.174,9
2015	10.455,8	9.981,2	5.744,1	2.163,9	2.063,1	1.018,6	631,8	407,6	10,1	474,6	4.831,6	4.357,1
2015 IV	2.642,9	2.523,7	1.446,8	546,7	525,4	258,0	163,2	102,8	4,8	119,2	1.215,0	1.095,8
2016 I	2.659,3	2.533,0	1.454,2	551,2	526,1	259,5	163,8	102,2	1,5	126,3	1.199,4	1.073,1
II	2.671,6	2.547,1	1.461,1	554,1	533,5	260,2	165,2	107,3	-1,5	124,5	1.212,8	1.088,3
III	2.683,0	2.561,6	1.467,4	558,2	536,0	.	.	.	0,0	121,3	1.216,4	1.095,0
Odstotek BDP												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	-	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtletne spremembe v odstotkih												
2015 IV	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,4	3,3	-1,2	-	-	0,8	1,5
2016 I	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,5	-0,8	-	-	0,2	-0,1
II	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,3	0,7	5,3	-	-	1,2	1,2
III	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	.	.	.	-	-	0,1	0,2
Medletne spremembe v odstotkih												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	-	-	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,4
2015 IV	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,3	5,6	4,8	-	-	5,0	5,9
2016 I	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,0	4,7	0,7	-	-	2,4	3,4
II	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,3	5,2	4,7	-	-	2,5	3,8
III	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	.	.	.	-	-	2,2	2,9
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2015 IV	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	-	-
2016 I	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
II	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-	-
III	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,2	1,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,3	-	-
2015 IV	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,2	-	-
2016 I	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
II	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
III	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	.	.	.	-0,1	-0,2	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2013	8.926,8	155,4	1.740,0	460,5	1.671,6	409,6	445,7	1.035,2	945,2	1.747,8	315,8
2014	9.099,0	149,9	1.777,1	460,8	1.711,5	415,2	461,0	1.044,8	978,6	1.778,6	321,4
2015	9.383,5	150,5	1.883,4	465,9	1.766,3	428,2	460,0	1.062,9	1.022,5	1.816,7	327,1
2015 IV	2.369,7	38,6	474,3	117,9	446,1	108,8	113,4	268,3	260,7	458,8	82,7
2016 I	2.386,0	36,3	478,7	119,9	449,3	109,5	113,9	269,8	262,2	462,3	84,1
II	2.394,9	36,1	477,3	120,4	451,6	110,3	113,2	271,7	265,5	464,7	84,3
III	2.404,7	36,1	479,1	121,1	453,2	110,7	113,0	272,7	266,8	467,5	84,4
Odstotek dodane vrednosti											
2015	100,0	1,6	20,1	5,0	18,8	4,6	4,9	11,3	10,9	19,4	3,5
Verižni obseg (cene preteklega leta)											
Četrtletne spremembe v odstotkih											
2015 IV	0,4	1,2	0,2	1,0	0,5	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	0,5
2016 I	0,5	-0,6	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,7	0,5	0,9
II	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,4	0,2	1,0	0,2	0,1
III	0,3	-0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,5
Medletne spremembe v odstotkih											
2013	-0,1	2,4	-0,7	-3,6	-0,9	1,9	0,4	1,4	0,3	0,2	-0,9
2014	1,2	1,2	2,3	-1,1	1,3	3,3	-1,4	0,6	2,3	0,5	0,2
2015	1,9	-0,7	4,1	-0,2	2,1	2,8	-0,4	0,8	3,0	1,0	0,0
2015 IV	1,8	0,7	3,8	1,0	1,7	2,0	-0,6	0,9	3,0	0,9	0,4
2016 I	1,5	-0,4	1,6	1,2	2,0	2,5	0,3	0,8	2,7	1,0	1,4
II	1,6	0,5	1,2	1,4	2,1	2,7	-0,1	1,0	3,2	1,2	1,8
III	1,6	0,0	0,9	2,4	2,2	2,4	0,8	0,8	2,8	1,3	2,6
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah											
2015 IV	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
2016 I	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
II	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
III	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah											
2013	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
2014	1,2	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2015 IV	1,8	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2016 I	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
II	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1
III	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve			Po gospodarski dejavnosti									
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
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
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
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	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 III	1,0	1,2	-0,1	-1,0	0,3	-0,3	1,1	1,7	-0,5	0,7	3,2	1,0	1,0
IV	1,3	1,5	-0,2	-0,9	0,3	-0,1	1,6	1,8	-0,4	0,5	3,3	1,1	1,6
2016 I	1,4	1,7	-0,3	-0,9	0,6	0,0	1,7	2,6	0,0	1,3	3,4	1,1	1,7
II	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,5	-0,2	2,0	1,9	-0,1	0,4	3,1	1,2	1,7
Opravljene delovne ure													
<i>v odstotkih</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
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	22,0	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
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	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 III	1,2	1,5	0,3	0,0	0,4	0,3	0,8	2,9	-0,7	1,5	3,8	1,3	1,4
IV	1,2	1,5	0,3	0,4	0,1	0,6	1,3	2,2	-0,1	-0,4	3,2	1,1	1,6
2016 I	1,6	2,0	0,3	1,0	1,0	0,5	1,9	3,3	0,5	0,4	4,0	1,1	1,1
II	1,7	1,8	1,1	0,6	1,2	0,1	2,2	2,5	0,8	0,3	3,6	1,1	1,9
Opravljene delovne ure na zaposlenega													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
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	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 III	0,2	0,2	0,4	1,0	0,1	0,5	-0,3	1,2	-0,3	0,9	0,6	0,3	0,4
IV	0,0	-0,1	0,5	1,3	-0,2	0,7	-0,3	0,5	0,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
2016 I	0,2	0,3	0,7	1,9	0,4	0,5	0,2	0,7	0,4	-0,9	0,6	0,0	-0,6
II	0,3	0,2	1,1	0,8	0,6	0,3	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-0,1	0,2

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Zaposleni v milijonih ¹⁾	Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest ²⁾	
			Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾	Po starosti				Po spolu				
			V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4				
2013	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,304	11,9	8,921	12,1	1,4		
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,215	10,4	3,421	23,7	9,932	11,5	8,704	11,8		1,5	
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,150	22,3	9,254	10,7	8,188	11,0		1,5	
2015 IV	161,147	4,5	16,916	10,5	5,4	13,842	9,4	3,074	21,9	8,946	10,3	7,970	10,7		1,6	
2016 I	161,013	4,5	16,640	10,3	5,2	13,628	9,2	3,012	21,5	8,732	10,1	7,909	10,6		1,7	
II	161,849	4,5	16,372	10,1	5,1	13,391	9,1	2,981	21,1	8,506	9,8	7,866	10,5		1,7	
III	.	.	16,172	10,0	.	13,214	8,9	2,958	20,9	8,378	9,6	7,794	10,4		1,6	
2016 maj	-	-	16,352	10,1	-	13,369	9,0	2,983	21,1	8,487	9,8	7,866	10,5		-	
jun.	-	-	16,336	10,1	-	13,362	9,0	2,974	21,0	8,483	9,7	7,853	10,5		-	
jul.	-	-	16,229	10,0	-	13,263	9,0	2,966	21,0	8,410	9,6	7,819	10,4		-	
avg.	-	-	16,200	10,0	-	13,232	8,9	2,968	20,9	8,380	9,6	7,820	10,4		-	
sep.	-	-	16,086	9,9	-	13,147	8,9	2,939	20,7	8,344	9,6	7,742	10,3		-	
okt.	-	-	15,908	9,8	-	12,969	8,8	2,939	20,7	8,286	9,5	7,621	10,1		-	

Vir: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov					
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, 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	13
	% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0				
	Medletne spremembe v odstotkih																	
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4					
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8					
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,9	3,6	2,7	1,7	3,5	2,6	8,8					
2015 IV	1,8	2,3	1,7	3,4	1,9	-1,9	0,5	2,9	2,5	1,2	3,3	2,1	10,0					
2016 I	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,5	2,6	0,6	2,2	1,7	2,9	1,4	9,5					
II	1,0	1,1	1,1	1,3	1,1	-0,9	-0,2	-2,3	1,7	0,6	2,7	2,2	8,5					
III	0,9	1,2	1,4	0,9	1,4	-1,0	2,9	0,2	1,4	1,2	1,6	2,2	6,5					
2016 maj	0,4	0,5	1,1	-0,4	0,5	-1,4	-0,5	-1,6	1,7	0,8	2,3	3,8	10,3					
jun.	0,8	1,0	0,6	1,5	1,4	-3,5	0,6	-2,5	1,9	0,8	3,1	0,3	6,9					
jul.	-0,5	0,1	0,6	-1,4	1,8	-4,7	4,1	-3,3	1,9	1,4	2,4	2,8	5,8					
avg.	2,2	2,5	2,5	3,4	0,8	1,1	2,1	2,1	1,3	0,5	2,1	1,6	3,9					
sep.	1,2	1,3	1,3	1,2	1,6	0,7	1,8	1,9	1,0	1,7	0,4	2,1	9,4					
okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	2,1	3,3	0,7	4,2					
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																	
2016 maj	-1,4	-1,3	-0,3	-2,4	-0,4	-2,8	0,2	0,8	0,3	0,8	-0,3	1,2	0,3					
jun.	0,9	0,9	-0,3	1,7	0,9	-0,3	0,2	1,1	0,1	-0,1	0,8	-3,2	-1,0					
jul.	-0,7	-0,7	-0,3	-1,9	0,4	0,9	1,5	-1,6	0,4	0,8	-0,3	2,0	-0,2					
avg.	1,8	2,1	1,8	4,2	0,0	2,5	0,1	2,5	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,4					
sep.	-0,8	-1,0	-0,7	-2,2	-0,4	-0,2	-0,9	-0,9	-0,4	0,5	-1,2	0,1	4,9					
okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,2	2,3	-1,0	-4,8					

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)								Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)			
	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 IV	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 I	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
II	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
III	104,3	-2,9	82,0	-8,2	-15,9	0,3	10,4	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 jun.	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
jul.	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
avg.	103,5	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
sep.	104,9	-1,8	-	-8,2	-15,6	0,4	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6
okt.	106,4	-0,6	82,3	-8,0	-14,2	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
nov.	106,5	-1,1	-	-6,1	-12,7	1,5	12,1	-	53,7	54,1	53,8	53,9

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) ¹⁾	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja zadolženosti	Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
	kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,5	-0,5	1,2	-4,9	0,6	-1,8	32,3	4,1	129,6	2,0	-0,1	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,8	1,2	32,9	4,8	131,1	2,5	6,5	1,4
2015	12,3	94,1	1,9	2,0	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	2,7	2,2
2015 III	12,4	94,3	1,7	2,0	2,0	2,6	2,0	34,3	6,0	134,0	3,4	0,1	2,0
IV	12,3	94,1	1,8	2,0	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	4,8	2,2
2016 I	12,4	93,6	2,3	1,9	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,9	3,8	4,5	2,1
II	12,5	93,6	2,4	2,3	6,1	3,3	3,9	33,8	6,7	133,4	4,0	5,0	2,2

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki 1	Izdatki 2	Saldo 3	Prejemki 4	Izdatki 5	Prejemki 6	Izdatki 7	Prejemki 8	Izdatki 9	Prejemki 10	Izdatki 11	Prejemki 12	Izdatki 13
2015 IV	899,5	823,5	76,0	524,9	433,6	194,8	182,0	153,6	149,3	26,2	58,6	18,4	9,4
2016 I	879,1	793,3	85,8	515,5	426,1	194,3	177,3	144,2	135,3	25,1	54,6	9,8	11,1
II	882,1	788,1	94,0	518,2	420,3	190,1	177,8	148,6	136,6	25,2	53,4	7,0	6,6
III	879,9	798,2	81,7	518,1	428,5	190,6	175,9	145,5	129,7	25,8	64,0	6,2	5,0
2016 apr.	293,6	260,3	33,3	172,3	139,9	63,3	58,9	49,6	43,8	8,4	17,7	2,5	2,0
maj	294,7	262,9	31,7	172,1	140,0	63,9	59,6	50,3	45,3	8,4	18,0	1,8	2,2
jun.	293,8	264,8	29,0	173,7	140,4	63,0	59,2	48,7	47,5	8,4	17,7	2,8	2,4
jul.	292,7	265,5	27,2	172,2	143,8	63,5	58,3	48,4	43,2	8,6	20,2	2,3	1,8
avg.	296,4	267,3	29,1	175,1	144,4	63,4	58,7	49,5	43,1	8,5	21,1	1,7	1,5
sep.	290,8	265,4	25,3	170,7	140,4	63,7	59,0	47,6	43,4	8,7	22,7	2,2	1,7
Skupne 12-mesečne transakcije													
2016 sep.	3.540,6	3.203,1	337,5	2.076,7	1.708,6	769,8	712,9	591,9	550,9	102,2	230,7	41,5	32,2
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP													
2016 sep.	33,2	30,1	3,2	19,5	16,0	7,2	6,7	5,6	5,2	1,0	2,2	0,4	0,3

1) Ni desezonirano.

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

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)				
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi	Nafta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2015 IV	3,4	2,5	508,1	236,4	105,8	153,5	425,6	444,6	247,5	73,5	114,9	325,3	44,3	
2016 I	-0,9	-2,7	502,8	233,4	104,2	151,2	422,3	438,4	241,2	71,7	116,7	326,3	37,4	
II	-0,1	-4,1	502,2	231,0	105,5	153,3	432,9	429,6	235,9	70,9	114,7	324,3	42,3	
III	-0,3	-2,6	505,5				426,0	436,4				323,4		
2016 apr.	-0,7	-5,4	168,8	77,7	35,9	51,0	146,3	143,7	78,2	24,1	38,5	109,3	13,3	
maj	2,1	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,9	141,9	78,5	22,8	38,2	106,1	14,4	
jun.	-1,5	-4,7	167,6	77,3	34,8	51,6	145,8	144,1	79,3	24,1	38,0	108,9	14,6	
jul.	-9,3	-8,3	166,3	77,4	33,4	50,4	134,9	145,5	80,1	23,2	38,6	104,2	14,9	
avg.	8,3	3,7	170,0	78,6	34,6	51,8	146,9	146,6	80,6	23,9	38,9	111,6	14,2	
sep.	2,0	-2,4	169,1				144,2	144,3				107,5		
Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2015 IV	0,8	5,2	118,1	115,0	119,4	122,5	117,2	107,6	107,6	107,8	108,2	110,4	101,3	
2016 I	-0,8	2,3	118,5	116,0	117,5	121,8	117,1	109,9	110,9	105,8	109,9	111,2	110,8	
II	2,1	4,0	118,0	114,1	119,0	123,7	120,1	107,1	106,4	104,5	110,0	111,9	101,1	
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 mar.	-0,5	-0,6	119,3	115,5	121,6	121,6	117,7	109,0	109,8	107,3	110,5	109,8	107,2	
apr.	1,7	3,0	119,6	115,7	121,9	124,2	122,0	108,1	107,0	107,0	110,0	112,9	105,0	
maj	5,0	7,1	117,1	113,2	117,7	122,8	117,5	106,5	106,4	101,2	110,4	110,2	101,8	
jun.	-0,1	2,0	117,3	113,3	117,5	124,2	120,8	106,8	105,9	105,2	109,7	112,8	96,6	
jul.	-8,4	-4,0	116,7	113,6	112,8	121,7	111,7	107,7	106,8	103,2	110,0	107,4	102,2	
avg.	9,0	7,0	118,8	115,3	115,4	124,5	121,2	108,3	107,3	105,7	110,9	114,5	98,7	

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

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

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj ¹⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ¹⁾				
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov															
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13				
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9								
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,2	-1,6	0,2	-1,8		-1,0				
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4		1,3				
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6		4,5				
2015 IV	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,2	2,2		5,9				
2016 I	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8		5,8				
II	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0		3,5				
III	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,9	.	.		.				
2016 maj	100,9	-3,8	-2,9	-1,1	-2,8	0,5	-0,5	-0,8	0,2	-10,8	-	-		-				
jun.	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	-	-		-				
jul.	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,2	-0,3	0,1	-7,5	-	-		-				
avg.	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-		-				
sep.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,5	0,1	0,1	0,1	-4,5	-	-		-				
okt.	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	-	-		-				

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

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

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deser- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)						
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾		Tehtano z uvozom ²⁾			Tehtano s porabo ²⁾			
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% od skupaj										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2013	103,7	1,2	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,5	-1,3	81,9	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,7	1,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 IV	106,3	1,3	0,4	0,3	0,5	0,8	-0,2	-2,3	39,5	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 I	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,8	-1,5	-3,3	31,2	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
II	106,6	1,0	0,3	0,1	0,8	0,8	-2,4	-4,1	40,8	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
III	106,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,6	-2,4	41,0	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	40,7	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,0	-0,4	6,9	-3,1	-10,4	8,0
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,1	-0,2	18,2	2,1	-8,3	18,1

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	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2015 IV	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 I	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
II	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0	
III	-0,2	1,0	4,5	-6,7	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8	
2016 jun.	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0	
jul.	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8	
avg.	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5	
sep.	0,0	0,9	4,5	-7,6	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0	
okt.	3,5	2,6	4,5	-5,1	0,1	53,9	54,3	50,8	49,7	
nov.	4,8	2,9	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih	Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			1	2	Plače		
					Socialni prispevki delodajalcev		
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	7
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,8
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 IV	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 I	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
II	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5
III	.	.	.	.	.	.	1,4

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

4 Cene in stroški

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih										Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavkami	Strokovne, poslovne in podporne stоритве	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stroški dela na enoto proizvoda													
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1	
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3	
2015	104,8	0,3	1,5	-2,2	1,1	0,5	0,8	0,3	2,6	1,7	1,1	2,2	
2015 III	105,0	0,3	2,7	-2,2	1,0	0,6	1,5	0,8	2,6	2,2	1,1	2,3	
IV	105,3	0,5	0,5	-2,0	-0,3	1,5	1,7	0,5	2,5	1,7	1,3	2,1	
2016 I	105,4	1,0	1,8	0,4	0,1	0,9	1,3	1,6	3,8	2,2	1,2	1,8	
II	105,7	0,9	1,9	0,5	-0,2	1,1	0,3	1,7	2,4	1,2	1,3	0,7	
Sredstva za zaposlene													
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8	
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1	
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1	
2015 III	108,1	1,2	1,6	1,6	0,9	1,4	2,6	0,3	2,6	1,8	0,9	1,1	
IV	108,5	1,2	2,1	1,4	0,8	1,7	1,9	0,3	3,0	1,5	1,2	0,9	
2016 I	108,8	1,3	2,3	1,5	1,3	1,3	1,2	1,8	3,3	1,5	1,2	1,5	
II	109,0	1,2	2,5	1,1	1,5	1,2	1,1	1,6	3,1	1,3	1,3	0,8	
Produktivnost dela na zaposlenega													
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3	
2014	101,9	0,6	1,2	2,7	0,6	0,6	2,7	-0,6	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	
2015	102,9	1,0	0,3	4,0	-0,3	0,9	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1	
2015 III	102,9	0,9	-1,0	3,9	0,0	0,7	1,1	-0,5	0,1	-0,3	-0,1	-1,2	
IV	103,1	0,7	1,6	3,5	1,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-1,2	
2016 I	103,2	0,3	0,5	1,0	1,2	0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,7	0,0	-0,3	
II	103,2	0,2	0,6	0,6	1,7	0,1	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,1	
Sredstva za delovno uro													
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,8	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3	
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,1	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2	
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,3	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2	
2015 III	109,6	1,0	1,0	1,4	0,3	1,6	1,4	0,6	1,9	1,3	0,7	0,7	
IV	110,2	1,3	1,1	1,5	0,5	2,0	1,3	0,1	3,3	1,2	1,3	1,0	
2016 I	110,3	1,0	0,3	1,0	0,9	1,1	0,6	1,3	3,7	0,7	1,2	2,1	
II	110,5	1,0	2,1	0,6	1,4	1,0	0,5	1,0	3,1	0,8	1,5	0,6	
Produktivnost dela na uro													
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,9	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1	
2014	104,1	0,7	1,8	2,3	0,3	0,9	2,7	-0,5	0,0	0,1	-0,6	0,0	
2015	105,0	0,9	-0,9	3,6	-0,8	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0	
2015 III	104,8	0,7	-2,0	3,8	-0,6	1,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,9	-0,4	-1,6	
IV	105,0	0,8	0,2	3,7	0,5	0,4	-0,3	-0,5	1,4	-0,2	-0,1	-1,2	
2016 I	105,1	0,1	-1,3	0,7	0,7	0,2	-0,8	-0,2	0,5	-1,3	0,0	0,2	
II	104,9	0,0	-0,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,9	0,7	-0,5	0,1	-0,1	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2				M3-M2							
	M1		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stanja												
2013	909,8	4.473,4	5.383,3	1.681,2	2.143,2	3.824,4	9.207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9.833,7
2014	969,5	4.977,5	5.946,9	1.581,0	2.149,8	3.730,8	9.677,8	125,4	422,2	106,3	653,9	10.331,7
2015	1.036,5	5.576,9	6.613,4	1.438,5	2.161,9	3.600,4	10.213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10.844,2
2015 IV	1.036,5	5.576,9	6.613,4	1.438,5	2.161,9	3.600,4	10.213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10.844,2
2016 I	1.049,6	5.711,7	6.761,3	1.420,2	2.164,8	3.585,1	10.346,4	88,7	465,6	94,6	648,9	10.995,2
II	1.054,6	5.818,6	6.873,2	1.410,2	2.172,0	3.582,2	10.455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11.116,0
III	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11.242,4
2016 maj	1.051,1	5.789,3	6.840,3	1.403,5	2.170,8	3.574,3	10.414,6	87,5	475,5	87,2	650,2	11.064,8
jun.	1.054,6	5.818,6	6.873,2	1.410,2	2.172,0	3.582,2	10.455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11.116,0
jul.	1.058,2	5.876,2	6.934,4	1.404,8	2.172,9	3.577,7	10.512,1	82,4	485,2	97,4	665,0	11.177,1
avg.	1.061,5	5.919,6	6.981,1	1.393,0	2.174,0	3.567,0	10.548,1	82,3	479,8	98,6	660,8	11.208,9
sep.	1.066,6	5.938,9	7.005,5	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11.242,4
okt. ^(p)	1.072,4	5.972,3	7.044,7	1.343,9	2.175,0	3.518,9	10.563,6	74,5	504,3	90,0	668,7	11.232,3
Transakcije												
2013	45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014	59,0	378,5	437,5	-91,8	3,8	-88,1	349,4	1,6	10,4	12,4	24,4	373,8
2015	65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,1	510,0	-48,2	51,1	-25,9	-23,0	487,0
2015 IV	8,1	135,5	143,6	-5,3	-0,9	-6,2	137,3	-19,0	21,3	-4,8	-2,5	134,9
2016 I	13,3	145,2	158,5	-14,1	3,2	-10,9	147,6	10,9	-13,4	19,2	16,7	164,3
II	5,0	102,0	107,0	-12,7	7,2	-5,5	101,5	-1,6	15,5	-1,1	12,8	114,3
III	12,0	121,6	133,6	-15,7	2,2	-13,5	120,2	-3,7	13,8	-2,5	7,6	127,8
2016 maj	2,7	34,2	36,9	-9,5	6,0	-3,5	33,3	-0,2	3,5	-5,6	-2,4	31,0
jun.	3,5	30,1	33,6	6,0	1,3	7,3	41,0	-3,4	6,1	5,5	8,3	49,2
jul.	3,6	57,2	60,8	-4,4	1,0	-3,4	57,3	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,8
avg.	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
sep.	5,0	20,5	25,5	0,6	0,2	0,8	26,3	-1,8	15,3	-5,7	7,7	34,0
okt. ^(p)	5,9	25,8	31,7	-25,0	0,7	-24,2	7,5	-6,1	9,1	-5,0	-1,9	5,6
Stopnje rasti												
2013	5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	1,3	2,5	18,1	3,9	3,8
2015	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2015 IV	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2016 I	6,0	11,1	10,2	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-27,8	6,6	-1,2	-1,1	5,2
II	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
III	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
2016 maj	4,3	10,0	9,1	-5,4	0,6	-1,8	5,1	-15,2	7,4	-2,0	2,2	4,9
jun.	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
jul.	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-17,0	6,8	16,5	4,3	5,0
avg.	3,6	9,7	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-14,9	4,7	18,5	3,4	5,0
sep.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
okt. ^(p)	4,0	8,7	7,9	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-28,3	6,9	12,5	1,7	4,4

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninški skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2013	1.713,6	1.188,9	398,1	109,8	16,8	5.414,7	2.539,0	876,5	1.994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
2014	1.845,1	1.349,0	365,1	111,6	19,4	5.557,8	2.749,6	812,1	1.993,2	2,8	875,8	222,2	332,9
2015	1.929,8	1.483,9	321,0	116,4	8,4	5.751,0	3.059,8	695,1	1.993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2015 IV	1.929,8	1.483,9	321,0	116,4	8,4	5.751,0	3.059,8	695,1	1.993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2016 I	1.984,6	1.536,4	322,7	116,0	9,4	5.830,1	3.137,4	693,6	1.996,4	2,7	975,9	218,9	375,9
II	2.013,4	1.573,9	314,0	117,1	8,4	5.906,5	3.214,6	688,8	2.000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
III	2.047,5	1.602,5	317,9	118,1	9,1	5.979,6	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
2016 maj	2.007,9	1.564,7	318,6	116,6	8,0	5.877,0	3.184,7	690,6	1.998,3	3,5	972,0	214,7	379,5
jun.	2.013,4	1.573,9	314,0	117,1	8,4	5.906,5	3.214,6	688,8	2.000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
jul.	2.029,4	1.590,7	313,9	116,5	8,4	5.933,3	3.245,7	684,0	2.000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
avg.	2.031,7	1.595,9	310,1	117,0	8,7	5.961,2	3.277,6	677,6	2.003,3	2,8	976,5	213,4	386,0
sep.	2.047,5	1.602,5	317,9	118,1	9,1	5.979,6	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
okt. ^(p)	2.036,7	1.604,4	307,1	118,1	7,0	5.984,7	3.334,1	643,3	2.004,6	2,8	944,9	206,4	393,0
Transakcije													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	69,0	91,1	-26,4	1,5	2,8	140,7	208,9	-65,0	-1,4	-1,7	54,0	7,3	21,0
2015	81,0	121,6	-34,2	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	91,1	-0,1	30,3
2015 IV	18,3	21,7	-2,5	0,7	-1,6	59,8	74,1	-12,0	-1,6	-0,7	18,9	6,6	6,7
2016 I	61,1	57,6	2,8	-0,4	1,1	81,2	78,8	-0,6	2,8	0,3	-2,7	-6,5	12,1
II	27,1	36,2	-9,0	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,8	-8,5	3,7
III	35,2	29,8	4,1	0,6	0,7	73,5	87,5	-16,6	3,1	-0,5	-6,3	-4,2	6,3
2016 maj	2,4	6,0	-3,5	0,5	-0,5	24,6	23,7	-1,8	2,7	-0,1	2,2	-0,9	2,2
jun.	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,5	29,8	-1,8	1,9	-0,5	2,0	-4,0	0,4
jul.	16,6	17,2	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,1	-4,7	0,7	-0,1	-1,5	4,0	5,9
avg.	2,3	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,7	-1,2	0,2
sep.	16,2	7,2	7,9	0,7	0,4	18,4	24,4	-5,5	-0,2	-0,2	-8,4	-7,0	0,2
okt. ^(p)	-10,1	0,5	-8,3	-0,1	-2,1	22,6	27,7	-6,6	1,4	0,2	-24,5	0,2	7,3
Stopnje rasti													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
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	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 IV	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2016 I	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	5,6	-3,3	10,2
II	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
III	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
2016 maj	7,9	11,0	-2,6	3,4	-32,7	4,5	10,5	-6,9	0,1	-6,3	2,7	-7,4	9,3
jun.	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
jul.	7,2	10,2	-3,2	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	2,0	-7,4	11,2
avg.	7,2	10,1	-4,3	2,1	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,0	-6,2	9,2
sep.	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
okt. ^(p)	5,5	7,9	-2,9	0,8	-29,6	5,2	10,7	-5,4	0,6	-20,0	-1,8	-9,4	8,1

Vir: ECB

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Prilagojena posojila ²⁾		Posojila				Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾					
					Skupaj	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Stanja															
2013	3.410,3	1.098,8	2.311,5	12.708,2	10.544,5	10.973,3	4.353,0	5.222,9	869,8	98,8	1.367,2	796,5			
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.506,9	10.456,6	10.728,8	4.299,5	5.200,8	827,3	129,0	1.280,0	770,3			
2015	3.904,3	1.112,4	2.789,5	12.601,3	10.514,1	10.809,1	4.274,7	5.307,7	808,0	123,7	1.304,9	782,4			
2015 IV	3.904,3	1.112,4	2.789,5	12.601,3	10.514,1	10.809,1	4.274,7	5.307,7	808,0	123,7	1.304,9	782,4			
2016 I	4.053,5	1.115,9	2.924,5	12.634,2	10.565,5	10.828,3	4.288,7	5.339,3	828,7	108,8	1.312,5	756,2			
II	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,0	10.565,2	10.869,1	4.296,4	5.348,6	816,3	103,9	1.342,5	755,4			
III	4.272,1	1.105,2	3.153,6	12.768,4	10.622,4	10.926,6	4.288,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,5	780,4			
2016 maj	4.144,3	1.125,9	3.005,3	12.674,5	10.585,0	10.850,6	4.306,8	5.347,6	819,8	110,7	1.330,4	759,1			
jun.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.663,0	10.565,2	10.869,1	4.296,4	5.348,6	816,3	103,9	1.342,5	755,4			
jul.	4.247,0	1.109,1	3.124,5	12.710,9	10.592,1	10.892,5	4.299,5	5.356,0	826,2	110,4	1.359,6	759,1			
avg.	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.743,6	10.601,0	10.907,2	4.294,7	5.366,4	829,4	110,5	1.364,8	777,7			
sep.	4.272,1	1.105,2	3.153,6	12.768,4	10.622,4	10.926,6	4.288,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,5	780,4			
okt. ^(p)	4.290,9	1.099,6	3.178,0	12.810,1	10.655,4	10.955,5	4.301,7	5.388,5	850,6	114,6	1.376,4	778,3			
Transakcije															
2013	-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8			
2014	73,8	16,4	57,4	-104,7	-49,8	-36,1	-61,4	-14,9	14,7	11,7	-89,8	35,0			
2015	285,0	-21,0	305,7	85,4	56,9	72,3	-14,7	98,2	-21,0	-5,6	25,0	3,5			
2015 IV	81,2	-13,9	95,0	13,0	26,1	35,4	1,1	24,0	-0,5	1,5	-16,8	3,7			
2016 I	120,0	1,5	118,6	71,8	81,4	53,3	35,3	36,5	24,3	-14,7	11,3	-21,0			
II	116,3	-8,9	125,2	54,0	21,7	64,4	19,0	14,6	-7,0	-5,0	30,8	1,5			
III	69,2	-7,3	76,2	113,3	69,7	71,6	6,1	33,4	25,1	5,2	21,6	22,0			
2016 maj	38,7	1,4	37,4	27,1	13,1	17,7	10,6	1,6	2,7	-1,9	9,2	4,8			
jun.	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,7	35,9	-1,4	5,2	-3,7	-6,9	14,8	-1,4			
jul.	47,9	-3,3	51,0	53,3	36,0	31,5	11,2	7,8	10,6	6,4	15,3	2,1			
avg.	9,1	-1,4	10,5	35,9	13,1	17,9	-4,2	11,4	5,8	0,1	5,1	17,7			
sep.	12,2	-2,6	14,7	24,0	20,6	22,2	-0,9	14,2	8,7	-1,4	1,2	2,2			
okt. ^(p)	38,2	-5,5	43,7	44,5	33,2	29,4	15,5	7,6	4,6	5,5	11,1	0,2			
Stopnje rasti															
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8			
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,6	11,9	-6,6	4,4			
2015	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4			
2015 IV	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4			
2016 I	10,2	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-0,6	-19,2	3,2	-2,3			
II	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0			
III	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8			
2016 maj	11,1	-1,9	16,9	1,4	1,2	1,2	1,2	2,1	-0,6	-21,1	5,1	-2,3			
jun.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0			
jul.	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,4	1,8	1,3	2,0	0,6	-16,1	4,6	-3,6			
avg.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,8	1,1	2,0	1,2	-14,1	4,1	-0,5			
sep.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8			
okt. ^(p)	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,7	-7,8	5,7	0,1			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

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

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

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
	Prilagojena posojila ⁴⁾	1				2	3			
Stanja										
2013	4.353,0	4.450,6	1.065,6	741,0	2.546,4	5.222,9	5.547,7	573,8	3.853,3	795,8
2014	4.299,5	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,8	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,7	4.257,6	1.038,5	758,5	2.477,6	5.307,7	5.640,6	595,9	3.947,9	764,0
2015 IV	4.274,7	4.257,6	1.038,5	758,5	2.477,6	5.307,7	5.640,6	595,9	3.947,9	764,0
2016 I	4.288,7	4.261,3	1.048,4	768,4	2.471,9	5.339,3	5.659,2	602,7	3.974,5	762,0
II	4.296,4	4.278,0	1.039,7	774,9	2.481,8	5.348,6	5.683,4	604,4	3.986,0	758,2
III	4.288,6	4.278,9	1.008,0	787,2	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
2016 maj	4.306,8	4.277,8	1.049,1	771,4	2.486,3	5.347,6	5.675,5	602,2	3.986,3	759,1
jun.	4.296,4	4.278,0	1.039,7	774,9	2.481,8	5.348,6	5.683,4	604,4	3.986,0	758,2
jul.	4.299,5	4.277,6	1.028,7	780,3	2.490,5	5.356,0	5.692,3	605,1	3.994,3	756,6
avg.	4.294,7	4.279,1	1.021,5	782,4	2.490,8	5.366,4	5.700,1	608,3	4.003,4	754,7
sep.	4.288,6	4.278,9	1.008,0	787,2	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,3	752,6
okt. ^(p)	4.301,7	4.287,2	1.021,8	787,2	2.492,7	5.388,5	5.712,6	612,2	4.018,7	757,6
Transakcije										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,4	-68,7	-14,3	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-14,7	19,2	-65,0	32,2	18,1	98,2	76,3	21,8	80,0	-3,6
2015 IV	1,1	18,9	-23,1	12,9	11,3	24,0	20,0	5,2	21,0	-2,1
2016 I	35,3	27,1	18,7	12,9	3,7	36,5	24,5	8,2	28,7	-0,4
II	19,0	28,4	-4,5	8,8	14,8	14,6	29,4	1,8	13,4	-0,6
III	6,1	10,0	-23,6	14,8	14,8	33,4	27,4	4,8	32,7	-4,1
2016 maj	10,6	10,0	2,2	0,0	8,3	1,6	9,7	-2,1	3,8	-0,1
jun.	-1,4	11,5	-5,4	5,1	-1,0	5,2	12,8	2,7	1,4	1,1
jul.	11,2	6,9	-6,0	6,9	10,3	7,8	9,2	0,6	8,4	-1,2
avg.	-4,2	1,1	-6,2	2,2	-0,2	11,4	8,2	3,4	9,5	-1,4
sep.	-0,9	2,0	-11,4	5,8	4,7	14,2	10,0	0,9	14,8	-1,5
okt. ^(p)	15,5	10,9	13,4	0,3	1,8	7,6	9,9	3,8	5,4	-1,6
Stopnje rasti										
2013	-2,9	-3,1	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 IV	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 I	0,8	1,2	-2,2	5,1	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
II	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
III	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 maj	1,2	1,7	-2,0	4,8	1,5	2,1	1,7	4,5	2,3	-0,7
jun.	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
jul.	1,3	2,0	-2,9	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
avg.	1,1	2,0	-4,1	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
sep.	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
okt. ^(p)	1,7	2,1	-1,2	5,5	1,7	1,9	1,8	3,5	2,3	-1,1

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) 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)¹⁾

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

Enote centralne ravnih države ²⁾	Obveznosti DFI					Neto tujih aktiv Sredstva DFI	Razno			
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Skupaj			
	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		Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	10	
Stanja										
2013	264,6	7.312,7	2.374,8	91,6	2.507,4	2.338,9	1.146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7.123,5	2.186,6	92,2	2.383,7	2.461,0	1.381,8	220,3	184,5	139,7
2015	285,0	6.996,5	2.119,5	79,8	2.253,2	2.544,0	1.331,5	288,6	205,9	135,6
2015 IV	285,0	6.996,5	2.119,5	79,8	2.253,2	2.544,0	1.331,5	288,6	205,9	135,6
2016 I	314,6	6.961,8	2.113,3	76,9	2.178,4	2.593,1	1.282,2	301,7	247,1	152,1
II	319,2	7.004,1	2.094,0	74,6	2.172,9	2.662,6	1.275,8	308,6	238,0	144,0
III	309,7	6.958,0	2.068,5	72,4	2.122,2	2.694,8	1.170,6	298,9	209,2	129,1
2016 maj	297,2	6.976,8	2.109,8	75,2	2.182,5	2.609,3	1.238,4	281,6	226,9	138,6
jun.	319,2	7.004,1	2.094,0	74,6	2.172,9	2.662,6	1.275,8	308,6	238,0	144,0
jul.	326,3	6.981,9	2.084,5	73,9	2.148,2	2.675,2	1.222,1	305,3	212,9	128,2
avg.	318,7	6.963,9	2.078,0	73,2	2.138,2	2.674,5	1.182,3	309,7	215,4	134,6
sep.	309,7	6.958,0	2.068,5	72,4	2.122,2	2.694,8	1.170,6	298,9	209,2	129,1
okt. ^(p)	323,7	6.966,0	2.087,7	72,4	2.121,1	2.684,9	1.113,1	307,9	192,8	133,7
Transakcije										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-159,7	-120,6	2,0	-148,7	107,6	241,9	-1,0	0,7	17,8
2015	9,5	-218,7	-106,4	-13,5	-205,6	106,7	-99,5	6,9	21,4	-4,0
2015 IV	-9,9	-56,6	-41,3	-3,6	-41,8	30,0	-37,5	11,8	-9,6	-7,2
2016 I	29,4	-57,3	-3,5	-2,8	-46,3	-4,7	-75,0	19,6	41,3	17,3
II	4,2	-15,2	-22,1	-1,8	-18,1	26,8	-71,2	4,3	-9,2	-8,1
III	-9,6	-53,1	-25,8	-2,1	-40,7	15,6	-101,6	-15,8	-19,2	-13,7
2016 maj	-17,4	-1,8	-4,2	-0,3	-2,3	5,1	-27,6	-26,4	-10,2	-1,5
jun.	22,0	-17,4	-17,4	-0,6	-9,5	10,2	-19,9	32,9	11,1	5,4
jul.	7,1	-25,2	-9,5	-0,7	-18,8	3,8	-56,4	-1,1	-25,1	-15,8
avg.	-7,7	-7,1	-6,6	-0,7	-7,1	7,3	-32,5	4,7	2,5	6,4
sep.	-9,0	-20,8	-9,7	-0,7	-14,8	4,4	-12,7	-19,3	3,4	-4,3
okt. ^(p)	13,1	2,1	-0,7	-0,8	-8,1	11,7	-61,2	-0,8	-13,2	4,7
Stopnje rasti										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-5,9	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2015 IV	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016 I	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,7	-5,9
II	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
III	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
2016 maj	6,4	-2,5	-2,6	-13,6	-6,9	2,2	-	-	0,5	-2,9
jun.	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
jul.	28,8	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,7	-	-	1,8	-10,6
avg.	15,0	-2,5	-3,9	-12,3	-6,7	2,8	-	-	1,4	1,1
sep.	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
okt. ^(p)	-7,5	-2,1	-3,4	-12,0	-6,1	2,8	-	-	4,4	-6,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 III	-2,1	.	.	.	.	0,3
IV	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 I	-1,9	.	.	.	.	0,4
II	-1,8	.	.	.	.	0,5

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki			
	Tekoči prihodki							Tekoči odhodki								
	Skupaj	Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki				Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5			
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	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0			
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9			
2015 III	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,6	44,9	10,2	5,2	2,5	23,0	3,8			
IV	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9			
2016 I	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,8			
II	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,9	3,8			

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	
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2	
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1	
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1	
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1	
2015 III	91,5	2,7	16,3	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 I	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

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

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

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

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 (+)									
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2015 III	-2,9	0,8	0,6	-1,7	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9
IV	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2016 I	-2,7	0,8	0,7	-1,5	-6,1	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2
II	-2,9	0,8	0,8	-1,5	-5,0	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2
Javni dolg									
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5
2015 III	109,0	72,0	10,1	85,6	171,8	99,7	97,0	134,0	110,2
IV	106,0	71,2	10,1	78,6	177,1	99,3	96,2	132,3	108,9
2016 I	109,2	70,9	9,9	80,5	176,1	100,6	97,5	135,0	109,3
II	109,7	70,1	9,7	77,8	179,2	100,5	98,2	135,5	109,0
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7
2015 III	-2,2	0,0	1,6	-1,7	-2,1	-2,5	-3,2	-4,4	-2,6
IV	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,8
2015 I	-0,9	-0,1	1,7	-0,2	-1,6	-0,8	-3,7	-2,5	-2,6
II	-0,6	0,4	1,6	0,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,6	-2,4
Javni dolg									
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5
2015 III	36,4	38,2	22,1	66,1	66,2	86,4	130,4	84,3	53,9
IV	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9
2016 I	36,3	40,0	22,4	65,4	64,8	86,5	128,9	83,5	52,2
II	38,9	40,1	22,0	64,8	63,7	86,7	131,7	82,3	53,3

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2016

Naslov 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija
Telefon +49 69 1344 0
Spletna stran 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. december 2016.

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