

Ekonomski bilten

številka 2/2022

Vsebina

Ekonomski, finančni in denarni gibanji	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	9
2 Finančna gibanja	19
3 Gospodarska aktivnost	25
4 Cene in stroški	32
5 Denar in krediti	39
6 Javnofinančna gibanja	47
Okvirji	51
1 Ozka grla v dobavnih verigah v euroobmočju in ZDA: trenutno stanje	51
2 Vloga kreditnega tveganja pri nedavnem globalnem vrednotenju podjetniških obveznic	55
3 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 3. novembra 2021 do 8. februarja 2022	62
4 Varčevanje podjetij med pandemijo	69
5 Vloga cikla zalog med sedanjim okrejanjem	75
6 Okrevanje trga dela v euroobmočju z vidika ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov	80
7 Katero podkomponente vplivajo na stroške stanovanjskih nepremičnin, v katerih bivajo lastniki?	85
Članka	89
1 Financial risks in China's corporate sector: real estate and beyond	89
2 Assessing corporate vulnerabilities in the euro area	106
Statistični podatki	S1

Ekomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Ruska invazija na Ukrajino bo imela pomemben vpliv na gospodarsko aktivnost in inflacijo prek višjih cen energentov in primarnih surovin, motenj v mednarodni trgovinski menjavi in šibkejšega zaupanja. Vpliv teh dejavnikov bo odvisen od poteka konflikta, učinka sedanjih sankcij in morebitnih nadaljnjih ukrepov.

Vpliv vojne je treba ocenjevati v kontekstu trdnih gospodarskih temeljev v euroobmočju, k čemur prispeva obilna podpora ekonomskih politik. K okrevanju gospodarstva prispeva dejstvo, da je vpliv koronavirusne (COVID-19) različice omikron vse manjši. Ozka grla v dobavnih verigah kažejo določene znake popuščanja, razmere na trgu dela pa se še naprej izboljšujejo. Po osnovnem scenariju v marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, ki vključujejo prvo oceno posledic vojne v Ukrajini, je bila rast BDP v bližnji prihodnosti zaradi konflikta popravljena navzdol.

Inflacija je še naprej presenečala z višjimi vrednostmi od predvidenih zaradi nepričakovano visokih energetskih stroškov. Podražitve so obenem postale vse bolj razširjene. Osnovna projekcija inflacije je bila v novih projekcijah strokovnjakov ECB precej popravljena navzgor. Dolgoročnejša inflacijska pričakovanja so se ponovno zasidrala na ravni inflacijskega cilja ECB, kot kaže vrsta različnih meril. Po mnenju Svetega ECB je vse bolj verjetno, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni.

Po alternativnih scenarijih o gospodarskih in finančnih posledicah vojne bi lahko gospodarsko aktivnost precej zavirala bolj strm porast cen energentov in primarnih surovin ter hujši upad trgovinske menjave in zaupanja. Inflacija bi bila lahko v bližnji prihodnosti znatno višja. Vseeno se po vseh scenarijih še vedno pričakuje, da se bo inflacija postopoma zniževala in se leta 2024 ustalila na ravni okrog 2-odstotnega inflacijskega cilja.

Svet ECB je na podlagi najnovejše ocene inflacijskih obetov in ob upoštevanju negotovih razmer spremenil načrtovani obseg nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) v prihodnjih mesecih. Mesečni neto nakupi v okviru programa APP bodo znašali 40 milijard EUR v aprilu, 30 milijard EUR v maju in 20 milijard EUR v juniju. Kalibracija neto nakupov v tretjem četrletju bo odvisna od podatkov in od sprotne ocene Svetega ECB glede gospodarskih obetov. Če bodo novi podatki v skladu s pričakovanjem, da se srednjeročni inflacijski obeti ne bodo poslabšali, tudi če se neto nakupi ne izvajajo več, bo Svet ECB neto nakupe v okviru programa APP prenehal izvajati v tretjem četrletju. Če pa se bodo srednjeročni inflacijski obeti spremenili ali če pogoji financiranja ne bodo več skladni z nadaljnjam približevanjem 2-odstotnemu inflacijskemu cilju, je Svet ECB pripravljen spremeniti načrtovani obseg oziroma trajanje neto nakupov vrednostnih papirjev. Prilaganje

ključnih obrestnih mer ECB, ki bo postopno, se bo začelo potem, ko bo preteklo nekaj časa po koncu izvajanja neto nakupov v okviru programa APP. Spreminjanje ključnih obrestnih mer ECB bosta še naprej določali prihodnja usmeritev Sveta ECB glede denarne politike in njegova strateška zaveza, da inflacijo v srednjeročnem obdobju stabilizira na 2-odstotni ravni. Svet ECB tako pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanji ravni tako dolgo, dokler inflacija ne bo dosegla 2% precej pred koncem obdobja projekcij in bo na doseženi ravni ostala do konca tega obdobja, in dokler Svet ECB ne presodi, da je osnovna inflacija zadosti napredovala, da je skladna s stabilizacijo inflacije na ravni 2% v srednjeročnem obdobju. Svet ECB je potrdil tudi druge ukrepe denarne politike.

Gospodarska aktivnost

Rast svetovnega gospodarstva je bila med letom 2021 močna kljub zaviralnim dejavnikom, ki so bili povezani s ponovnim širjenjem pandemije koronavirusa in z ozkimi grli v dobavnih verigah. Anketni kazalniki kažejo, da bo gospodarska aktivnost v prvem četrletju 2022 še naprej rasla. Toda rusko-ukrajinska vojna ustvarja precejšnjo negotovost glede sicer močnih svetovnih gospodarskih obetov. Novejše ankete o gospodarski aktivnosti kažejo, da je gospodarska rast v obdobju od januarja do februarja dobila nekaj zagona, saj so pritiski, povezani s pandemijo in omejitvami na strani ponudbe, popustili. Vseeno so bile projekcije svetovne gospodarske rasti, zlasti za leti 2022 in 2023, v primerjavi z decembrskimi projekcijami popravljene navzdol zaradi gospodarskega izpada, ki ga je povzročila vojna, ter postopnega iztekanja spodbujevalnih ukrepov. Svetovni realni BDP (brez euroobmočja) se je v letu 2021 po ocenah povečal za 6,3%. V letu 2022 se bo rast po projekcijah upočasnila na 4,1% ter še nadalje na 3,6% v letih 2023 in 2024. Rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja se bo z 9,9% v letu 2021 predvidoma umirila na 4% v letu 2022, 3,2% v letu 2023 in 3,6% v letu 2024. V primerjavi s svetovnim uvozom je zunanje povpraševanje euroobmočja bolj na udaru konflikta, saj je delež trgovinske menjave euroobmočja z Rusijo ter z državami srednje in vzhodne Evrope, ki so še posebej izpostavljene negativnim posledicam konflikta, razmeroma velik. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami ostaja stopnja rasti zunanjega povpraševanja euroobmočja za leto 2022 nespremenjena (saj vpliv invazije v celoti izniči pozitivni učinek prenosa iz leta 2021), za leti 2023 in 2024 pa je bila rast popravljena navzdol. Ozka grla v dobavnih verigah bodo v letu 2022 predvidoma začela popuščati in naj bi do leta 2023 v celoti izginila. Izvozne cene konkurenčnih euroobmočja so bile za leti 2022 in 2023 popravljene navzgor zaradi hkratnega vpliva višjih cen primarnih surovin, ozkih grli v dobavnih verigah in okrevanja povpraševanja. Prihodnji potek pandemije ostaja pomemben dejavnik tveganja v osnovnih projekcijah svetovnega gospodarstva, zaradi rusko-ukrajinske vojne pa se izrazito povečuje negotovost. Navzdol usmerjena izjemna tveganja, ki izhajajo iz nadaljnjega zaostrovanja konflikta, bi bila lahko precejšnja ter bi lahko zavrla svetovno gospodarsko okrevanje in spodbudila inflacijske pritiske.

Rusko-ukrajinska vojna bo imela pomemben vpliv na gospodarsko aktivnost v euroobmočju prek višjih cen energetov in primarnih surovin, motenj v mednarodni trgovinski menjavi in šibkejšega zaupanja. Vseeno so gospodarski temelji trdni, k

čemur prispeva obsežna podpora različnih politik. Gospodarska rast je leta 2021 znašala 5,3%, BDP pa je ob koncu leta zopet dosegel raven izpred pandemije. Vseeno se je rast v zadnjem četrletju 2021 upočasnila na 0,3%, šibka pa naj bi ostala tudi v prvem četrletju 2022. Gospodarski obeti bodo odvisni od poteka rusko-ukrajinske vojne ter od vpliva gospodarskih in finančnih sankcij in drugih ukrepov. Obenem drugi dejavniki, ki zavirajo rast, sedaj popuščajo. Po osnovnem scenariju projekcij naj bi gospodarstvo v euroobmočju leta 2022 še vedno močno raslo, vendar bo dinamika počasnejša, kot je bilo pričakovano pred izbruhom vojne. Ukrepi za zaježitev širjenja različice omikron so imeli manjši vpliv kot v prejšnjih valovih ter se sedaj odpravljajo. Določene znake popuščanja kažejo tudi motnje v dobavnih verigah, ki jih je povzročila pandemija, razmere na trgu dela pa se še naprej izboljšujejo. Vpliv ogromnega energetskega cenovnega šoka na ljudi in podjetja bi lahko deloma ublažili prihranki, akumulirani med pandemijo, in kompenzaciji javnofinančni ukrepi.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju še naprej izboljševal, potem ko je bil zabeležen zelo velik primanjkljaj, ki je bil posledica krize zaradi koronavirusa. Vseeno so tveganja, ki spremljajo osnovno projekcijo, precejšnja in vse bolj nagnjena v smeri večjega proračunskega primanjkljaja, predvsem zaradi vojne v Ukrajini. Po osnovnem scenariju se je delež primanjkljaja v letu 2021 po ocenah zmanjšal na 5,5% BDP, potem ko je leta 2020 dosegel najvišjo vrednost (7,2%). Po projekcijah se bo še dodatno znižal na 3,1% v letu 2022 in na 2% do konca obdobja napovedi. Po močni ekspanziji v letu 2020 se je naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2021 zmerno zaostrlila, potem ko je bila prilagojena za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«. V letu 2022 se bo naravnost predvidoma še zaostrlila, in sicer predvsem zaradi odprave precejšnjega dela izredne pomoči ob pandemiji. V zadnjih dveh letih napovedovalnega obdobja naj bi bilo zaostrovanje malenkostno, medtem ko bo precejšnja podpora gospodarstvu še naprej na voljo. Glede na velika tveganja, ki trenutno izhajajo iz več virov in se deloma že uresničujejo, bi javnofinančni ukrepi, med drugim tudi na ravni EU, lahko zaščitili gospodarstvo. Javnofinančna politika mora v okolju spreminjačih se razmer ostati agilna. Pripravljenost, da se uporabijo javnofinančni ukrepi, ni v nasprotju z nujnostjo verodostojne srednjeročne normalizacije javnih financ.

V srednjeročnem obdobju bo na podlagi osnovnega scenarija projekcij gospodarsko rast spodbujalo močno domače povpraševanje ob podpori izboljšanih razmer na trgu dela. Ko bo več ljudi imelo delo, bodo gospodinjstva imela višje dohodke in bodo lahko trošila več. K takšnim obetom za rast prispevata tudi svetovno gospodarsko okrevanje ter podpora, ki jo še naprej zagotavlja javnofinančna in denarna politika. Podpora javnofinančne in denarne politike je še naprej ključnega pomena, še posebej v sedanji težki geopolitični situaciji. Gospodarska rast v euroobmočju bo v letu 2022 predvidoma še vedno močna, vendar bo počasnejša, kot je bilo pričakovano pred izbruhom vojne. Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo medletna realna rast BDP znašala 5,4% v letu 2021, 3,7% v letu 2022, 2,8% v letu 2023 ter 1,6% v letu 2024. V primerjavi z decembrskimi projekcijami so bili gospodarski obeti za leti 2022 in 2023 popravljeni navzdol. To temelji na predpostavki, da so sedanje motnje v oskrbi z energenti in negativni učinki

na zaupanje, povezani s konfliktom, začasni in da svetovne dobavne verige niso bistveno prizadete. Po neugodnem scenariju, po katerem bi se Rusiji naložile strožje sankcije, ki bi povzročile določene motnje v svetovnih vrednostnih verigah, više energetske stroške in določeno začasno zmanjšanje proizvodnje v euroobmočju kakor tudi dodatne finančne motnje in vztrajnejo negotovost, bi bila rast v euroobmočju leta 2022 za 1,2 odstotne točke nižja od osnovnega scenarija. Razlika v letu 2023 bi bila omejena, v letu 2024 pa bi bila rast zaradi učinka dohitevanja nekoliko višja. V primeru zaostrenega scenarija, ki poleg predvidevanj v neugodnem scenariju predpostavlja močnejši odziv cen energentov na obsežnejše zmanjšanje ponudbe ter večje prevrednotenje na finančnih trgih, bi bila rast BDP v letu 2022 1,4 odstotne točke nižja od osnovne projekcije, v letu 2023 pa 0,5 odstotne točke nižja, medtem ko bi bili učinki dohitevanja v letu 2024 razmeroma skromni.

Inflacija

Inflacija je porasla s 5,1% v januarju na 5,8% v februarju in se bo v bližnji prihodnosti po pričakovanjih še zvišala. Glavni razlog za visoko stopnjo skupne inflacije je še naprej inflacija v skupini energentov, ki je februarja poskočile na 31,7% in navzgor potiska tudi cene v številnih drugih sektorjih. Zaradi sezonskih dejavnikov, povišanih stroškov prevoza in višjih cen gnojil so se zvišale tudi cene hrane. Energetski stroški so se v zadnjih tednih še zvišali, zaradi vojne v Ukrajini pa bodo prisotni dodatni pritiski na nekatere cene hrane in primarnih surovin. Podražitve so postale vse bolj razširjene. Večina merit osnovne inflacije se je v zadnjih mesecih zvišala na raven, ki presega 2%. Vseeno je negotovo, kako vztrajno bo zviševanje teh kazalnikov, če upoštevamo vlogo, ki jo imajo začasni dejavniki v zvezi s pandemijo in posredni učinki višjih cen energentov. Tržni kazalniki nakazujejo, da bodo cene energentov ostale višje dlje časa, kot je bilo sprva pričakovano, vendar se bodo v obdobju projekcij umirile. Cenovni pritiski, ki izhajajo iz ozkih gril v svetovnih dobavnih verigah, naj bi ravno tako oslabeli. Razmere na trgu dela se še naprej izboljšujejo, saj se je brezposelnost januarja znižala na 6,8%. Čeprav pomanjkanje delovne sile vpliva na čedalje več sektorjev, ostaja rast plač na splošno umirjena. Ko se bo gospodarstvo s časom približevalo polni zmogljivosti, se bo rast plač predvidoma nekoliko okrepila. Različna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj, izpeljana iz finančnih trgov in anket, se gibljejo na ravni okrog 2%. Ti dejavniki bodo še naprej prispevali tudi k osnovni inflaciji in pomagali skupni inflaciji, da se trajno ustali na ciljni 2-odstotni ravni.

Po marčnih makroekonomskeh projekcijah bo medletna inflacija v letu 2022 znašala 5,1%, v letu 2023 2,1%, v letu 2024 pa 1,9%, kar je precej več kot v decembrskih projekcijah, zlasti v letu 2022. Inflacija brez hrane in energentov bo po projekcijah v povprečju znašala 2,6% v letu 2022, 1,8% v letu 2023 in 1,9% v letu 2024, kar je ravno tako več kot v decembrskih projekcijah. Če bi se zgoraj opisani neugodni scenarij uresničil, bi bila inflacija v letu 2022 višja za 0,8 odstotne točke. Ko bi se naftni trg in trg plina ponovno uravnotežila, bi se veliki skoki cen energentov postopno umirili, zato bi se inflacija znižala pod raven iz osnovnega scenarija, predvsem v letu 2024. Po zaostrenem scenariju bi bila inflacija v letu 2022 višja za 2 odstotne točke, precej višja pa bi bila tudi v letu 2023. V letu 2024 bi močnejši

sekundarni učinki izravnali negativen vpliv na inflacijo, ki izhaja iz zniževanja cen energentov, tako da bi bila inflacija enaka kot v osnovni projekciji.

Ocena tveganj

Po oceni Sveta ECB so se tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, precej povečala in nagnila v smer upočasnjevanja rasti. Medtem ko so se tveganja, povezana s pandemijo, zmanjšala, bi lahko imela vojna v Ukrajini večji vpliv na gospodarsko klino in znova zaostriла omejitve na strani ponudbe. Vztrajno visoki energetski stroški bi lahko skupaj z izgubo zaupanja zavrl povpraševanje bolj, kot je bilo pričakovano, ter omejili potrošnjo in naložbe. Isti dejavniki predstavljajo navzgor usmerjeno tveganje tudi za inflacijske obete v bližnji prihodnosti. Zaradi vojne v Ukrajini obstaja tveganje znatnega zvišanja cen, zlasti cen energentov. Če se bodo cenovni pritiski prelili v hitrejšo rast plač od pričakovane ali če bo prišlo do vztrajnih negativnih posledic na strani ponudbe, bi bila lahko v srednjeročnem obdobju višja tudi inflacija. Če pa bo povpraševanje v srednjeročnem obdobju oslabilo, bi se lahko zmanjšali tudi pritiski na cene.

Finančne in denarne razmere

Ruska invazija na Ukrajino je povzročila znatno volatilnost na finančnih trgih. Po izbruhu vojne so se netvegane tržne obrestne mere zopet nekoliko znižale, potem ko so se od februarske seje Sveta ECB zvišale, cene delnic pa so upadle. Finančne sankcije proti Rusiji, vključno z izključitvijo nekaterih ruskih bank iz sistema SWIFT, doslej niso povzročile hudih napetosti na denarnih trgih ali pomanjkanja likvidnosti v bančnem sistemu v euroobmočju. Bančne bilance ostajajo na splošno zdrave zahvaljujoč močni kapitalski poziciji bank in manjšemu številu nedonosnih posojil. Banke so sedaj enako dobičkonosne kot pred pandemijo. Bančne obrestne mere za posojila podjetjem so se nekoliko zvišale, medtem ko so obrestne mere za hipotekarna posojila gospodinjstvom ostale nespremenjene na zgodovinsko nizkih ravneh. Tokovi posojil podjetjem so se zmanjšali, potem ko so se v zadnjem četrletletju 2021 zelo povečali. Odobravanje posojil gospodinjstvom, zlasti stanovanjskih posojil, se nadaljuje.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi najnovejše ocene in ob upoštevanju negotovih razmer spremenil načrtovani obseg nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) v prihodnjih mesecih. Mesečni neto nakupi v okviru programa APP bodo znašali 40 milijard EUR v aprilu, 30 milijard EUR v maju in 20 milijard EUR v juniju. Kalibracija neto nakupov v tretjem četrletletju bo odvisna od podatkov in od sprotne ocene Sveta ECB glede gospodarskih obetov. Če bodo novi podatki v skladu s pričakovanjem, da se srednjeročni inflacijski obeti ne bodo poslabšali, tudi če se neto nakupi ne izvajajo več, bo Svet ECB neto nakupe v okviru programa APP prenehal

izvajati v tretjem četrtletju. Če pa se bodo srednjeročni inflacijski obeti spremenili ali če pogoji financiranja ne bodo več skladni z nadaljnjam približevanjem 2-odstotnemu inflacijskemu cilju, je Svet ECB pripravljen spremeniti načrtovani obseg oziroma trajanje neto nakupov vrednostnih papirjev.

Svet ECB poleg tega namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.

Obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja ter odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita bodo ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma -0,50%.

Prilagajanje ključnih obrestnih mer ECB, ki bo postopno, se bo začelo potem, ko bo preteklo nekaj časa po koncu izvajanja neto nakupov v okviru programa APP. Spreminjanje ključnih obrestnih mer ECB bosta še naprej določali prihodnja usmeritev Sveta ECB glede denarne politike in njegova strateška zaveza, da inflacijo v srednjeročnem obdobju stabilizira na 2-odstotni ravni. Svet ECB tako pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanji ravni tako dolgo, dokler inflacija ne bo doseglj 2% precej pred koncem obdobja projekcij in bo na doseženi ravni ostala do konca tega obdobja, in dokler Svet ECB ne presodi, da je osnovna inflacija zadostni napredovala, da je skladna s stabilizacijo inflacije na ravni 2% v srednjeročnem obdobju.

Svet ECB v prvem četrtletju 2022 izvaja neto nakupe v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v manjšem obsegu kot v prejšnjem četrtletju. Neto nakupe v okviru tega programa bo prenehal izvajati konec marca 2022.

Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.

Pandemija je pokazala, da je v stresnih razmerah fleksibilnost pri načrtovanju in izvajaju nakupov vrednostnih papirjev pri pomogla k odzivanju na oslabljeno transmisijo denarne politike in povečala učinkovitost prizadavanj Sveta ECB, da doseže svoj cilj. V okviru mandata Sveta ECB bo v stresnih razmerah fleksibilnost ostala element denarne politike, kadarkoli ovire za transmisijo denarne politike ogrožajo doseganje cenovne stabilnosti. V primeru ponovne tržne fragmentacije zaradi pandemije bo tako mogoče ponovno investiranje v okviru programa PEPP kadarkoli fleksibilno prilagoditi v času, po razredih finančnega premoženja in po jurisdikcijah. To bi lahko vključevalo tudi kupovanje obveznic, ki jih je izdala Helenska republika, in sicer v obsegu, ki presega ponovno investiranje unovčenj, da se nakupi v tej jurisdikciji ne bi prekinili, saj bi to lahko oslabilo transmisijo denarne politike v grško gospodarstvo, dokler še vedno okreva po izpadu zaradi pandemije. Neto

nakupi v okviru programa PEPP bi se lahko začeli tudi ponovno izvajati, če bi bilo potrebno, da se nevtralizirajo negativni šoki, povezani s pandemijo.

Svet ECB bo še naprej spremjal pogoje bančnega financiranja in zagotavljal, da zapadle operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ne ovirajo nemotene transmisije denarne politike. Svet ECB bo tudi redno ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije prispevajo k naravnosti denarne politike. Kot je bilo napovedano, pričakuje, da se bodo posebni pogoji, ki veljajo v operacijah CUODR III, iztekli junija letos. Svet ECB bo ocenil tudi ustreznost kalibracije dvostopenjskega sistema obrestovanja rezerv, tako da politika negativnih obrestnih mer ne bo omejevala sposobnosti bank pri finančnem posredništvu v okolju obsežne presežne likvidnosti.

Zaradi zelo negotovih razmer, ki jih je povzročila ruska invazija na Ukrajino, in zaradi tveganja regionalnega prelivanja posledic, ki bi lahko negativno vplivale na finančne trge v euroobmočju, je Svet ECB sklenil, da podaljša ponudbo repo poslov Eurosistemu centralnim bankam (EUREP) do 15. januarja 2023. Operacije EUREP bodo tako še naprej dopolnjevale redne dogovore o zagotavljanju likvidnosti v eurih centralnim bankam zunaj euroobmočja. Ti instrumenti skupaj tvorijo celovit sklop varovalk, katerih cilj je zadovoljiti likvidnostne potrebe v eurih v primeru tržnih motenj zunaj euroobmočja, ki bi lahko negativno vplivale na nemoteno transmisijo denarne politike ECB. Prošnje centralnih bank zunaj euroobmočja, da se vzpostavi individualna likvidnostna linija, bo od primera do primera ocenil Svet ECB.

Svet ECB je pripravljen prilagoditi vse instrumente, če bo potrebno, da se inflacija stabilizira na ciljni ravni 2% v srednjeročnem obdobju.

Zunanje okolje

Kot kažejo marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, je bila svetovna gospodarska rast ob prelomu leta upočasnjena, saj se je začela hitro širiti omikronska različica koronavirusa, ozka grla v dobavi so še vztrajala, cene surovin pa so ostale visoke. Rusko-ukrajinska vojna močno povečuje negotovost v obetih za svetovno gospodarstvo, zlasti na kratki rok. Svetovni realni BDP (brez euroobmočja) se je v letu 2021 po ocenah povečal za 6,3%. V letu 2022 se bo rast po projekcijah upočasnila na 4,1% ter še nadalje na 3,6% v letih 2023 in 2024. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami je bila svetovna rast za leto 2021 popravljena navzgor, ker so obsežni ukrepi javne pomoči poganjali svetovno povpraševanje po dobrinah, ter navzdol za leto 2022 in še zlasti za leto 2023, da se upoštevata gospodarski izpad zaradi rusko-ukrajinske vojne ter postopno iztekanje spodbujevalnih ukrepov politik. Svetovna rast uvoza se bo po močnem odboju v letu 2021 (12,1%) predvidoma v letu 2022 upočasnila zaradi šibkejše aktivnosti in negativnega vpliva rusko-ukrajinske vojne na trgovinsko menjavo. V letih 2023 in 2024 bo svetovni uvoz po projekcijah naraščal počasneje, kar odraža vpliv vojne v Ukrajini, splošno upočasnitev v vseh regijah in predpostavko, da se bo povpraševanje po proizvodih za široko porabo postopno normaliziralo. Rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah umirila z 9,9% v letu 2021 na 4% v letu 2022, 3,2% v letu 2023 in 3,6% v letu 2024. Vojna v Ukrajini ima na zunanje povpraševanje euroobmočja večji vpliv kot na svetovni uvoz, ker ima menjava z Rusijo in državami srednje in vzhodne Evrope, ki so bolj izpostavljene negativnimi vplivom konflikta kot druge države zunaj euroobmočja, večjo utež v trgovinski menjavi euroobmočja. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami je rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja ostala za leto 2022 nespremenjena, saj negativni vpliv invazije v celoti izravna pozitivni učinek prenosa iz leta 2021, medtem ko je bila za leti 2023 in 2024 popravljena navzdol (-1,1 oz. – 0,3 odstotne točke). Ozka grla v dobavnih verigah bodo v letu 2022 predvidoma začela popuščati in naj bi do leta 2023 v celoti izginila. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za leti 2022 in 2023 popravljene navzgor zaradi hkratnega vpliva višjih cen primarnih surovin, ozkih grl v dobavnih verigah in okrevanja povpraševanja. Prihodnji potek pandemije ostaja pomemben dejavnik tveganja v osnovnih projekcijah svetovnega gospodarstva, zaradi rusko-ukrajinske vojne pa se izrazito povečuje negotovost. V prihodnjem obdobju bi navzdol usmerjena repna tveganja zaradi nadaljnjega zaostrovanja vojnega konflikta lahko bila precejšnja in bi lahko zavrllo svetovno gospodarsko okrevanje, hkrati pa okrepila inflacijske pritiske.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Svetovno gospodarstvo je v letu 2021 beležilo močno rast kljub zaviralnim dejavnikom, ki izhajajo iz ponovnega širjenja pandemije in ozkih grl v dobavnih verigah. V letu 2021 se je število okužb po vsem svetu v različnih obdobjih močno povečalo in zaviralo gospodarsko aktivnost celo tam, kjer niso bili uvedeni strogi zajezitveni ukrepi. Kljub temu je realni BDP še naprej okreval, rast pa so poganjali obsežni ukrepi javne pomoči in močan odboj svetovnega povpraševanja

po industrijskih izdelkih, saj se je zaradi ukrepov za zaježitev pandemije potrošnja preusmerila od storitev k izdelkom. Ker se proizvajalci na povečano povpraševanje niso uspeli odzvati z enako velikim povečanjem ponudbe in so motnje v logistiki ovirale pravočasno dobavo materiala za proizvodnjo, so velike napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah začele že konec leta 2020 hromiti svetovni poslovni cikel in so zato v letu 2021 zavirale gospodarsko okrevanje.¹ V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2021 je bila rast svetovnega realnega BDP (brez euroobmočja) v letu 2021 popravljena navzgor za 0,3 odstotne točke na 6,3%.

Anketni kazalniki nakazujejo, da se je aktivnost v prvem četrletju 2022 še naprej krepila, motnje ponudbe pa so od konca leta 2021 že presegle najvišo točko. Februarja se je svetovni sestavljeni indeks PMI (brez euroobmočja) zvišal na 53,1, potem ko je januarja znašal 51, k čemur je največ prispeval storitveni sektor, ki je začel ponovno rasti po upadu ob prelomu leta zaradi širjenja omikronske različice koronavirusa. Svetovni PMI za predelovalne dejavnosti se je prav tako zvišal, vendar nekoliko manj, kar kaže na pozitivno, čeprav zmerno rast. Na splošno se pričakuje, da bo vpliv različice omikron manjši in omejen na prvo četrletje 2022. Vseeno ni mogoče izključiti možnosti pojave novih in bolj agresivnih različic virusa COVID-19, ki kljub močni zaščiti, ki jo nudijo cepiva, tako ostaja navzdol usmerjeno tveganje za svetovno gospodarstvo. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami je bila svetovna rast realnega BDP (brez euroobmočja) za prvo četrletje 2022 popravljena za 0,7 odstotne točke navzdol na 0,5% medčetrtletno, in sicer predvsem zaradi posledic različice omikron. Svetovni PMI (brez euroobmočja) za dobavne roke dobaviteljev se v zadnjem času izboljuje, vendar ostaja šibek in še vedno kaže na dolge dobavne roke, medtem ko zamude v pomorskem prometu ostajajo povečane. Kljub temu močna rast blagovne menjave in proizvodnje avtomobilov v zadnjih mesecih morda lahko pomeni, da so omejitve na strani ponudbe v nekaterih sektorjih že dosegle vrh. Na splošno se v marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB še naprej predpostavlja, da bodo ozka grla v ponudbi tekom leta 2022 postopno popuščala in do leta 2023 popolnoma izginila. To se bo zgodilo, ker se zasebno povpraševanje ponovno preusmerja od izdelkov k storitvam, transportne zmogljivosti in ponudba polprevodnikov pa se povečujejo zaradi načrtovanih naložb.

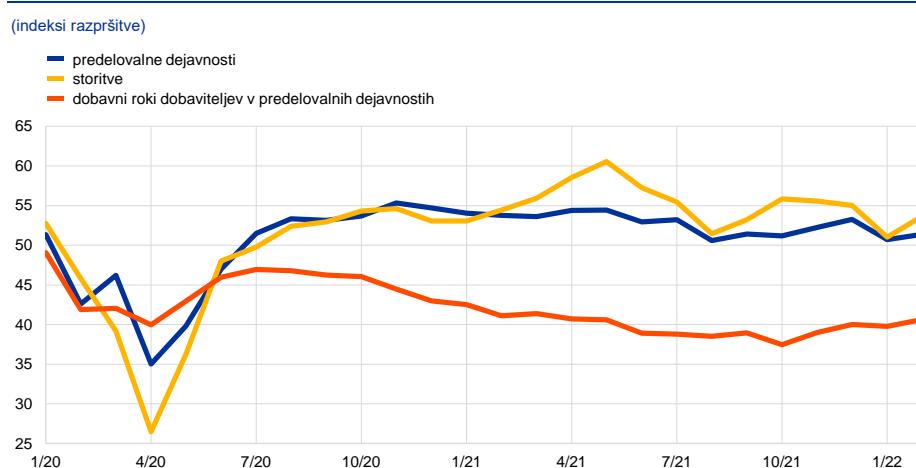
Rusko-ukrajinska vojna vnaša precejšnjo negotovost v sicer dobre svetovne gospodarske obete. Ruska invazija na Ukrajinu je ustvarila nelagodje v celotnem svetovnem gospodarstvu in bo na svetovne obete predvidoma vplivala po treh kanalih. Prvič, obsežne finančne in (neenergetske) trgovinske sankcije, ki so bile uvedene proti Rusiji, bodo v obdobju projekcij močno prizadele gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo v tej državi. Motnje bodo še večje zaradi izključitve nekaterih ruskih bank iz sistema SWIFT, kar bo prizadelo tudi svetovno trgovinsko menjavo, saj bodo ruska podjetja imela velike težave pri financiranju trgovinske menjave. Drugič, konflikt je ustvaril velike pritiske na rast cen surovin, saj ima Rusija pomembno vlogo na evropskem trgu emergentov, Ukrajina pa je za EU glavna izvoznica prehrambnih surovin, zlasti žitaric. Cene surovin je močno prizadelo že

¹ Glej okvir 1 v tej številki Ekonomskega biltena.

stopnjevanje geopolitičnih napetosti tekom leta 2021, invazija na Ukrajino pa jih je pognala še dodatno navzgor.² In tretjič, rusko-ukrajinska vojna zmanjšuje svetovno zaupanje in ustvarja negativne učinke tako v finančnem sektorju kot tudi v realnem gospodarstvu. Poslabševanje pogojev financiranja bo skupaj z vztrajnimi geopolitičnimi napetostmi in negotovostjo predvidoma prizadelo naložbe.

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) po sektorjih



Viri: IHS Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2022.

Rast bo v obdobju projekcij predvidoma omejevalo tudi umikanje spodbujevalnih ukrepov denarne politike. Vedno nova inflacijska presenečenja tekom leta 2021 so spodbudila centralne banke, da so napovedala hitrejše umikanje spodbujevalnih ukrepov, sprejetih zaradi pandemije, nekatera nastajajoča tržna gospodarstva pa so že leta 2021 vstopila v cikel zaostrovanja denarne politike. Zaradi tega so se pogoji financiranja zaostrili, tako da v Braziliji in nekaterih drugih državah že ovirajo gospodarsko rast. Tudi v velikih razvitih gospodarstvih postaja denarna politika manj spodbujevalna. Britanska centralna banka je svojo politiko začela zaostrovati decembra 2021 in je odtlej trikrat zvišala obrestne mere. Podobno je zvezni odbor ZDA za odprti trg (FOMC) na decembrski seji napovedal, da bo spremenil naravnost denarne politike, in namignil, da bo politiko zaostroval hitreje, kot se je pričakovalo pred nekaj meseci. Kot zadnje, po ruski invaziji Ukrajine in uvedbi obsežnih sankcij proti Rusiji je ruska centralna banka z izrednim ukrepom dvignila obrestno mero z 9,5% na 20%, da bi stabilizirala valuto in omejila inflacijske pritiske.

Svetovni pogoji financiranja so se zaostrili v praktično vseh nastajajočih tržnih gospodarstvih in v razvitih gospodarstvih. Od decembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema so pogoji financiranja v razvitih gospodarstvih postali manj spodbujevalni, čeprav v ZDA ostajajo ohlapni glede na položaj gospodarstva v poslovnem ciklu. V začetku sta gibanja določala predvsem

² Čeprav sankcije doslej niso bile usmerjene neposredno na energetski sektor, je verjetno, da je že prišlo do določenih motenj v dobavi. Razlog je v tem, da podjetja vse bolj oklevajo glede kupovanja ruske nafte, velika podjetja zmanjšujejo naložbe v ruske nafne družbe, banke in zavarovalnice pa so vedno manj pripravljene financirati ali zavarovati trgovinske posle z ruskimi surovinami.

zmanjševanje zaskrbljenosti glede navzdol usmerjenih tveganj zaradi različice omikron ter krepitev pričakovanj, da bo ameriška centralna banka začela zaostrovati denarno politiko. V zadnjem času pa so se zaradi ruske invazije na Ukrajino pogoji financiranja zaostrili, ker se je zmanjšala nagnjenost k prevzemanju tveganj, zlasti na evropskih trgih. V vseh nastajajočih tržnih gospodarstvih so se pogoji financiranja še naprej poslabševali, saj je odklonilen odnos do tveganja še stopnjeval lanskoletne zaostritve denarne politike, zlasti v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, inflacija pa je bila visoka (zlasti na Kitajskem).

Svetovna rast realnega BDP (brez euroobmočja) se bo po projekcijah v opazovanem obdobju postopno upočasnjevala. Od leta 2022 dalje bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) po projekcijah beležil bolj umirjene stopnje rasti. Ta napoved odraža kratkotrajne učinke različice omikron, bolj dolgoročno pa vpliv rusko-ukrajinske vojne. Rastoča inflacija bo predvidoma upočasnjevala rast zasebne potrošnje, medtem ko bosta pomanjkanje delovne sile in popuščanje spodbujevalnega vpliva denarne politike, ki ga bo samo deloma izravnalo izginjanje ozkih gril v ponudbi, zavirala gospodarsko aktivnost. To še posebej velja za ZDA, kjer se predpostavlja, da bo centralna banka v začetku leta 2022 začela umikati denarnopolitično podporo. Tudi javnofinančne spodbude so v marčnem osnovnem scenariju manjše, kot so bile predpostavljene v decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Ker se ne pričakuje, da bo kongres odobril zakon Build Back Better Act, so v osnovnih projekcijah upoštevani samo ukrepi, ki so bili sprejeti čez poletje. Gospodarska rast v Rusiji se bo po projekcijskih napovedih močno zmanjšala zaradi vpliva vojne v Ukrajini in sankcij, ki so bile uvedene proti Rusiji. Med drugimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi se bo rast predvidoma upočasnila v Braziliji, predvsem zaradi agresivnega zaostrovanja denarne politike v odziv na naraščanje inflacijskih pritiskov, in v Turčiji kjer jo bodo zavirali tržni pretresi zaradi velike negotovosti glede denarne politike in zelo visoke inflacije, ki zavira potrošnjo in naložbe. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami je bila svetovna realna rast BDP popravljena navzdol za celotno obdobje projekcij ($-0,4$ odstotne točke v letu 2022, $-0,3$ odstotne točke v letu 2023 in $-0,1$ odstotne točke v letu 2024). V letu 2022 negativni vpliv zgoraj naštetih dejavnikov deloma izravna pozitivni učinek prenosa iz konca leta 2021, medtem ko so bili za naslednja leta popravki navzdol narejeni zaradi šibkejše svetovne rasti zaradi rusko-ukrajinske vojne in tudi zaradi počasnejše rasti v ZDA in nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Po projekcijah bo realna rast BDP v letu 2022 znašala $4,1\%$, v letih 2023 in 2024 pa $3,6\%$.

V ZDA se je gospodarska aktivnost ob prelomu leta upočasnila zaradi vpliva različice omikron in manjše državne podpore. Ameriško gospodarstvo je v četrtem četrletju 2021 zabeležilo hitro rast, ki jo je poganjalo predvsem močno obnavljanje zalog. Ob prelому leta se je rast po projekcijah upočasnila zaradi vpliva različice omikron in manjše zasebne potrošnje, ki je upadla zaradi nižjih državnih transferjev. Pričakuje se, da se je gospodarska aktivnost zatem začela ponovno krepiti, čeprav dokaj postopno, saj se ocenjuje, da bo rusko-ukrajinska vojna zavirala aktivnost, zlasti v drugem četrletju. Skupna in osnovna inflacija, merjena z indeksom CPI, je v zadnjih mesecih vztrajno presenečala z visokimi ravnimi, tako da je ameriška centralna banka začela umikati denarne spodbude in marca 2022 prvič

dvignila obrestno mero. Obenem je bilo skupno število dvigov obrestne mere, ki se pričakujejo v letu 2022, v nedavno objavljenih marčnih projekcijah odbora FOMC zvišano na sedem, vključno z dvigom nad nevtralno dolgoročno obrestno mero v obdobju 2023–2024. Ameriška rast se bo do konca obdobja projekcij predvidoma upočasnjevala zaradi manjših javnofinančnih spodbud in zaradi zaostrovanja denarne politike. Skupna inflacija naj bi po napovedih v prvem četrtletju 2022 dosegla vrh nad 7% in zatem upadla, a kljub temu ostala nad 2-odstotno ciljno ravnjo ameriške centralne banke, kar je skladno s pozitivno proizvodno vrzeljo.

Na Kitajskem je gospodarska aktivnost ob prelomu leta zaradi številnih zaviralnih dejavnikov ostala oslabljena. Realna rast BDP je v drugi polovici leta 2021 na letni ravni upadla zaradi pretresov v sektorju stanovanjskih nepremičnin in novih izbruhovalnih koronavirusa. Ti zaviralni dejavniki so ob prelomu leta zavirali naložbe in potrošnjo, tako da se je gospodarska in trgovinska rast v prvem četrtletju 2022 verjetno upočasnila. V drugem četrtletju bo vpliv rusko-ukrajinske vojne predvidoma nekoliko zmanjšal intenzivnost pričakovanega odboja. Skupna inflacija cen življenjskih potrebščin je z decembrskih 1,5% v januarju upadla na 0,9% (medletno), kar je predvsem posledica deflacji v skupini cen hrane, saj so se cene svinjine normalizirale, preskrba s hrano pa se je izboljšala po motnjah zaradi slabega vremena. Osnovna inflacija po CPI brez hrane in energentov je ostala nespremenjena na ravni 1,2% (medletno). Zaradi višjih cen surovin je bila napoved inflacije v začetku leta 2022 popravljena navzgor, vendar se ne pričakuje, da se bodo zaradi tega bistveno spremenili inflacijski obeti za obdobje 2022–2024. Denarna politika postaja bolj spodbujevalna, da uravnovesi zaviralne dejavnike za gospodarsko rast.

Na Japonskem se po začasnom upadu rasti v začetku leta 2022 pričakuje, da bo gospodarstvo v nadaljevanju močnejše okrevalo. Japonsko gospodarstvo je proti koncu leta 2021 začelo znova okrevati, saj so bile konec poletja odpravljene začasne ukrepe in so nekatere omejitve na strani ponudbe začele popuščati. Čeprav se je rast v začetku leta 2022 ponovno upočasnila zaradi vpliva različice omikron in nadaljnji omejitve v ponudbi, se v nadaljevanju pričakuje močnejše okrevanje, ki ga bodo podpirale nedavno napovedane dodatne fiskalne spodbude. Izpad zaradi rusko-ukrajinske vojne bo na tej točki po ocenah razmeroma omejen in dokaj kratkotrajen. Pozneje se bo gospodarska rast predvidoma nekoliko upočasnila in postopno vrnila k trendni stopnji. Medletna inflacija po indeksu CPI se bo po projekcijah v bližnji prihodnosti zvišala, kar deloma odraža izginjanje nekaterih začasnih dejavnikov (med drugim nižje naročnine za mobilno telefonijo), vendar bo do konca obdobja projekcij predvidoma ostala pod ciljno ravnjo japonske centralne banke.

V Združenem kraljestvu bodo gospodarski obeti predvidoma ostali dokaj skromni zaradi močnih cenovnih pritiskov in vztrajnih težav v ponudbi.

Gospodarsko okrevanje je v zadnjem četrtletju 2021 ostalo počasno, k čemur je največ prispevalo širjenje različice omikron v decembru, kar je še zaostriло težave, ki so obstajale že pred tem zaradi ozkih gril v ponudbi in pomanjkanja delovne sile v nekaterih sektorjih. Zaviralni vpliv omikrona bo kot kaže kratkotrajen, zato pa bo rast v bližnji prihodnosti omejeval izpad zaradi rusko-ukrajinske vojne. Na daljši rok bodo

aktivnost v Združenem kraljestvu predvidoma še naprej zavirali drugi, bolj strukturni dejavniki, ki so deloma povezani z brexitom. Inflacija cen živiljenjskih potrebščin je januarja presenetila z visoko stopnjo, ki je bila posledica visokih cen hrane in naraščanja cen storitev. Skupna inflacija bo v drugem četrtletju 2022 po projekcijah doseglj najvišjo raven blizu 7% in se zatem nekoliko umirila, ob pričakovanju, da bo britanska centralna banka še nekajkrat dvignila obrestno mero.

V državah članicah EU v srednji in vzhodni Evropi bodo zavirali dejavniki, povezani predvsem z vojno v Ukrajini, predvidoma upočasnjevali gospodarsko rast. Aktivnost v srednje- in vzhodnoevropskih državah se je v drugi polovici leta 2021 še naprej razmeroma hitro krepila, poganjala pa jo je predvsem močna potrošnja gospodinjstev. V prihodnjem obdobju se bo gospodarska rast upočasnila zaradi gospodarskega izpada, ki ga povzroča vojna v Ukrajini, ter zaradi vztrajnih omejitve v ponudbi, cenovnih pritiskov in začasnega povečanja števila novih okužb s koronavirusom. Na srednji rok bo gospodarska aktivnost predvidoma ostala odporna, poganjalo pa jo bo predvsem okrejanje domačega povpraševanja. Dogajanja na trgih energentov in najnovejši podatki napovedujejo, da se bodo inflacijski pritiski v letih 2022 in 2023 nadaljevali, normalizacija na zmernejše stopnje pa se pričakuje proti koncu obdobja projekcij.

V Rusiji bo gospodarstvo v letu 2022 predvidoma vstopilo v recesijo zaradi invazije na Ukrajinu in sankcij, ki so jih uvedle zahodne države. Rast je imela proti koncu leta 2021 močan zagon, vendar se zaradi strogih sankcij in negativnega odnosa do države pričakuje močno zmanjšanje zunanjega in notranjega financiranja, upad potrošnje in naložb ter motnje v ruski mednarodni trgovinski menjavi. Zaradi hude depreciacije rubla je ruska centralna banka zvišala obrestno mero z 9,5% na 20% in uvedla omejitve kapitalskih tokov, da bi stabilizirala trge. V prihodnjem obdobju bo inflacija zaradi depreciacije rubla in šokov uvoznih cen, ki nastajajo zaradi sankcij, verjetno ostala visoka. Po pričakovanjih se bo proti ciljni 4-odstotni ravnvi vrnila zelo postopno v srednjoročnem obdobju. Obeti ostajajo neugodni zaradi velikih geopolitičnih tveganj.

V Braziliji bosta hitro zaostrovane denarne politike in manj ugodno zunanje okolje v letu 2022 predvidoma zavirala gospodarsko rast. V zadnjem četrtletju 2021 se je rast obnovila, saj neto izvoz ni več deloval tako zaviralno. Po drugi strani je okrejanje domačega povpraševanja napredovalo počasi zaradi visoke inflacije, naraščanja obrestnih mer, slabšega razpoloženja na trgu in ozkih grl v ponudbi. Hitro zaostrovanje denarne politike in manj ugodno zunanje okolje bosta v letu 2022 verjetno še naprej zavirala rast, medtem ko bo vpliv različice omikron predvidoma trajal le kratek čas. Po letu 2022 se bo gospodarska rast po projekcijah nekoliko okreplila, ko se bo razpoloženje na trgu izboljšalo in se bodo ozka grla v ponudbi sprostila, kljub temu pa bodo srednjoročni obeti za gospodarsko rast še naprej dokaj slabi zaradi omejenega manevrskega prostora javnofinančne politike in zaradi nezadostnega napredka pri strukturnih reformah. Sprič nedavnega vzpona cen surovin se bo inflacija, merjena s cenami živiljenjskih potrebščin, na ciljno raven po pričakovanjih vrnila šele v letu 2023.

V Turčiji se je gospodarska aktivnost močno upočasnila, potem ko je leta 2021 beležila močno rast, saj velika izpostavljenost rusko-ukrajinski vojni še

dodatno zaostruje negotovost glede denarne politike in makroekonomska neravnotežja. V letu 2021 se je gospodarska aktivnost v Turčiji močno odbila zaradi spodbujevalnih ekonomskev politik, zadržanega domačega povpraševanja in močnega zunanjega povpraševanja. Kljub krepitvi inflacijskih in deprecacijskih pritiskov je centralna banka decembra še četrtič zapored znižala obrestno mero na 14%. To je povzročilo zgodovinsko visoko volatilnost na deviznih in delniških trgih, ki jo je centralna banka kasneje omejila s precejšnjimi deviznimi posegi in uvedbo nove sheme zaščitenih vezanih vlog v turških lirah. Inflacija je decembra 2021 dosegla 36,1% in se februarja 2022 povzpela na skoraj na 55%. Za prihodnje obdobje se pričakuje upad zasebnega povpraševanja zaradi naraščanja življenjskih stroškov, kar bo skupaj z zmanjševanjem naložb zaviralo gospodarsko rast. Gospodarski izpad zaradi rusko-ukrajinske vojne bo za Turčijo verjetno precejšen, saj iz obeh držav v Turčijo navadno prihaja veliko turistov, poleg tega pa je Turčija odvisna od uvoza (energentov) iz Rusije. Konflikt bi zato lahko resno prizadel rast in makroekonomsko stabilnost, ker bi okrepil inflacijske pritiske, zmanjšal izvoz in povečal primanjkljaj na tekočem računu, zaradi česar bi se po drugi strani lahko še dodatno znižal devizni tečaj lire, ki je močno upadel že doslej.

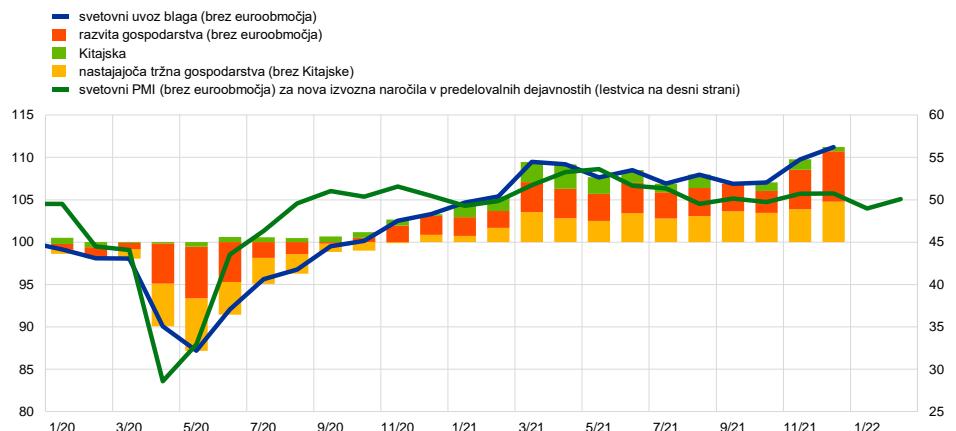
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) je leta 2021 kljub motnjam v dobavnih verigah beležila hitro rast, pri čemer jo je podpiralo močno povpraševanje po blagu. Svetovna trgovinska menjava je bila v drugi polovici leta močnejša, kot je bilo pričakovano, k čemur je največ prispevala hitra rast v nastajajočih azijskih gospodarstvih ter v četrtem četrtletju v ZDA. Napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah se še naprej čutijo zlasti v transportnem sektorju, kjer cene ostajajo povišane. Nasprotno pa okrevanje v svetovni proizvodnji avtomobilov kaže, da se je pomanjkanje polprevodnikov v zadnjih mesecih nekoliko zmanjšalo. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila rast svetovnega uvoza (brez euroobmočja) v letu 2021 popravljena za 1 odstotno točko navzgor na 12,1%.

Po najnovejših visokofrekvenčnih kazalnikih je bila rast trgovinske menjave ob prelomu leta oslabljena, čeprav se pričakuje, da bo to samo začasen pojav. Med decembrom in januarjem se je trgovinska menjava s storitvami (kot se odraža v tedenskih kazalnikih hotelskih rezervacij in števila poletov) zmanjšala, ker se je pandemija zaostriila. Ta volatilnost je bila zgolj začasna, saj so strahovi glede nevarnosti različice omikron začeli popuščati. Za prvo četrtletje 2022 visokofrekvenčni podatki nakazujejo, da je trgovinska menjava še naprej naraščala, k čemur je prispevalo močno povpraševanje zlasti po jeklu in tehnoloških izdelkih, medtem ko so ozka grla nekoliko manj ovirala trgovanje. Izvozna naročila v Tajvanu, ki se uporabljajo kot svetovni pokazatelj povpraševanja po tehnoloških izdelkih, so se od sredine leta 2021 strmo povečala in novembra dosegla rekordne vrednosti. Proizvodnja jekla je proti koncu leta 2021 močno okrevala, potem ko se je v tretjem četrtletju sunkovito skrčila zaradi upočasnitve v kitajskem nepremičninskem sektorju in novih valov okužb s koronavirusom. Pričakuje se, da se je to močno okrejanje nadaljevalo tudi v začetku leta 2022.

Graf 2

Svetovni uvoz blaga in indeks PMI za nova izvozna naročila (brez euroobmočja)

(lestvica na levi strani: indeks, december 2019 = 100; lestvica na desni strani: indeks razprtitev)



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2022 za indeks PMI in na december 2021 za svetovni uvoz blaga.

Svetovna rast uvoza (brez euroobmočja) se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih postopno normalizirala. Hitra rast uvoza v drugi polovici leta 2021, ki je bila močnejša od pričakovane, je ustvarila velik učinek prenosa v leto 2022, ki več kot odtehta šibkejšo dinamiko zaradi popravkov svetovne aktivnosti in negativnega vpliva rusko-ukrajinske vojne na trgovinsko menjavo. Za leto 2023 se v projekcijah predpostavlja, da bo svetovni uvoz rasel po bolj zmerni stopnji, kar odraža vpliv rusko-ukrajinske vojne, splošno upočasnitve v vseh regijah in predpostavko, da se bo povpraševanje po potrošniških dobrinah postopno normaliziralo. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila svetovna rast uvoza v letu 2022 zaradi pozitivnega učinka prenosa popravljena navzgor (za 0,7 odstotne točke), medtem ko je bila za leti 2023 in 2024 popravljena navzdol (za 0,7 odstotne točke in 0,2 odstotne točke).

Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah prav tako umirilo, kar odraža izpad zaradi rusko-ukrajinske vojne. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja, ki se je leta 2021 po ocenah povečalo za skupno 9,9%, se bo v letu 2022 predvidoma upočasnila na 4,0% in v letu 2023 še nadalje na 3,2%, zatem pa bo v letu 2024 po projekcijah znašala 3,6%. Vojna ima močnejši vpliv na zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja kot na svetovni uvoz, ker ima Rusija velik delež v trgovinski menjavi euroobmočja, prav tako pa tudi države srednje in vzhodne Evrope, ki so bolj izpostavljene negativnemu vplivu konflikta kot druge države zunaj euroobmočja. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami je stopnja rasti zunanjega povpraševanja euroobmočja ostala za leto 2022 nespremenjena, saj negativni vpliv invazije v celoti izravna pozitivni učinek prenosa iz leta 2021, medtem ko je bila za leti 2023 in 2024 popravljena navzdol (za 1,1 in 0,3 odstotne točke).

Ker je negotovost v napovedih zelo velika, je ocenjeno, da so tveganja za gospodarsko aktivnost usmerjena navzdol, za inflacijo pa navzgor. Medtem ko pandemija ostaja pomembno navzdol usmerjeno tveganje v svetovnih obetih, je

ruska invazija na Ukrajino močno povečala svetovna negotovost in upočasnjuje svetovno rast. Navzdol usmerjena repna tveganja, povezana z možnostjo nadaljnega zaostrovanja konflikta, bi lahko bila precejšnja in bi lahko zavrla svetovno gospodarsko okrejanje, hkrati pa okrepila inflacijske pritiske. Podjetja bi višje cene surovin, zaradi katerih se zvišujejo stroški proizvodnje, lahko prenesla na potrošnike in zvišala cene končnih izdelkov. Zaradi tega bi se po drugi strani lahko okrepile zahteve za zvišanje plač, kar bi ponovno okrepilo inflacijske pritiske preko plačno-cenovne spirale. Poleg tega bi se zaradi rusko-ukrajinske vojne lahko zaostriла ozka grla v ponudbi, zaradi česar bi lahko začelo primanjkovati primarnih proizvodov in še zlasti kritičnih surovin, pojavile pa bi se lahko tudi težave v logistiki in prevozu zaradi prepovedi zračnega in pomorskega prevoza, ki vpliva na trgovinsko menjavo v celotni regiji.

Svetovna cenovna gibanja

Visoke in naraščajoče cene emergentov ostajajo glavni zaviralni dejavnik za svetovno gospodarstvo. Promptne cene nafte so se od presečnega datuma za decembridske projekcije hitro zvišale (+57% 9. marca 2022) in še naprej odražajo okrejanje povpraševanja in omejitve na strani ponudbe. Na strani ponudbe naftne trge očitno poganja optimizem, da različica omikron ne bo prizadela svetovnega povpraševanja po nafti v tolikšni meri, kot so se tržni udeleženci bali v preteklosti. Bolj nedavno pa cene nafte narekujejo zlasti tveganja na strani ponudbe. Prvič, ruska invazija na Ukrajino je sprožila strahove glede kratkoročnih motenj dobave, saj Rusija prispeva približno 10% svetovne ponudbe nafte. Drugič, članice skupine OPEC+ so še vedno proizvajale manj, kot so načrtovale, še zlasti v Nigeriji in Angoli, kjer proizvodnjo ovirata zastarela infrastruktura in politična nestabilnost. Sodeč po najnovejšem poročilu ameriškega vladnega urada za zbiranje podatkov o energiji (EIA) tudi cilji za leto 2022 verjetno ne bodo doseženi, saj imajo nekatere države težave pri ponovnem zagonu začasno ustavljenih črpališč. Krivulja terminskih cen nafte je še vedno usmerjena navzdol, kar odraža trenutno pomanjkanje na naftnem trgu in visoke premije za takojšnjo dostopnost, vendar so se navzgor usmerjena repna tveganja povečala, saj so se napetosti med Rusijo in Ukrajino stopnjevala v vojno. Evropske promptne cene plina ostajajo zelo volatilne, kar je posledica strahu, da bo Rusija omejila dobavo energije Evropi v potencialno dolgotrajnem konfliktu (na presečni datum 9. marec so bile za 62% višje kot v decembridskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema). Zvišale so se tudi cene primarnih surovin razen emergentov, saj so zrasle tako cene hrane kot kovin, med drugim zato, ker so višje cene emergentov navzgor potisnile cene kovin in gnojil. Predvsem se je po ruski invaziji na Ukrajino močno zvišala cena pšenice, saj sta obe države med glavnimi svetovnimi izvoznicami žitaric in skupaj prispevata 25% svetovne ponudbe.

Inflacija, merjena s cenami živiljenjskih potrebščin, se je v letu 2021 močno zvišala tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V več ključnih gospodarstvih je rast cen živiljenjskih potrebščin tekom leta 2021 presenečala z visokimi vrednostmi, kar je posledice različnih dejavnikov (npr. višjih cen emergentov, napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah in pomanjkanja delovne sile), ki vztrajajo dalj časa, kot je bilo sprva pričakovano. V državah OECD se je

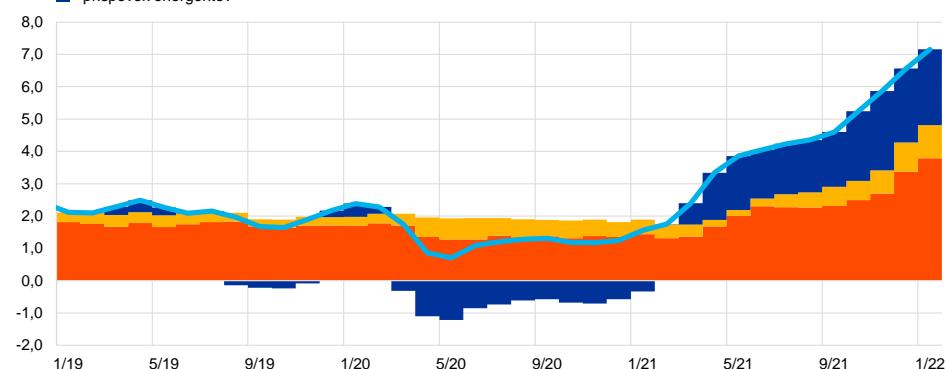
inflacija, merjena z indeksom CPI, januarja zvišala že četrti mesec zapored in dosegla 7,2%, medtem ko je osnovna inflacija znašala 5,1%. To pomeni zelo strmo zvišanje glede na december (+0,6 odstotne točke in +0,5 odstotne točke), ki so ga povzročila zlasti izredna cenovna gibanja v Turčiji, kjer se je skupna inflacija januarja povzpela na 48,7%. Brez Turčije je bilo zvišanje skupne inflacije bolj zmerno (5,8% v januarju s 5,5% v decembru), a še vedno precejšnje in prisotno v vseh državah. Medtem ko se je v nastajajočih tržnih gospodarstvih inflacija s temi zvišanji vrnila približno na raven dolgoročnega trenda, pa je v razvitih gospodarstvih dosegla večletne najvišje vrednosti.

Graf 3

Inflacija cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- inflacija z vsemi komponentami
- prispevki vseh komponent razen hrane in energentov
- prispevki hrane
- prispevki energentov



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

Inflacijski pritiski bodo v glavnih trgovinskih partnericah euroobmočja v letu 2022 verjetno še vztrajali, čeprav v nekaterih primerih ne bodo več tako intenzivni kot doslej, kar pomeni, da bodo izvozne cene konkurentov euroobmočja še naprej hitro naraščale. Cene pri proizvajalcih so se na svetovni ravni precej zvišale, k čemur sta prispevala naraščanje cen energentov in drugih surovin, zlasti hrane, ter nadaljnja neusklenjenost med ponudbo in povpraševanjem, ki so ga poganjali tudi pretekli spodbujevalni ukrepi denarnih politik. Zaradi tega bo medletna rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja v letu 2022 po projekcijah mnogo močnejša, kot se je pričakovalo prej, zatem pa se bo do konca obdobja projekcij upočasnila na bolj zmerno raven.

2

Finančna gibanja

V obravnavanem obdobju (od 16. decembra 2021 do 9. marca 2022) so na finančne trge v euroobmočju pred 24. februarjem 2022 vplivale predvsem spremembe v inflacijskih obetih in vse večja geopolitična negotovost glede morebitnega vojaškega posredovanja Rusije v Ukrajini, po 24. februarju 2022 pa ruska obsežna invazija na Ukrajino. Ob vse večjih pričakovanjih o normalizaciji denarne politike v okolju pričakovanega kratkoročnega zvišanja inflacije se je krajši konec termske krivulje referenčne eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) vse do konca februarja izrazito dvigoval. Nato so se termske obrestne mere nekoliko znižale, ko so trgi zaradi ruske invazije na Ukrajino prilagodili svoje obete glede denarne politike. Skladno s kratkoročnimi obrestnimi merami so se najprej močno zvišale tudi netvegane dolgoročne obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, nato pa se je proti koncu obravnavanega obdobia zvišanje izničilo. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so v povprečju ostali približno nespremenjeni. Povečana geopolitična negotovost od konca februarja je povzročila precejšnjo volatilnost na trgi, svetovne delnice pa so izgubile precej vrednosti. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju povečali, povečevanje pa se je po ruski invaziji na Ukrajino pospešilo. Euro je oslabel v razmerju do večine pomembnejših valut.

Referenčna obrestna mera €STR je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala –58 bazičnih točk. Presežna likvidnost se je povečala za približno 105 milijard EUR na okrog 4.483 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi povečanja vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev za okrog 140 milijard EUR³ ter tudi zaradi poravnave desete operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) v znesku 51,97 milijarde EUR 22. decembra 2021. Povečanje imetij vrednostnih papirjev za namene denarne politike so precej odtehtala predčasna odplačila izposojenih sredstev iz prejšnjih operacij iz tretje serije CUODR v vrednosti 60,21 milijarde EUR.

Termska krivulja referenčne obrestne mere €STR se je po decembrski seji Sveta ECB na krajšem koncu premaknila izrazito navzgor, gibanje navzgor pa se je po februarski seji Sveta ECB še pospešilo, iz česar je mogoče sklepati, da so udeleženci na trgu precej popravili pričakovanja o dvigu obrestnih mer. Po invaziji Rusije na Ukrajino 24. februarja 2022 se je krivulja nekoliko izravnala (graf 4). Krajši konec termske krivulje referenčne obrestne mere €STR se je v prvem delu obravnavanega obdobia dvigoval do konca februarja ob presenetljivih skokih skupne inflacije in pričakovanjih, da se bo inflacija kratkoročno zvišala. Naraščanje naklona krivulje je bilo še posebno izrazito zaradi večjih pričakovanj o normalizaciji denarne politike po februarski seji Sveta ECB. Pozneje v obravnavanem obdobju se je kot odziv na rusko invazijo na Ukrajino dvig termske krivulje referenčne obrestne mere €STR nekoliko izničil zaradi večje negotovosti glede gospodarskih posledic vojne. Na splošno sta bila pričakovano gibanje

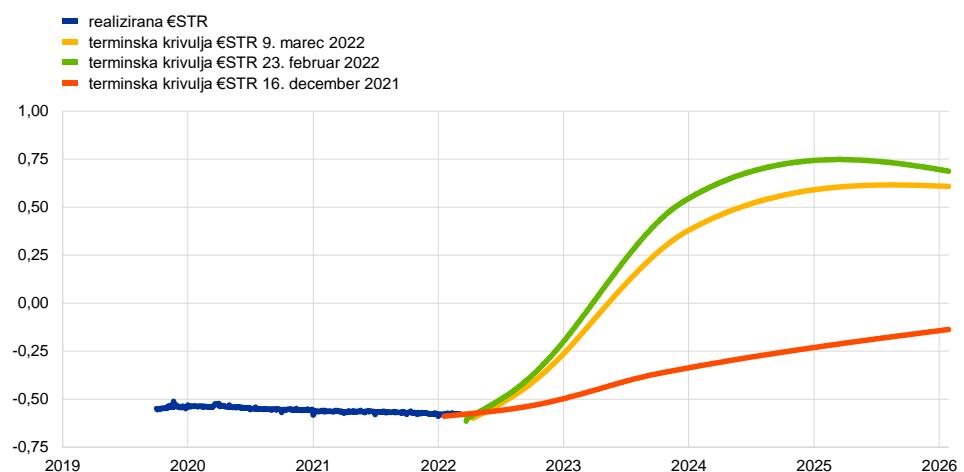
³ Od tedna, ki se je končal 17. decembra 2021, do tedna, ki se je končal 4. marca 2022.

obrestnih mer in čas dviga obrestnih mer zelo negotova, kar se je odrazilo v povečani volatilnosti na denarnih trgih.

Graf 4

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



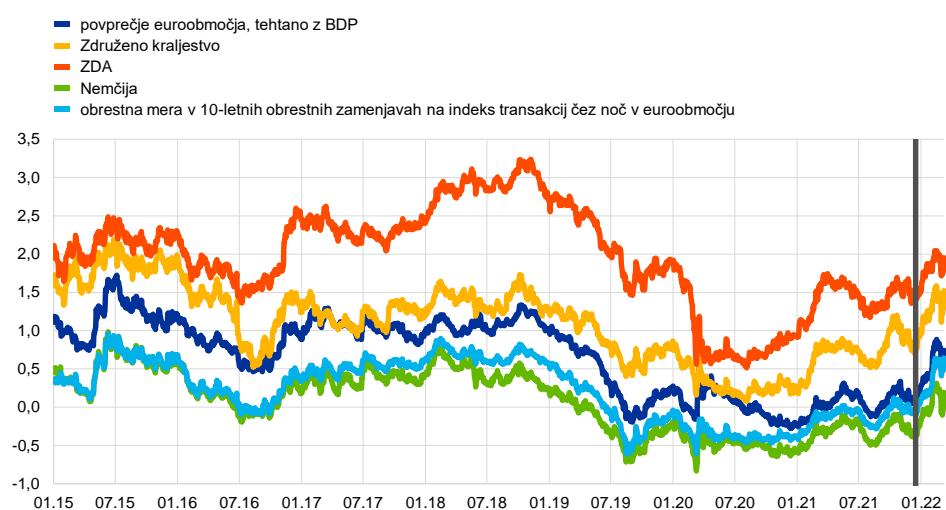
Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

Dolgoročna povprečna donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je kljub prehodnemu zmanjšanju po ruski invaziji na Ukrajino 24. februarja 2022 povečevala skladno z gibanjem netveganih obrestnih mer in dosegla precej višje ravni kot na začetku obravnavanega obdobja, pri čemer se je gibanje med državami euroobmočja delno razlikovalo (graf 5). Med sredino decembra in sredino februarja se je zaradi višjega nadomestila za inflacijo ob vse manjši zaskrbljjenosti glede koronavirusne (COVID-19) različice omikron in večjih pričakovanjih glede normalizacije denarne politike donosnost državnih obveznic povečevala skladno z močnim trendom zviševanja dolgoročnejših netveganih obrestnih mer, zaradi česar je tudi krivulja donosnosti državnih obveznic postala bolj strma. Vendar se je pozneje donosnost državnih obveznic zaradi ruske invazije na Ukrajino ob padcu realnih obrestnih mer zmanjšala, pri čemer je prišlo do manjšega umikanja k varnim oblikam naložb, sicer pa se je donosnost ob pričakovanjih, da bo zaradi prihodnjih negotovih gospodarskih razmer normalizacija denarne politike počasnejša, na splošno zmanjšala v celotnem euroobmočju. V obravnavanem obdobju sta se povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, in netvegana obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR povečali za približno 70 bazičnih točk na 0,74% oziroma 0,64%. V ZDA so bila gibanja podobna, pri čemer se je donosnost 10-letnih državnih obveznic do konca obravnavanega obdobia povečala za okrog 50 bazičnih točk na 1,95%.

Graf 5

Donosnost 10-letnih državnih obveznic in obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

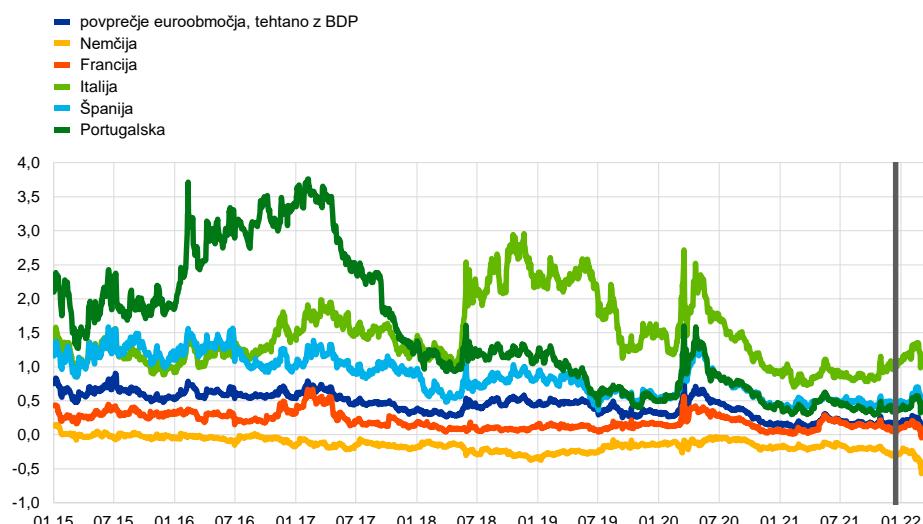
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (16. december 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2022.

Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR so se v nekaterih jurisdikcijah zlasti po februarski seji Sveta ECB povečali, nato pa so se zaradi zaostrovanja vojne v Ukrajini znova zmanjšali (graf 6). Na več trgih državnih obveznic so se razmiki v času okrog februarske seje Sveta ECB v pričakovanju morebitne normalizacije denarne politike ob vse večji zaskrbljjenosti glede inflacije povečali (npr. za 19 bazičnih točk v Italiji, 12 bazičnih točk na Portugalskem in 11 bazičnih točk v Španiji med 2. februarjem in 4. februarjem 2022). Vendar pa se je zaradi najnovejše zaostritve rusko-ukrajinskega konflikta povečanje razmikov več kot izničilo, saj so se pričakovanja, da se bodo obrestne mere zvišale, umirila. Ob koncu obravnavanega obdobja je bil razmik v povprečni donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtani z BDP, za 7 bazičnih točk manjši kot v decembru. Na to spremembo je vplivalo zmanjšanje razmikov v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic v Nemčiji, ki so v drugi polovici obravnavanega obdobja postali za skoraj 20 bazičnih točk bolj negativni, k čemur je morda prispevalo preusmerjanje naložb v netvegane države zaradi geopolitičnih napetosti.

Graf 6

Razmiki v donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotnih točkah)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

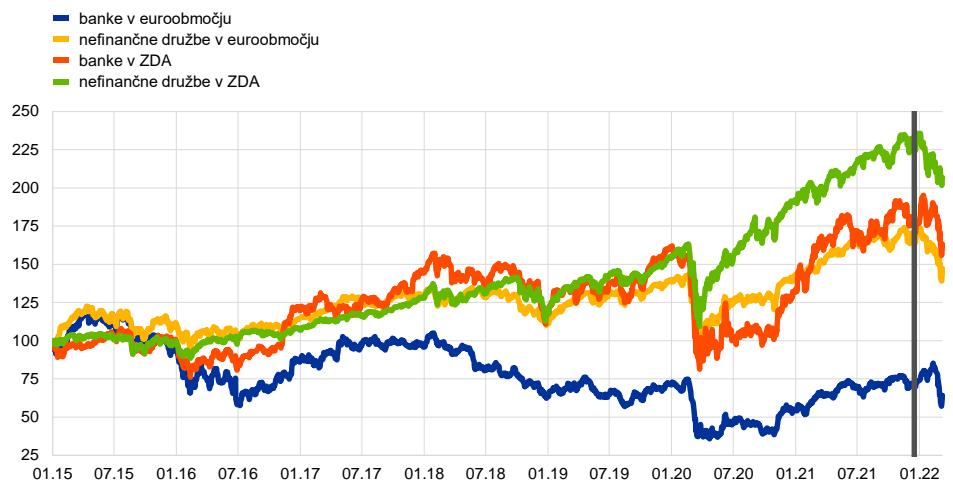
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR. Navpična siva crta označuje začetek obravnavanega obdobja (16. december 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2022.

Na svetovnih delniških trgih je po rekordno visokih tečajih na začetku obdobja prišlo do intenzivne prodaje, kar je bila najprej posledica vse višjih netveganih obrestnih mer, nato pa v večji meri rezultat povečanja geopolitične negotovosti (graf 7). Medtem ko so na začetku obravnavanega obdobja pričakovanja o močni rasti dobička na splošno podpirala delniške trge, so se nato tečaji delnic v euroobmočju in ZDA zaradi dviga netveganih diskontnih stopenj znižali. Do konca februarja so se zaradi uresničitve napetosti med Rusijo in Ukrajino ter poznejših finančnih sankcij, ki so jih proti Rusiji uvedle zahodne države, pritisli na znižanje tečajev delnic še povečali, trgi na obeh straneh Atlantika pa so postali precej volatilni. Tako so se v celotnem obravnavanem obdobju tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju znižali za 12% in v ZDA za 9%, medtem ko so se tečaji bančnih delnic v euroobmočju znižali za 10%, v ZDA pa za 8%. Slabši rezultati na delniških trgih v euroobmočju v primerjavi z ZDA so bili posledica relativno večje izpostavljenosti Evrope gospodarskim in finančnim posledicam konflikta in s tem povezanih sankcij.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2018 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

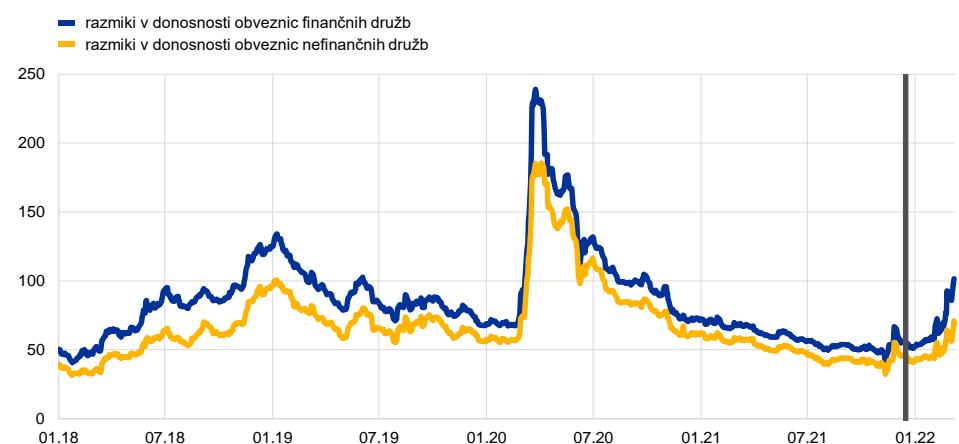
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (16. december 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2022.

Skladno z gibanjem tečajev delnic so se v obravnavanem obdobju razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju povečali, zlasti po ruski invaziji na Ukrajino (graf 8). Na začetku obravnavanega obdobja se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) v pričakovanju normalizacije denarne politike začel rahlo povečevati, nato pa se je zaradi povečanih napetosti med Rusijo in Ukrajino, ki so se udejanjile konec februarja, povečal močneje.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

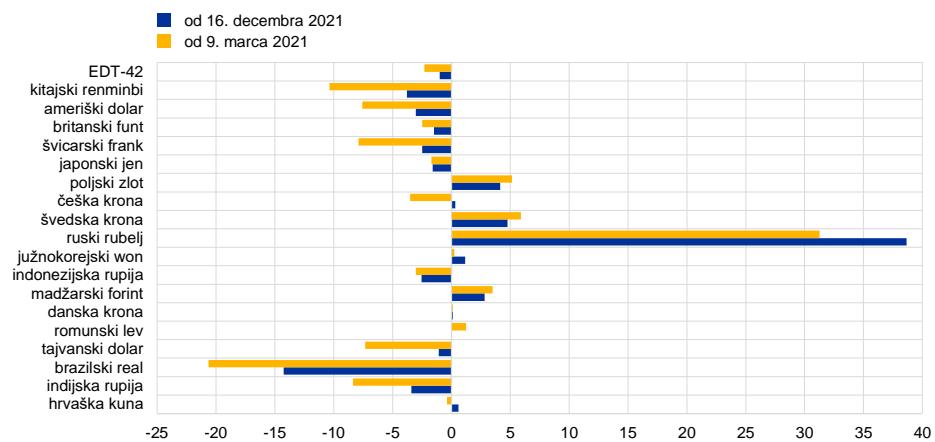
Opombe: Razmiki so razlika med obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (16. december 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2022.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno depreciral (graf 9). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 1,0%. Kar zadeva gibanja dvostranskih deviznih tečajev, je euro v razmerju do ameriškega dolarja ponovno depreciral (za 3,0%) zaradi nadaljnje povečanja razlike v kratkoročnih obrestnih merah med euroobmočjem in ZDA. K povečanju razlike sta prispevala hitrejša rast gospodarske aktivnosti in višja inflacija v ZDA, kar je vplivalo na pričakovano smer ameriške denarne politike. Euro je oslabel tudi v razmerju do drugih pomembnejših valut, vključno s švicarskim frankom (za 2,5%), japonskim jenom (za 1,6%) in britanskim funtom (za 1,5%). Poleg tega je depreciral v razmerju do valut večine večjih nastajajočih tržnih gospodarstev, vključno s kitajskim renminbijem (za 3,8%). Hkrati je euro močno apreciral v razmerju do ruskega rubla, saj je ta po uvedbi doslej najstrožjih gospodarskih in finančnih sankcij proti Ruski federaciji kot odziv na invazijo na Ukrajino, s katero krši mednarodno pravo, v enem samem dnevu izgubil več kot 30% vrednosti. Zaradi narave trgovalne aktivnosti na rubeljskem trgu je ECB s 1. marcem 2022 začasno prenehala objavljati eursko referenčno mero za ruski rubelj. V referenčnem obdobju je euro v razmerju do valut večine držav članic EU zunaj euroobmočja večinoma apreciral.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Positivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 9. marca 2022, razen pri ruskem rublu, za katerega je bila sprememba izračunana na podlagi tečaja na dan 1. marca 2022, saj je bilo objavljanje eurske referenčne mere za ruski rubelj prekinjeno.

3

Gospodarska aktivnost

V letu 2021 je medletna realna rast BDP znašala 5,3%, pri čemer je bil BDP ob koncu leta rahlo večji kot pred pandemijo. V zadnjem četrtletju leta se je rast upočasnila, kar je bilo posledica šibke zasebne potrošnje, ki se je zaradi povečevanja števila okužb s koronavirusom (COVID-19) in višjih cen emergentov, ki so zavirale kupno moč gospodinjstev, zmanjšala za 0,6%. K rasti je v zadnjem četrtletju negativno prispevala tudi neto trgovinska menjava. Nasprotno je bil prispevek naložb in državne potrošnje h gospodarski rasti pozitiven. Na proizvodni strani je mogoče na podlagi sedanjega okrevanja industrijske proizvodnje sklepati, da so ozka grla v dobavnih verigah še vedno zaostrena, vendar postopno popuščajo. Na splošno najnovejši podatki, ankete in visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo, da bo ob negativnih učinkih prenosa zaradi šibke gospodarske aktivnosti ob koncu leta 2021, vztrajnih motnjah v ponudbi, visokih cenah emergentov in posledicah vojne v Ukrajini gospodarstvo šibko tudi v prvem četrtletju 2022.

Rast naj bi se med letom 2022 okreplila, saj bo več zaviralnih dejavnikov začelo popuščati. Pričakovano izboljšanje temelji na pojemanjem vplivu pandemije COVID-19 na gospodarstvo, še naprej ugodnih pogojih financiranja in vse boljših razmerah na trgu dela. Vseeno se ocenjuje, da je vojna v Ukrajini, predvsem prek vpliva na stroške energije in zaupanje, povzročila, da so se namere glede trošenja v bližnji prihodnosti zmanjšale, zaradi česar naj bi bila po pričakovanjih rast v drugem četrtletju šibkejša.

Tako oceno na splošno kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih marca 2022 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,7%, v letu 2023 2,8% in v letu 2024 1,6%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti glede gospodarske aktivnosti za leto 2022 popravljeni navzdol za 0,5 odstotne točke in za leto 2023 za 0,1 odstotne točke, za leto 2024 pa ostajajo nespremenjeni. Popravki obetov za leto 2022 so večinoma posledica vpliva ukrajinske krize na cene emergentov, zaupanje in trgovinsko menjavo. Tveganja za gospodarske obete so se zaradi ruske invazije na Ukrajinico precej povečala in so usmerjena navzdol. Medtem ko so se tveganja v zvezi s pandemijo zmanjšala, bi lahko vojna v Ukrajini imela močnejši učinek na gospodarsko klimo od pričakovanega, omejitve na strani ponudbe pa bi se lahko znova povečale. Pred izbruhom rusko-ukrajinske vojne je gospodarstvo euroobmočja vztrajno okrevalo, pri čemer je rast kljub zaviralnim dejavnikom, povezanim s pandemijo, motnjami v dobavi in visokimi cenami emergentov, dosegla predkrizno raven. Čeprav strokovnjaki ECB v makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da bo rast gospodarske aktivnosti v srednjeročnem obdobju projekcij močna, bo imela rusko-ukrajinska vojna pomemben vpliv na aktivnost. Po alternativnih scenarijih, ki upoštevata gospodarski vpliv vojne, bi lahko rast znatno zavrla bolj strmo zvišanje cen emergentov in primarnih surovin ter tudi večji negativni vpliv na trgovinsko menjavo in poslovno klimo.

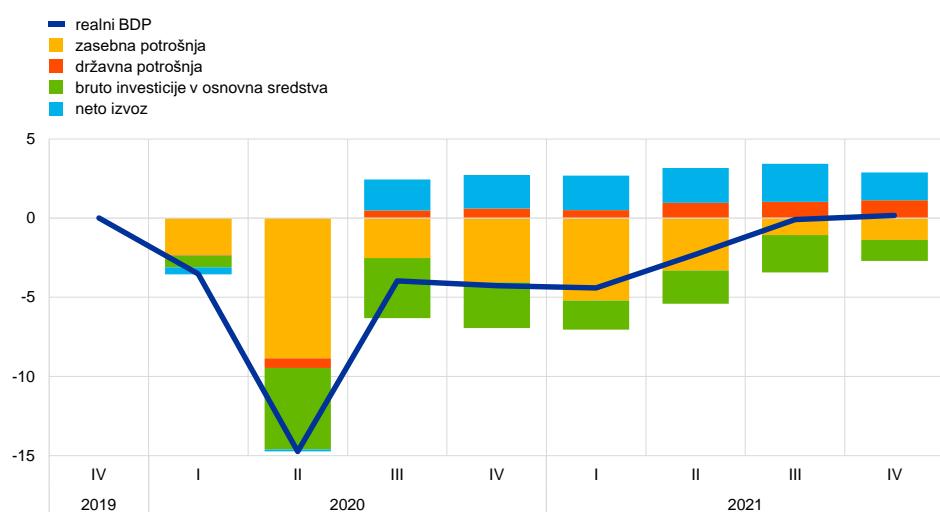
Po dveh četrtletjih dinamičnega povečevanja se je realna rast BDP v zadnjem četrtletju 2021 zmanjšala. Skromna 0,3-odstotna rast v zadnjem četrtletju je bila

predvsem posledica šibke zasebne potrošnje in neto trgovinske menjave, medtem ko so naložbe in državna potrošnja poleg gibanja zalog k rasti prispevale pozitivno (graf 10). Ob koncu leta 2021 je bil BDP rahlo večji kot pred pandemijo, pri čemer se je v celotnem letu povečal za 5,3%. Na proizvodni strani so bila gibanja v zadnjem četrletju 2021 med sektorji raznolika. Medtem ko se je dodana vrednost v storitvenih dejavnostih po uvedbi novih zaježitvenih ukrepov ob ponovnem povečanju števila okužb s COVID-19 zmanjšala (graf 11, leva slika), se je gospodarska aktivnost v industriji (brez gradbeništva) še povečala, kar pomeni, da je bila dinamika v zadnjem četrletju 2021 pozitivna.

Graf 10

Realni BDP euroobmočja in komponente

(spremembe v odstotkih od zadnjega četrtletja 2019; prispevki v odstotnih točkah)



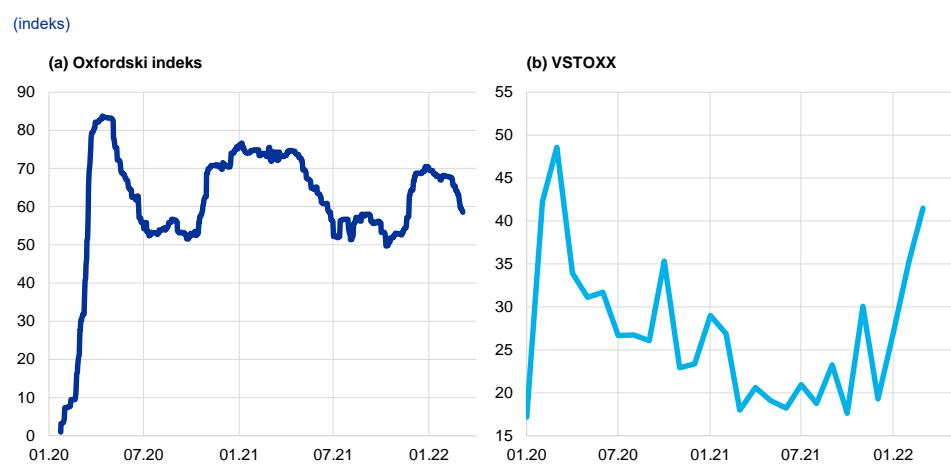
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2021.

Rast BDP v euroobmočju naj bi bila po ocenah v prvem četrtletju 2021 ob negativnih učinkih prenosa zaradi šibke gospodarske aktivnosti ob koncu leta 2021, visokih cenah emergentov in posledicah vojne v Ukrajini še vedno umirjena. Medtem ko je bila normalizacija stopnji rasti pričakovana, potem ko so se pojavili znaki postopnega sproščanja ozkih gril v dobavnih verigah (okvir 1) in val okužb z različico omikron je popustil, na sedanjem upočasnitvem verjetno še dodatno vplivata izrazito zvišanje cen emergentov in velika negotovost v povezavi z vojno v Ukrajini (graf 11, desna slika). Najnovejši podatki za prvih nekaj mesecev leta 2022 kažejo, da bo stopnja rasti v bližnji prihodnosti podobno umirjena. Ob vztrajni negotovosti glede pandemije in velikih inflacijskih pritiskov je iz februarske ankete Evropske komisije o mnenju potrošnikov razvidno, da so se zaupanje potrošnikov in pričakovanja gospodinjstev glede prihodnjega finančnega položaja na splošno še poslabšali.

Graf 11

Oxfordski indeks in merilo negotovosti v euroobmočju



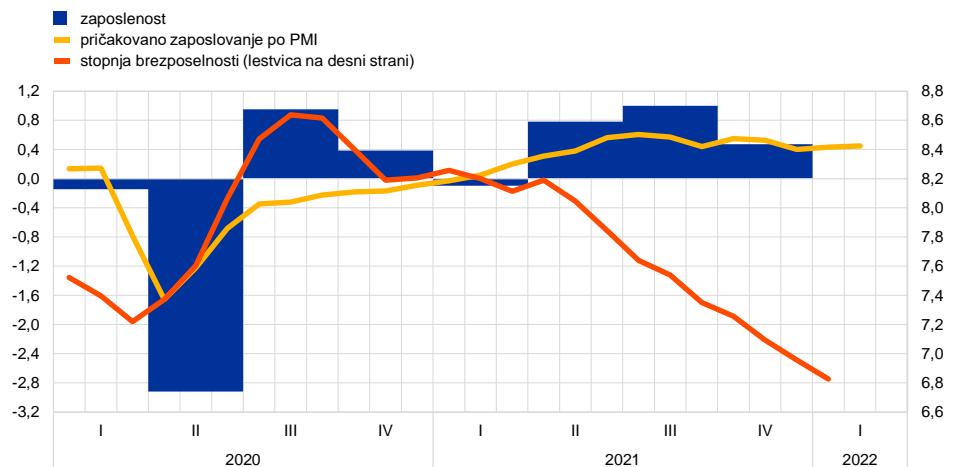
Viri: Bloomberg, Oxford University in izračuni strokovnjakov ECB.
Opombe: Oxfordski indeks strogosti vladnih ukrepov v odziv na pandemijo COVID-19 (Oxford COVID-19 Stringency Index) je sestavljeno merilo, ki temelji na devetih kazalnikih odziva vlad, vključno z zaprtjem šol, zaprtjem delovnih mest in prepovedjo potovanja, pretvorjenih na vrednost od 0 do 100 (100 = najstrožje). Indeks VSTOXX meri volatilnost indeksa EURO STOXX 50. Zadnji podatki se nanašajo na 9. marec 2022.

Razmere na trgu dela v euroobmočju so se v zadnjem četrletju 2021 še izboljšale. Zaposlenost se je v zadnjem četrletju 2021 medčetrletno povečala za 0,5% (graf 12) in je presegla raven pred pandemijo. Krepitev povpraševanja po delavcih se je pokazala tudi v nadaljnjem zviševanju skupne stopnje prostih delovnih mest, ki je v zadnjem četrletju 2021 dosegla novo najvišjo vrednost v časovni vrsti, in sicer 2,7%. Poleg tega je bilo zvišanje bolj splošno razširjeno po sektorjih. Velikost delovne sile in stopnja aktivnosti prebivalstva sta se v zadnjem oziroma tretjem četrletju 2021 vrnila na raven blizu tistim pred pandemijo. Stopnja brezposelnosti, ki je v zadnjem četrletju 2021 v povprečju znašala 7,1%, se je v januarju 2022 nadalje znižala na 6,8%. Vendar pa je bila podpora v obliki programov za ohranitev delovnih mest še vedno precejšnja, pri čemer se je delež delavcev, vključenih v te programe, januarja zaradi ponovne uvedbe zaježitvenih ukrepov rahlo zvišal na 1,5% delovne sile.

Graf 12

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

(lestvica na levi strani: medčetrtletne spremembe v odstotkih, difuzijski indeks; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) o zaposlovanju in stopnja brezposelnosti sta prikazana mesečno; zaposlenost je prikazana četrtletno. PMI je izrazen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2021 pri zaposlenosti, na februar 2022 pri PMI in na januar 2022 pri stopnji brezposelnosti.

Glede na anketne podatke se je močna rast zaposlenosti nadaljevala tudi v prvih mesecih leta 2022. Mesečni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti, ki vključuje industrijo in storitvene dejavnosti, je v februarju znašal 54,5, kar je približno nespremenjeno od januarja in precej višje od mejne vrednosti 50, ki označuje rast zaposlenosti. Ta rezultat je bil dosežen kljub zaostritvi pandemije v prvih nekaj mesecih leta in težavam pri zapolnjevanju prostih delovnih mest. V nasprotju s tem je bil določen pritisk na zmanjševanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur verjetno posledica odsotnosti z dela, povezanih z različico omikron, čeprav ga je morda ublažilo to, da so sodelavci opravili več delovnih ur.

Zasebna potrošnja se je ob koncu leta 2021 zmanjšala in bo predvidoma ostala šibka tudi v prvem četrletju 2022. Ob koncu leta 2021 se je ob povečevanju števila okužb s COVID-19 in zaostrovanju omejitve v sektorjih z veliko medsebojnimi fizičnimi stiki medčetrtletno zmanjšala za 0,6% in je bila za 2,5% manjša kot pred pandemijo. Iz najnovejših podatkov ni razvidno, da bo ta razlika v prvem četrletju 2022 odpravljena. V januarju 2022 se je obseg trgovine na drobno medmesečno skromno povečal za 0,2% po medmesečnem zmanjšanju za 3% v decembru, ko je upadlo (za 5,4%) tudi število registracij novih avtomobilov. Zaupanje potrošnikov se je zmanjševalo tudi februarja, kar je bilo, kot kaže, še vedno posledica vztrajne negotovosti glede pandemije in velikih inflacijskih pritiskov. V celoti gledano negativni, s pandemijo povezani vpliv na storitvene dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stiki, h kateremu so prispevale višje cene energentov, ki so močno zavirale kupno moč gospodinjstev, pomeni, da bo dinamika potrošnje v prvem četrletju 2022 umirjena. Nato naj bi bila zasebna potrošnja še vedno glavno gonilo gospodarske rasti, k čemur naj bi pripomogla nadaljnja normalizacija na področju varčevanja in dejstvo, da bodo gospodinjstva uporabila prihranke, ki so jih akumulirala med pandemijo. Kljub povečanim previdnostnim motivom za varčevanje,

povezanim z vojno v Ukrajini, naj bi velik obseg varčevanja nekoliko ublažil šok zaradi cen energentov.

Podjetniške (negradbene) naložbe so se v zadnjem četrtletju 2021 močno povečale, ko so se pojavili znaki popuščanja ozkih grl v dobavnih verigah, povpraševanje po proizvodih za investicije pa je bilo še vedno veliko. Po zmanjšanju v tretjem četrtletju so se negradbene naložbe v euroobmočju v zadnjem četrtletju 2021 medčetrtletno povečale za 6,3%, čeprav so bile še vedno za okrog 13% manjše kot pred pandemijo. Med največjimi državami v euroobmočju so se negradbene naložbe v Španiji in na Nizozemskem medčetrtletno strmo povečale za skoraj 7%, medtem ko so se v Nemčiji in Franciji povečale za okrog 1%, v Italiji pa za skoraj 2%. Kar zadeva komponente negradbenih naložb, so se naložbe v proizvode intelektualne lastnine povečale za 13%, v celotnem euroobmočju pa so se po treh četrtletjih upada močno povečale tudi naložbe v transportno opremo, pri čemer so v nekaterih državah dosegle dvomestno rast. Rahlo izboljšanje nekaterih anketnih kazalnikov dobavnih rokov in kopičenja zalog bi lahko pomenilo prve znake postopnega popuščanja ozkih grl v dobavnih verigah. Glede gibanj v prihodnosti sta večje zaupanje podjetij v februarju in bolj optimistična ocena med proizvajalci proizvodov za investicije pred izbruhom vojne v Ukrajini nakazovala, da bodo pogoji za podjetniške naložbe v prvi polovici leta 2022 pozitivni. Poleg tega bi lahko, ko bodo obstoječa ozka grla v dobavnih verigah oslabela, naložbe podpirali močna rast prihodkov podjetij in visoka raven prihrankov podjetij (okvir 4). Vendar pa naj bi vojna v Ukrajini z omejitvami in negotovostjo zaviralno vplivala na podjetniške naložbe v euroobmočju, zlasti v bližnji prihodnosti. Poleg tega bi lahko zvišanje cen energentov močno prizadelo proizvodnjo energetsko intenzivnih proizvodov za investicije.

Stanovanjske naložbe so se v lanskem zadnjem četrtletju povečale, povečevale pa naj bi se tudi v kratkoročnem obdobju. Stanovanjske naložbe so se od tretjega četrtletja 2021, ko so se medčetrtletno zmanjšale za 1,4%, v zadnjem četrtletju 2021 povečale za 0,7%. Kazalnik Evropske komisije o novejših gibanjih gradbene aktivnosti se je v prvih dveh mesecih leta 2022 v povprečju izrazito povečal in je bil precej višji od dolgoročnega povprečja. Precej se je zvišal tudi indeks vodij nabave (PMI) o stanovanjski gradnji in se pomaknil še globlje v območje pozitivne rasti. Po anketnih podatkih Evropske komisije je povpraševanje gospodinjstev močno, pri čemer so bile v prvem četrtletju 2022 kratkoročne namere potrošnikov glede obnove stanovanj še vedno na zelo visoki ravni, čeprav so se nekoliko zmanjšale, medtem ko so se namere potrošnikov glede nakupa ali gradnje stanovanj v naslednjih dveh letih še naprej povečevale. Ugodna gibanja povpraševanja se kažejo tudi na strani podjetij, ki so izboljšala ocene glede ravni naročil, medtem ko so se zaznane omejitve pri gradbeni aktivnosti, ki so posledica nezadostnega povpraševanja, še nekoliko zmanjšale. Hkrati se zdi, da so ozka grla v dobavnih verigah še vedno precejšnja, pri čemer podjetja poročajo, da se je pomanjkanje materiala in delovne sile le rahlo zmanjšalo z zelo visokih ravni ob podaljšanju dobavnih rokov pri dobaviteljih in dvigu lastnih cen v februarju. Poleg tega nedavni izbruh rusko-ukrajinske vojne in s tem povezana negotovost pomenita dodatna tveganja za kratkoročne obete.

Izvoz blaga je v zadnjem četrtletju 2022 dosegal zmerno rast, na izvoz storitev pa je zaviralo vplivala različica omikron. Izvoz blaga in storitev v države zunaj euroobmočja se je v zadnjem četrtletju povečal za 2,9%. Iz razčlenitve izvoza blaga je razvidno, da je dinamiko poganjal izvoz v ZDA, medtem ko je bil izvoz v Združeno kraljestvo še vedno stabilen, izvoz na Kitajsko pa se je zmanjšal. Uvoz blaga in storitev iz držav zunaj euroobmočja se je v zadnjem četrtletju povečal za 4,6%. Povečanje uvoza blaga po upadu v prejšnjem četrtletju je bilo posledica zavrtega povpraševanja iz industrije. Vrednost uvoza se je zlasti močno povečala zaradi strmega zvišanja svetovnih cen energentov. V prihodnost usmerjeni kazalniki dajejo negotove znake popuščanja ozkih gril v dobavnih verigah, vendar pa bi lahko izboljšanje odtehtale trgovinske motnje, nastale zaradi rusko-ukrajinske vojne. Kar zadeva storitve, je po upočasnitvi aktivnosti v sektorju potovanj zaradi novega vala koronavirusnih okužb iz kazalnikov, usmerjenih v prihodnost, razvidno, da se bo ob sprostitev omejitve zaradi pandemije izvoz potovanj v prihodnjem obdobju izboljšal. Vseeno pa nedavni izbruh rusko-ukrajinske vojne dodatno prispeva k negotovosti glede obetov za mednarodno trgovinsko menjavo.

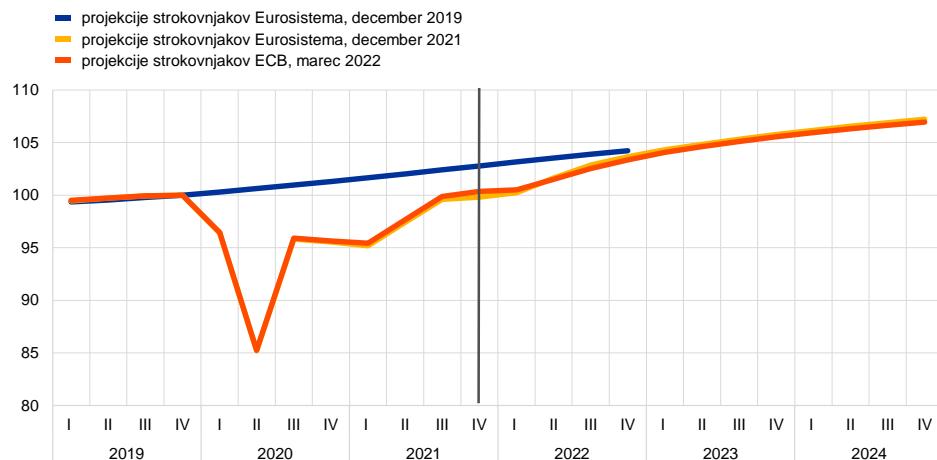
Ob veliki negotovosti naj bi se v letu 2022 gospodarska aktivnost v euroobmočju povečala. Po letošnjih marčnih makroekonomske projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,7%, v letu 2023 2,8% in v letu 2024 1,6% (graf 13). V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomske projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija rasti za leto 2022 popravljena navzdol, za leti 2023 in 2024 pa je ostala večinoma nespremenjena. Popravek obetov glede rasti v bližnji prihodnosti je večinoma posledica močnejšega šoka zaradi cen energentov od pričakovanega – čeprav so ga delno ublažili visoki prihranki, akumulirani med pandemijo – ter posledica negativnih šokov na zaupanje, ki jih je sprožila rusko-ukrajinska vojna. Kljub zaviralnim dejavnikom rast v srednjeročnem obdobju še naprej podpirata nadaljnja krepitev domačega povpraševanja ob izboljševanju razmer na trgu dela in krepitvi svetovne rasti ter nadaljnja podpora različnih politik. Poleg tega naj bi okrevanja spodbudil napredok pri izvajanju programa »EU naslednje generacije«.⁴

⁴ Glej članek z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljen 10. marca 2022 na spletnem mestu ECB.

Graf 13

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(indeks, zadnje četrletje 2019 = 100; desezonirani in za število delovnih dni prilagojeni četrletni podatki)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljen 10. marca 2022 na spletnem mestu ECB.

Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja marčnih projekcij in je skladna z zadnjimi podatki o realnem BDP euroobmočja, ki se nanašajo na zadnje četrletje 2021.

Tveganja za gospodarske obete so se zaradi ruske invazije na Ukrajinu precej povečala in so usmerjena navzdol. Medtem ko so se tveganja v zvezi s pandemijo zmanjšala, bi lahko imela vojna v Ukrajini večji učinek na gospodarsko klimo od pričakovanega, omejitve na strani ponudbe pa bi se lahko znova povečale. Vztrajno visoki stroški energije bi lahko skupaj z izgubo zaupanja povpraševanje zavrlj bolj, kot je bilo pričakovano, ter omejevalno vplivali na potrošnjo in naložbe.

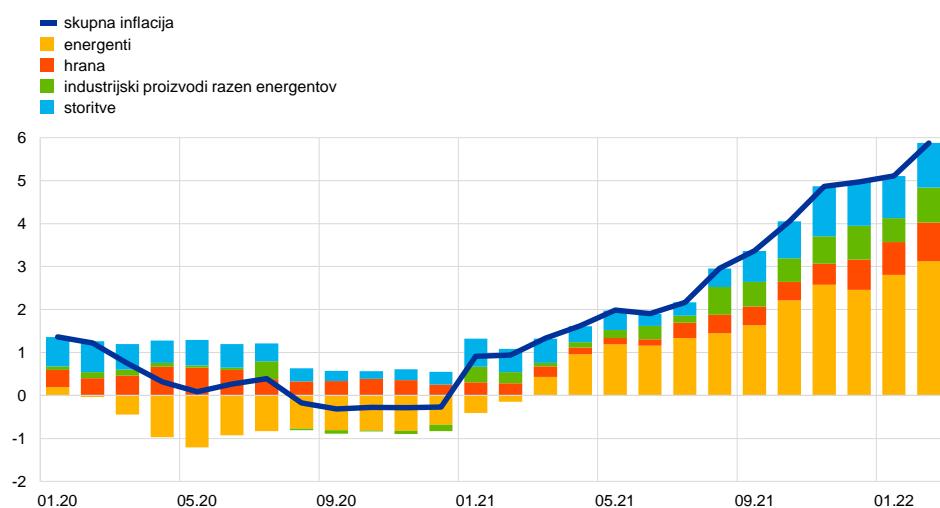
Inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, je porasla s 5,1% v januarju 2022 na 5,8% v februarju in bo kratkoročno najverjetneje ostala visoka. Glavni razlog za povišano stopnjo inflacije so še naprej cene energentov. Neposredno so prispevale k več kot polovici skupne inflacije v februarju, obenem pa navzgor potiskajo tudi cene v številnih drugih sektorjih. Zaradi sezonskih dejavnikov, povišanih stroškov prevoza in višjih cen gnojil so se zvišale tudi cene hrane. V prihodnjem obdobju se pričakujejo dodatni pritiski na nekatere cene hrane in primarnih surovin zaradi vojne v Ukrajini. Podražitve so postale vse bolj razširjene, ker so se izrazito zvišale cene velikega števila proizvodov in storitev. Večina meril osnovne inflacije se je v zadnjih mesecih zvišala, vseeno pa je negotovo, kako vztrajno bo zviševanje teh kazalnikov, če upoštevamo vlogo, ki jo imajo začasni dejavniki v zvezi s pandemijo in posredni učinki višjih cen energentov. Tržni kazalniki nakazujejo, da se bo dinamika cen energentov tekom leta 2022 umirila, popustili pa naj bi tudi cenovni pritiski, ki izhajajo iz ozkih grl v svetovnih dobavnih verigah. Tržna in anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se gibljejo na ravni okrog 2%. Vojna v Ukrajini predstavlja znatno navzgor usmerjeno tveganje za inflacijske obete v bližnji prihodnosti, predvsem za cene energentov.

Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija februarja 2022 še dodatno zvišala in je znašala 5,8% (graf 14). To je bila nova rekordna raven, potem ko je stopnja inflacije januarja znašala 5,1% in decembra 5,0%, vseeno pa je le deloma odražala vpliv vojne v Ukrajini. Vse glavne komponente – energenti, hrana, storitve in industrijski proizvodi razen energentov – so prispevali k zvišanju skupne inflacije. Inflacija brez energentov in hrane je februarja porasla na 2,7% in se je tako spet rahlo zvišala, potem ko se je januarja začasno umirila (in je znašala 2,3%). Zvišanje je odražalo dinamiko cen storitev in cen industrijskih proizvodov razen energentov.

Graf 14

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

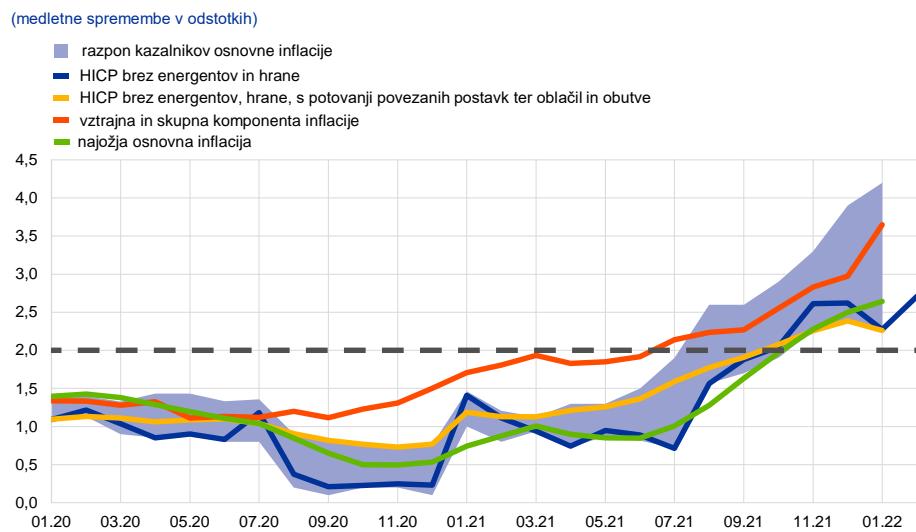
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2022.

K inflaciji so še najprej največ prispevale cene energentov, saj je inflacija v skupini energentov februarja dosegla novo najvišjo vrednost (31,7%), potem ko je januarja znašala 28,8%. Podatki za januar kažejo, da je skokovito zvišanje inflacije v prvem mesecu leta odražalo predvsem višje tarife za plin in elektriko, ker so bile cene v številnih državah v novem letu določene na novo. S cenami plina in električne energije je prav tako mogoče pojasniti velik odstotek nedavne heterogenosti inflacije v skupini energentov, pri čemer je bil prispevek elektrike in plina močen in vztrajen v državah, kot sta na primer Italija in Nizozemska, v Španiji pa je takšen prispevek izhajal iz elektrike. Naraščanje energetskih stroškov je najverjetneje prispevalo tudi k zviševanju drugih komponent indeksa HICP, vključno z inflacijo v skupini hrane in inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov (ki sta februarja znašali 4,1% oziroma 3,0%), ker so energenti vhodne surovine tako za proizvodnjo kot za distribucijo.

Merila osnovne inflacije so se tako kot v zadnjem času še naprej zviševala, čeprav je to najverjetneje v določeni meri odraz posrednih učinkov dinamike cen energentov in dejavnikov, povezanih s pandemijo. Merila inflacije, ki ne upoštevajo vpliva začasnih dejavnikov, so se zadnje mesece praviloma rahlo zviševala (graf 15). Inflacija brez energentov in hrane se je na primer zvišala z 2,3% v januarju na 2,7% v februarju. Podatki o drugih merilih osnovne inflacije so na voljo samo do januarja. Takrat se je inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve umirila na 2,3-odstotni ravni, potem ko je decembra znašala 2,4%. Po drugi strani se je modelski kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije povečal s 3,0% v decembru na 3,6% v januarju (medtem ko je kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije brez energentov porasel z 2,1% v decembru na 2,3% v januarju), kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na ciklična gibanja, pa se je rahlo zvišal z 2,5% v decembru na 2,6% v januarju. Medtem ko so vsi kazalniki osnovne inflacije zdaj višji od 2-odstotne ravni, je negotovo, kako vztrajno bo njihovo zvišanje, če upoštevamo vlogo, ki jo imajo začasni dejavniki, povezani s pandemijo (kot so na primer ozka grla v dobavnih verigah in ponovno odpiranje gospodarstva po sprostitivni koronavirusnih omejitvih) in posredni učinki višjih cen energentov.

Graf 15

Kazalniki osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, HICPX (HICP brez energentov in hrane), HICPXX (HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve), 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino ter tehtano mediano. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022 razen pri inflaciji brez energentov in hrane (za katero so podatki iz prve ocene za februar 2022).

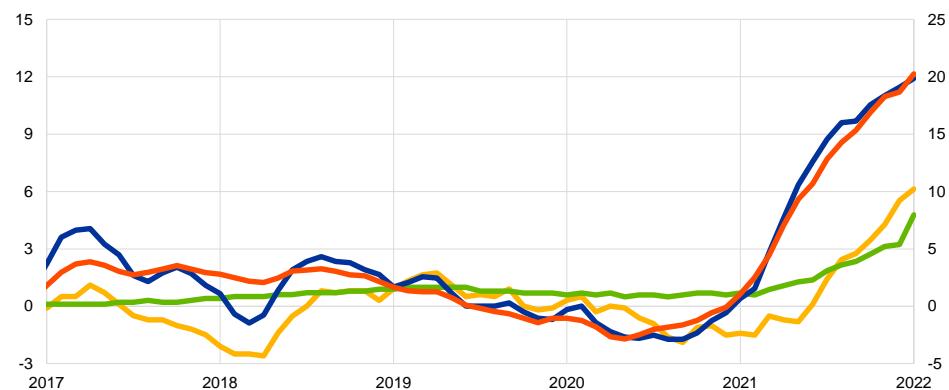
Pritiski iz proizvodne verige na cene industrijskih proizvodov za široko porabo (razen energentov) so se še naprej krepili, pri čemer so kazalniki dosegli rekordno visoke ravni (graf 16). Stroškovni pritiski so se glede na prejšnje leto znatno povečali zaradi zvišanja svetovnih cen primarnih surovin in – predvsem – cen energentov. K pritiskom na vhodne stroške so prispevale tudi motnje v dobavnih verigah in okrevanje povpraševanja na svetovni ravni. Kar zadeva zgodnje faze cenovne verige, se je medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji januarja še dodatno zvišala na 20,2%, potem ko je decembra znašala 18,7%. Podobno se je medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo zvišala z 19,1% v decembru na 19,9% v januarju. Pritiski, ki so se nakopičili v zgodnjih fazah cenovne verige, so opazneje prisotni tudi v poznejših fazah verige, pri čemer je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, januarja dosegla novo najvišjo raven (4,8%), potem ko je en mesec prej znašala 3,2%. Rast uvoznih cen v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo je januarja dosegla 6,1%, razlog za razliko glede na cene proizvodov pri domačih proizvajalcih pa je najverjetneje depreciacija eura v zadnjem letu. Uvozne in proizvajalčeve cene v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo so glavni ključni kazalniki gibanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP, kar nakazuje, da pritiski na cene življenjskih potrebščin v bližnji prihodnosti najverjetneje ne bodo popustili.

Graf 16

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)

- uvozne cene – proizvodi za vmesno porabo (lestvica na desni strani)
- uvozne cene – neživilski proizvodi za široko porabo
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – proizvodi za vmesno porabo (lestvica na desni strani)
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – neživilski proizvodi za široko porabo



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

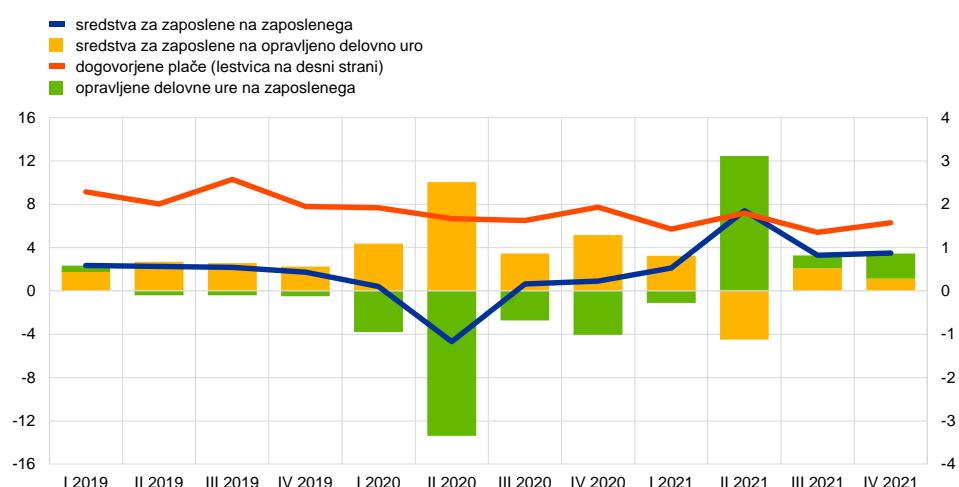
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

Rast plač v euroobmočju je do zdaj ostala umirjena (graf 17). Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v zadnjem četrtletju 2021 rahlo zvišala na 3,5%, in sicer zaradi povečanja števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega in zvišanja sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro (čeprav je medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro v zadnjem četrtletju upadla na 1,1%). Povečanje števila opravljenih delovnih ur je znak nadaljnje normalizacije, potem ko so se gospodarstva ponovno odprla. Obenem dinamika rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega odraža tudi, da se spreminja vpliv državnih podpornih ukrepov, povezanih s programi za ohranitev delovnih mest. Nasprotno pa na dogovorjene plače ni neposredno vplivalo gibanje opravljenih delovnih ur ali evidentiranje nadomestil iz programov za ohranitev delovnih mest, uvedenih v odziv na pandemijo, zato so dogovorjene plače pomemben dodaten kazalnik plačnih pritiskov. Rast dogovorjenih plač je v zadnjem četrtletju 2021 ostala umirjena in se je zvišala z 1,4% v tretjem četrtletju na 1,5% (v povprečju pa je znašala 1,5% v celotnem letu 2021 v primerjavi z 1,8% v letu 2020). Vseeno pa ta kazalnik najverjetneje ne odraža vpliva sedanje visoke ravni inflacije, ker upošteva pretekla gibanja in temelji na preteklih dogovorih, doseženih s plačnimi pogajanji. Anketa ECB med velikimi evropskimi podjetji kaže, da bi bila rast plač v letu 2022 lahko nekoliko močnejša, ker so nekateri anketiranci navedli, da sedanja visoka stopnja inflacije prispeva k morebitnemu zvišanju.

Graf 17

Razčlenitev sredstev za zaposlene na zaposlenega na sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro in na opravljene delovne ure

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

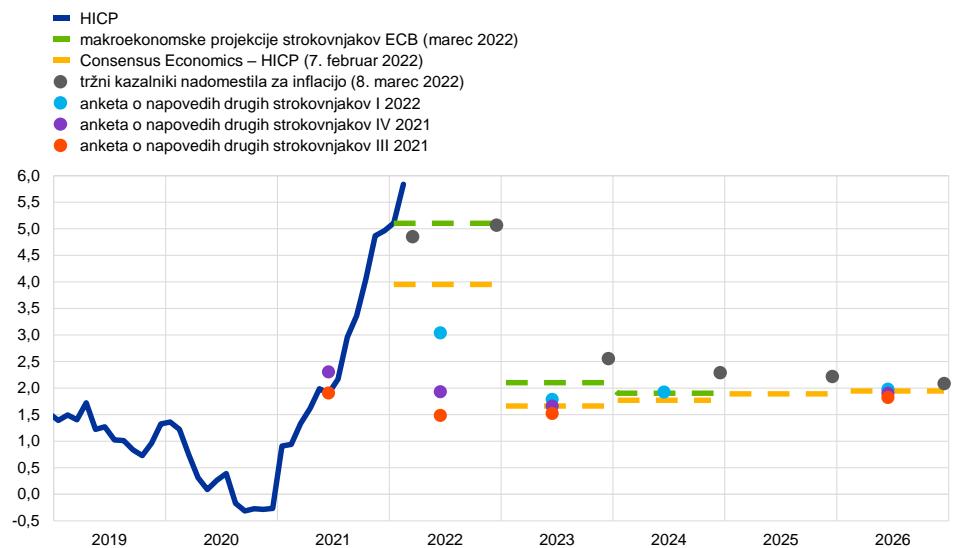
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2021.

Tržni kazalniki nadomestila za inflacijo so se izrazito zvišali zaradi izjemnih nihanj znotraj obravnavanega obdobja, obenem pa se od začetka leta 2022 rahlo zvišujejo tudi anketna merila inflacijskih pričakovanj. Zaradi ruske invazije na Ukrajino so se cene nafte in zemeljskega plina precej prilagodile v pričakovanju strmega poslabšanja ponudbe, pri čemer so bili kratkoročni inflacijski pritiski močni že pred temi dogodki. Zato se je kratkoročno terminsko nadomestilo za inflacijo v euroobmočju izrazito zvišalo. Trgi zdaj pričakujejo strmejše in vztrajnejše kratkoročno zvišanje inflacije v euroobmočju glede na sredino decembra, pri čemer obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto trenutno znaša okrog 2,50%, kar je približno 78 odstotnih točk više kot 16. decembra 2021, ko se je začelo obravnavano obdobje. Po drugi strani pa so se obrestne mere v dolgoročnejših terminskih obrestnih zamenjavah na inflacijo sprva znižale v pričakovanju zaostrovanja denarne politike, nato pa so se spet zvišale, potem ko so se okrepile geopolitične napetosti in je izbruhnila vojna v Ukrajini. Tako se je obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let rahlo znižala in konec januarja znašala okrog 1,85%, nato pa se je na začetku marca zvišala na 2,16%. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrtletje 2022 (ki je bila izvedena v drugem tednu januarja) in glede na napovedi Consensus Economics iz januarja 2022 so se dolgoročnejša inflacijska pričakovanja zvišala na 2,0%, potem ko so v prejšnjih krogih anket znašala 1,9% (graf 18).

Graf 18

Anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj in tržni kazalniki nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, anketa o napovedih drugih strokovnjakov, makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje in izračuni ECB.

Opombe: Serija podatkov o tržnih kazalnikih nadomestila za inflacijo temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije, na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacije se nanašajo na 8. marec 2022. Anketa o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrletje 2022 je bila izvedena med 7. in 13. januarjem 2022. V napovedi Consensus Economics je bil presečni datum za leta 2024, 2025 in 2026 10. januar 2022, presečni datum za leta 2022 in 2023 pa je bil 7. februar 2022. Presečni datum za podatke v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB je 2. marec 2022.

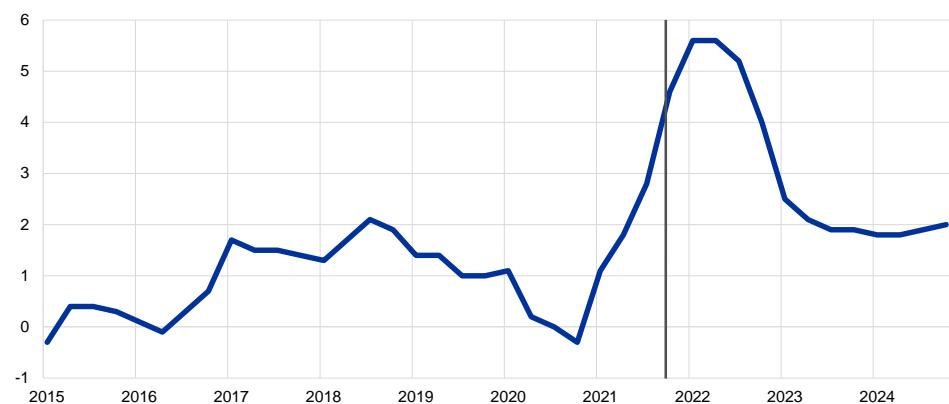
Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo inflacija ostala povišana še naslednjih nekaj mesecev, nato pa bo v drugi polovici leta upadla, skupna inflacija pa se bo na koncu obdobja projekcij ustalila pri 1,9%. Potem ko je februarja 2022 dosegla 5,8%, bo skupna inflacija predvidoma ostala visoka še naslednjih nekaj mesecev, potem pa se bo v drugi polovici leta počasi znižala. Osnovna projekcija kaže, da bo skupna inflacija v letu 2022 v povprečju znašala 5,1%, v letu 2023 2,1% in v letu 2024 1,9% (graf 19). Skokovito zvišanje skupne inflacije v letu 2022 odraža veliko zvišanje cen emergentov (h kateremu prispevata električna energija in plin), močno zvišanje cen hrane, vpliv ponovnega odpiranja tistega dela storitvenih dejavnosti, v katerem je veliko medsebojnih stikov, in cenovne pritiske vzdolž cenovne verige (vključno z energetskimi vhodnimi stroški). V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomsimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje je bila inflacija popravljena navzgor za celotno obdobje projekcij – predvsem za leto 2022, za katero je popravek znašal 1,9 odstotne točke. Popravek navzgor je deloma mogoče pripisati nedavni presenetljivo visoki dejanski inflaciji in gibanju sedanjih in prihodnjih cen emergentov, ki je močnejše od pričakovanega, pri čemer so k cenam emergentov še dodatno prispevale geopolitične napetosti, ki spremljajo invazijo na Ukrajino. Inflacija brez emergentov in hrane se bo v naslednjih dveh četrletjih po pričakovanjih gibala na ravni okrog 2,6%, nato pa bo v zadnjem četrletju 2022 upadla na 2,3% (in v povprečju znašala 2,6% v celotnem letu 2022). Pritiske na zvišanje bodo po pričakovanjih ustvarjali močno povpraševanje, posredni učinki višjih cen emergentov in cenovni pritiski vzdolž cenovne verige, ki izhajajo iz ozkih gril v dobavi. Ti dejavniki naj bi po pričakovanjih srednjeročno popustili, zato se bo

povprečna inflacija brez energentov in hrane znižala na 1,8% v letu 2023 in 1,9% v letu 2024. Rast plač bo leta 2022 predvidoma znašala 3,6%, nato pa bo leta 2024 upadla na 2,9% – tako bo višja od dolgoročnega povprečja od leta 1999 dalje (2,2%) in hkrati tudi od stopnje, zabeležene pred svetovno finančno krizo (2,6%), kar odraža zaostrovanje razmer na trgu dela in določene omejene sekundarne učinke zaradi višje inflacije.

Graf 19

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje (marec 2022).

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2021 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2024 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 2. marec 2022.

5

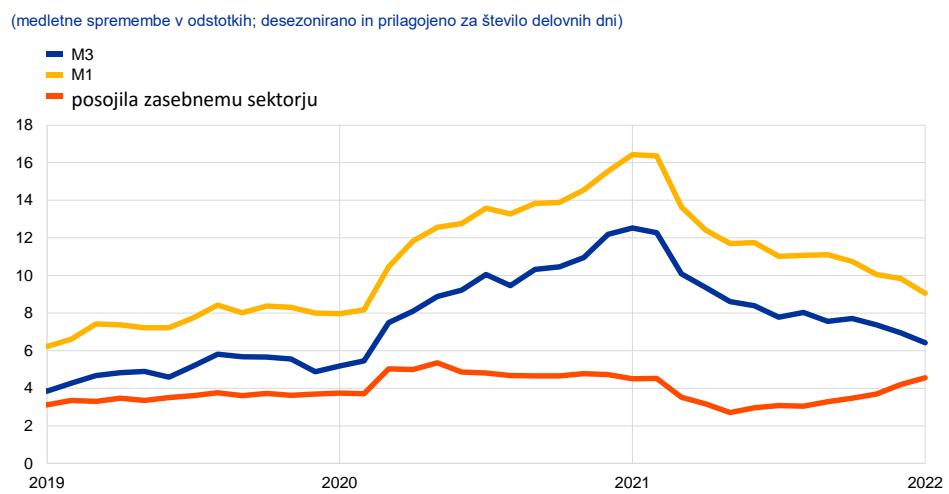
Denar in krediti

Ustvarjanje denarja v euroobmočju se je januarja 2022 še naprej normaliziralo ob večji volatilnosti in kljub povečanim geopolitičnim tveganjem. Glavni vir ustvarjanja denarja so bili še naprej Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Rast posojil zasebnemu sektorju se je povečala zaradi ugodnih pogojev financiranja in izboljšanja gospodarskih razmer. Obrestne mere bank za posojila so januarja 2022 ostale blizu najnižjih vrednosti, kljub rahlemu povečanju obrestnih mer za posojila podjetjem. Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v zadnjem četrteletju 2021 še povečal, zlasti zaradi precejšnjega povečanja bančnih posojil. Skupni stroški zunanjega financiranja podjetij so se zaradi zvišanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja in iz statističnih razlogov od oktobra 2021 do januarja 2022 povečali ter dosegli najvišje ravni, ki so bile nazadnje zabeležene marca 2020. Zadnja nihanja na trgu, ki jih je povzročila ruska invazija na Ukrajinu, so prispevala k nadaljnjemu povečanju stroškov tržnega dolžniškega financiranja in k višjim stroškom lastniških vrednostnih papirjev po izrazitem zmanjšanju na delniškem trgu.

Januarja 2022 se je rast širokega denarja ustalila blizu ravni, zabeleženih pred pandemijo. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je januarja znižala na 6,4%, v primerjavi s 6,9% v decembru (graf 20), v okolju večje volatilnosti in kljub okrepljenim geopolitičnim tveganjem, zaradi česar se povečuje povpraševanje po likvidnih sredstvih. Četrteletna dinamika rasti denarja se je ponovno približala dolgoročnemu povprečju, pri čemer je kratkoročnejšo dinamiko agregata M3 še naprej spodbujala precejšnja pomoč zaradi pandemije. Kar zadeva komponente, je bil glavni vir rasti agregata M3 ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3. V začetnih fazah pandemije leta 2020 so se nedenarni sektorji zaradi previdnosti odločali za likvidna sredstva. Ob sproščanju zajezitvenih ukrepov zaradi pandemije in ob okrevanju gospodarske aktivnosti se je rast agregata M1 v letu 2021 umirila, potem ko je leta 2020 dosegla visoke stopnje rasti. Januarja 2022 se je medletna stopnja rasti agregata M1 še zmanjšala z 9,8% na 9,0%, in sicer zlasti zaradi normalizacije rasti vlog čez noč. Medtem je medletna stopnja rasti gotovine v obtoku, ki se je od prvega četrteletja 2021 umirjala, januarja znašala 7,7%. Prispevek drugih kratkoročnih vezanih vlog in tržnih instrumentov je bil v tem mesecu nevtralen zaradi nizkega obrestovanja teh instrumentov.

Graf 20

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju



Vir: ECB.

Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

Rast vlog čez noč se je še naprej umirjala, vendar je ostala visoka. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je zmanjšala z 10,2% v decembru na 9,2% v januarju. Zmanjšanje je bilo zlasti posledica ravnjanja podjetij in gospodinjstev, ki s sektorskega vidika prispevajo največ. Od začetka pandemije so bili zaradi povečane gospodarske negotovosti zabeleženi precejšnji prilivi vlog čez noč.⁵ Rast vlog v imetju podjetij in gospodinjstev je bila po državah raznolika, kar je posledica razlik v potrebah podjetij po likvidnosti in nacionalnih ukrepov (javnofinančne) pomoči. V zadnjem četrletju 2021 se je pritok vlog gospodinjstev začasno zmanjšal pod povprečje izpred pandemije zaradi povečanja zaupanje potrošnikov in potrošnje ter višjih cen energentov, zaradi katerih se je zmanjšal razpoložljivi dohodek. Januarja 2022 so tokovi vlog na splošno začeli ponovno rasti, kar pomeni, da so gospodinjstva začela več varčevati in zmanjšala potrošnjo. Poleg tega so še naprej rasle tudi vloge podjetij, čeprav zmerneje kakor vloge gospodinjstev.

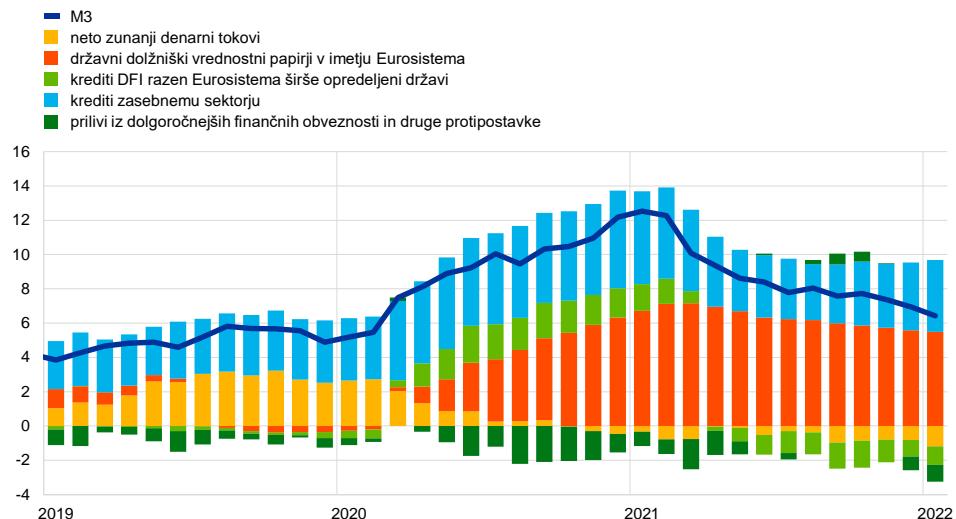
Ustvarjanje denarja so januarja 2022 še naprej spodbujali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Glavni viri rasti agregata M3 so bili Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (glej rdeči del stolpcov v grafu 21), čeprav je bil ta prispevek nekoliko zmernejši. Rast aggregata M3 je podpiral tudi višji prispevek kreditov zasebnemu sektorju (glej modri del stolpcov). Ustvarjanje denarja so zavirali trije dejavniki: prvič, bančna posojila širši državi so negativno prispevala zaradi prodaje državnih obveznic (svetlozeleni del stolpcov), drugič, okreplili so se neto zunanjji denarni odlivi (rumeni del stolpcov), kar je sovpadlo s slabitvijo efektivnega tečaja eura, in tretjič, odlivi v kategoriji drugih protipostavk so odtehtali skromne prilive iz dolgoročnejših finančnih obveznosti (temnozeleni del stolpcov).

⁵ Glej okvir z naslovom »COVID-19 and the increase in household savings: an update«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

Graf 21

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

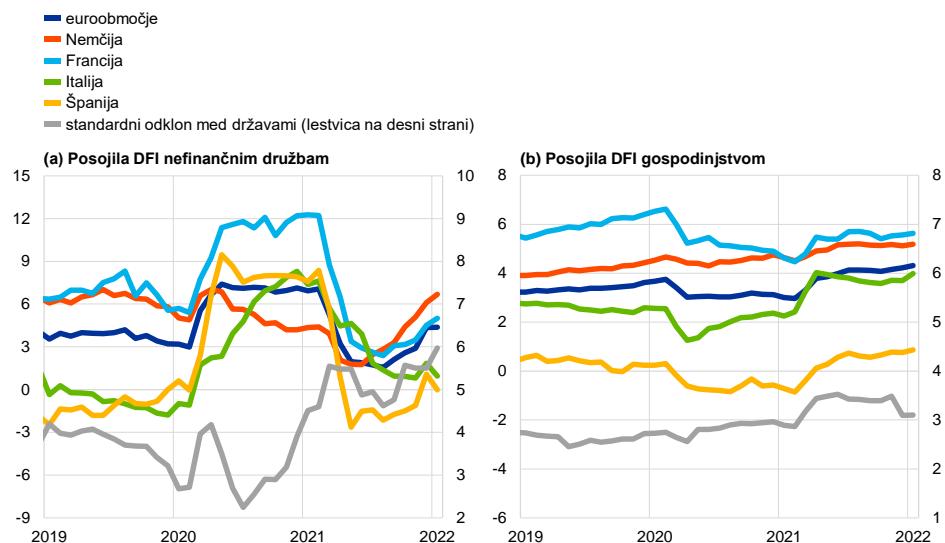
Medletna rast posojil zasebnemu sektorju se je januarja 2022 povečala. Rast posojil zasebnemu sektorju se je januarja še povečala na 4,6% z decembrskih 4,2% (graf 20). K temu so prispevala posojila podjetjem in gospodinjstvom, ki so jih še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja in gospodarsko okrevanje. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je januarja rahlo povečala na 4,4% z decembrskih 4,3% (graf 22, slika a), in sicer zaradi dolgoročnih posojil in verjetno zaradi potreb po investicijah v osnovna sredstva. Rahlo se je povečala tudi stopnja rasti posojil gospodinjstvom, in sicer na 4,3% v januarju, potem ko je decembra znašala 4,2% (graf 22, slika b). To je bilo predvsem posledica obsežnih hipotekarnih posojil, medtem ko je ostala rast potrošniških posojil šibka. Gibanja posojil na splošno zakrivajo precejšnje razlike po državah euroobmočja, kar je med drugim posledica neenakomerne vpliva pandemije in različnega napredovanja okrevanja gospodarstva po državah.⁶

⁶ Glej okvir z naslovom »[The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



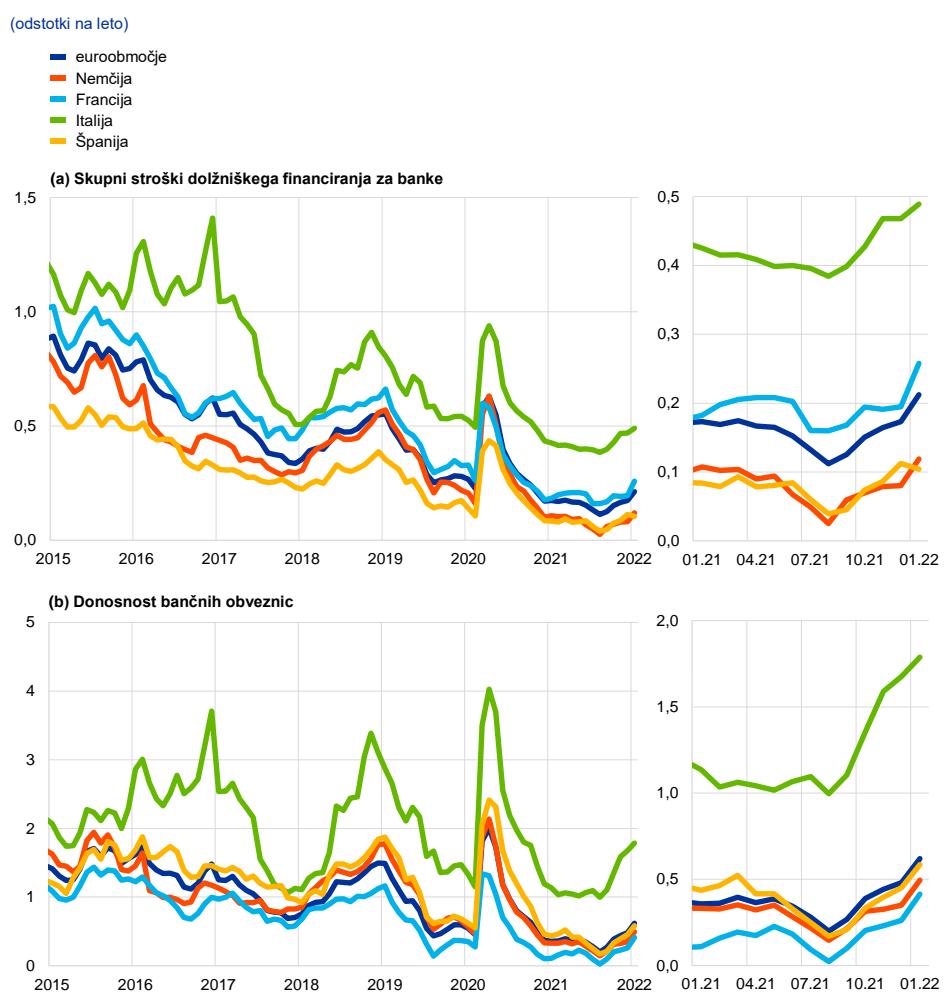
Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

Stroški dolžniškega financiranja za banke euroobmočja so začeli rasti in zdaj znašajo približno toliko kot pred pandemijo. Zadnje povečanje skupnih stroškov dolžniškega financiranja (graf 23, slika a) je bilo posledica višjih donosnosti bančnih obveznic (graf 23, slika b) in odraža povečanje netveganih obrestnih mer, medtem ko so obrestne mera za vloge ostale nespremenjene na najnižjih ravneh. Ukrepi denarne politike ECB so do zdaj omejevali navzgor usmerjene pritiske na donosnost bančnih obveznic ter zmanjševali razlike v pogojih financiranja po državah, razredih tveganja in dospelosti. Pred zadnjim četrtletjem so ostali stroški financiranja za banke zaščiteni pred navzgor usmerjenimi pritiski iz treh razlogov: nadaljnje obrestovanje vlog po negativnih obrestnih merah, zmanjšanje deleža dolžniškega financiranja in dostop bank do centralnobančnega financiranja po ugodnih pogojih, zlasti do tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji. Če se tržne obrestne mere še povečajo, obstaja tveganje, da bodo stroški financiranja izpostavljeni večjim navzgor usmerjenim pritiskom, zlasti zaradi morebitnega odplačila preostalih sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. To bi lahko povzročilo višje obrestne mere za posojila podjetjem in gospodinjstvom.

Graf 23

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah euroobmočja



Viri: ECB, izračuni ECB in indeksi Markit iBoxx.

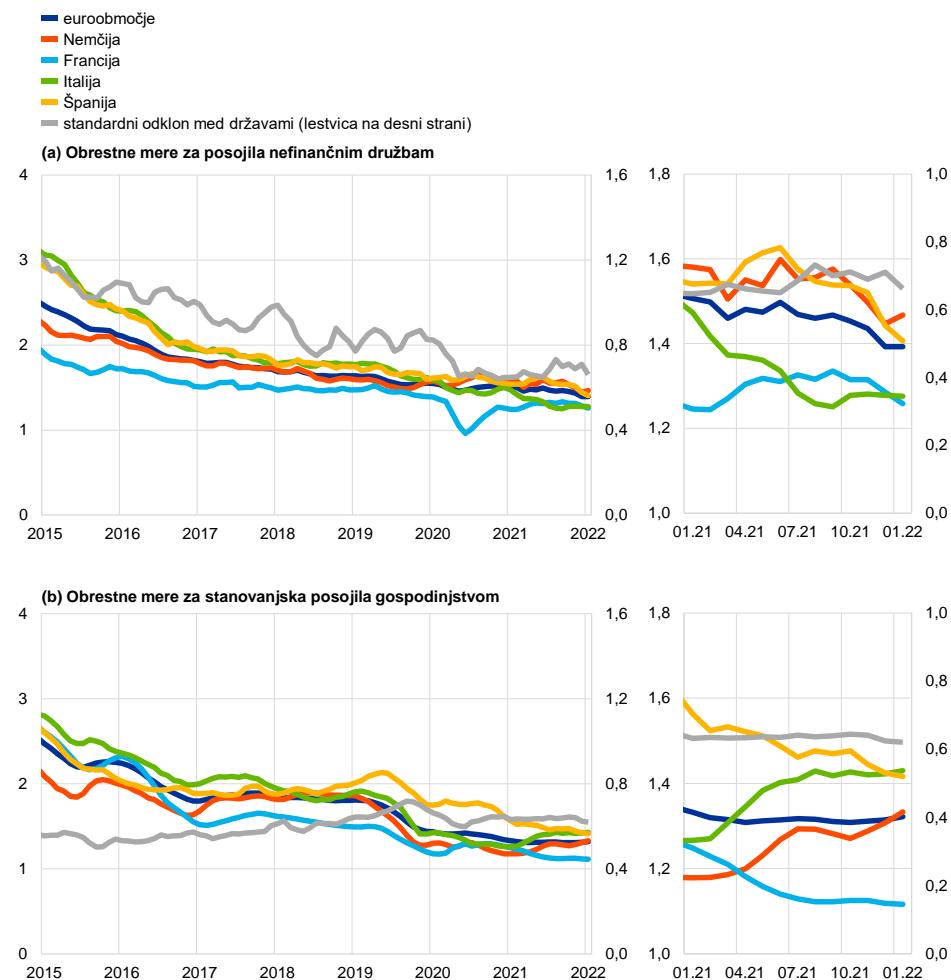
Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih posilih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

Obrestne mere bank za posojila so januarja 2022 ostale blizu najnižjih vrednosti (graf 24), čeprav so se obrestne mere bank za posojila podjetjem nekoliko zvišale. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se povečale na 1,43%, kar je odtehtalo znižanja v zadnjem četrletju 2021, obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa so ostale na splošno nespremenjene na ravni 1,33%. Zvišanje obrestnih mer za posojila podjetjem, ki je bilo najizrazitejše pri posojilih s srednjimi ročnostmi, je odražalo splošno povečanje tržnih obrestnih mer in je bilo po državah različno. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila je ostal na splošno nespremenjen in manjši kot pred pandemijo. Povečanje donosnosti v euroobmočju v zadnjih nekaj mesecih bi lahko ustvarilo pritiske na zvišanje domačih obrestnih mer za posojila. Ukrepi denarne politike ECB so do zdaj preprečili splošno zaostrovanje pogojev financiranja, kar bi lahko okrepilo škodljiv vpliv pandemije na gospodarstvo v euroobmočju.

Graf 24

Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah euroobmočja

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



Vir: ECB.

Opombe: Skupne bančne posojilne obrestne mere so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

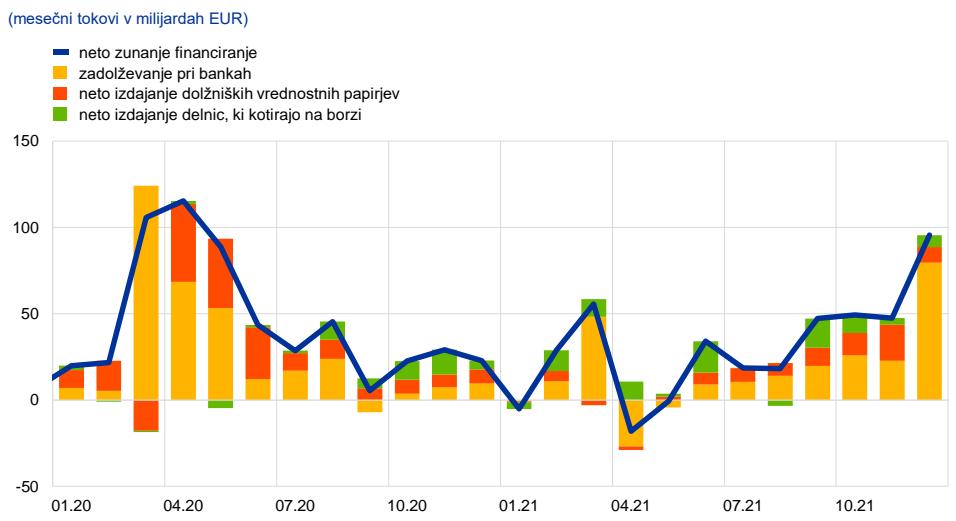
Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v zadnjem četrtletju 2021 ponovno povečal. Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je strmo povečala z 2,3% v oktobru na 2,8% v decembru ob večjih potrebah podjetij po financiranju in ob nizkih stroških dolžniškega financiranja. Večji tokovi zunanjega financiranja so izhajali zlasti iz povečanja bančnih posojil podjetjem, prispevek okrepljenega izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in delnic, ki kotirajo na borzi, pa je bil manjši (graf 25). Povpraševanje po kreditih so spodbujale naložbe podjetij in večja poraba obratnega kapitala, kar je bilo deloma povezano z vztrajnimi ozkimi grli v dobavnih verigah.⁷ V državah in sektorjih, na katere so posebej močno vplivala ozka grla v dobavnih verigah, so se povečale potrebe po obratnem kapitalu zaradi

⁷ Glej okvir z naslovom »Ozka grla v dobavnih verigah v euroobmočju in ZDA: trenutno stanje« v tej številki Ekonomskega biltena.

proizvodnih zamud in obnavljanja zalog, zaradi česar se je povečalo kratkoročno izposojanje.

Graf 25

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju



Viri: ECB in izračuni ECB, Eurostat in Dealogic.

Opombe: Neto zunanje financiranje je vsota zadolževanja pri bankah (posojil denarnih finančnih institucij, DFI), neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na decembra 2021.

Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe (vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem) so se od oktobra 2021 do januarja 2022 povečali zlasti zaradi stroškov tržnega dolžniškega financiranja. Stroški zunanjega financiranja so se januarja 2022 povečali na 5,2% (graf 26), kar je enako najvišji vrednosti, zabeleženi marca 2020, in 110 bazičnih točk več od najnižje vrednosti, zabeležene marca 2021. Povečanje je bilo predvsem posledica višjih stroškov tržnega dolžniškega financiranja in povečanja uteži lastniškega kapitala v izračunu skupnih stroškov financiranja.⁸ Slednje je več kot odtehtalo rahlo znižanje stroškov lastniškega kapitala januarja v primerjavi z oktobrom, ki je bilo posledica nižje premije za tveganje lastniškega kapitala, kar so po drugi strani odtehtale višje netvegane obrestne mere. Stroški zadolževanja pri bankah so ostali med oktobrom in januarjem praktično nespremenjeni. Višje netvegane obrestne mere in širši razmiki v donosnosti podjetniških obveznic – tako v naložbenem razredu kot v segmentu visoko donosnih obveznic – so bili dejavniki, ki so povzročili povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja, saj so ti dosegli ravni, nazadnje zabeležene avgusta 2020. V zadnjem času so se skupni stroški financiranja po ocenah med koncem januarja in 9. marcem ponovno povečali zaradi višjih stroškov lastniškega kapitala v okolju precejšnjega znižanja tečajev delnic od konca februarja, ki ga je

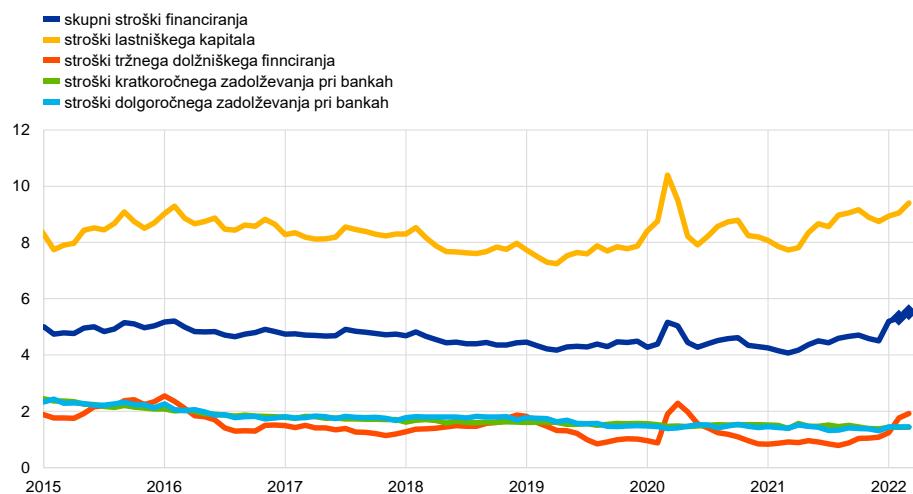
⁸ Stroški financiranja so izračunani kot tehtano povprečje stroškov lastniškega kapitala, stroškov tržnega dolžniškega financiranja ter stroškov kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja pri bankah. Uteži predstavljajo delež vsakega finančnega instrumenta v skupnem stanju instrumentov zunanjega financiranja nefinančnih družb. Prispevek vsake komponente k stopnji skupnih stroškov financiranja v določenem času so stroški (v odstotkih), pomnoženi z utežmi. Uteži se redno ažurirajo tako, da upoštevajo spremembe v strukturi financiranja nefinančnih družb. Spremenjeni prispevek določene komponente k spremembam skupnih stroškov financiranja je torej neto rezultat sprememb stroškov in sprememb uteži.

povzročila vojna v Ukrajini. K povečanju stroškov financiranja so prispevali tudi širši razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v povezavi z nadaljnjjim povečanjem netvegane obrestne mere.

Graf 26

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(odstotki na leto)



Viri: ECB in ocene ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg in Thomson Reuters.

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodri karo oznaki se nanašata na trenutno oceno skupnih stroškov financiranja za februar in marec 2022 (vključeni so podatki do 9. marca), če domnevamo, da bodo stroški zadolževanja pri bankah ostali nespremenjeni na ravni iz januarja 2022. Zadnji podatki so za 9. marec 2022 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevnih podatkov), za 4. marec 2022 pri stroških lastniškega kapitala (tedenski podatki) in za februar 2022 pri stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Javnofinančna gibanja

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju še naprej izboljšuje, potem ko je bil prej zaradi koronavirusne (COVID-19) krize dosežen zelo velik primanjkljaj. Vendar pa so tveganja za osnovni fiskalni scenarij precejšnja in vse bolj pomenijo povečanje proračunskega primanjkljaja, kar je povezano predvsem z rusko vojno v Ukrajini. Po osnovnem scenariju naj bi se stopnja primanjkljaja, ki je v letu 2020 dosegla najvišjo vrednost (7,2% BDP), v letu 2021 znižala na 5,5% BDP. V letu 2022 naj bi se znižala še na 3,1%, do konca obdobja napovedi pa na 2%. Po močni ekspanziji v letu 2020 je bila naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2021 manj spodbujevalna, potem ko je prilagojena za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«. V letu 2022 naj bi se naravnost javnofinančne politike predvsem zaradi odprave precejšnjega dela interventne pomoči za spopadanje s koronavirusno krizo dodatno zaostriла. Zaostritev naj bi bila v zadnjih dveh letih obdobja napovedi le malenkostna, obsežna podpora gospodarstvu pa se bo zagotavljala še naprej. Zaradi velikih tveganj, ki trenutno izhajajo iz več virov in se deloma že udejanjajo, bi lahko javnofinančni ukrepi, med drugim tudi na ravni Evropske unije, zaščitili gospodarstvo. Javnofinančne politike morajo ob razvoju dogodkov ostati agilne. Pripravljenost uporabiti javnofinančne politike ni v neskladu z nujnostjo, da se v srednjeročnem obdobju zmanjšajo proračunska neravnovesja.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju še naprej izboljšuje skladno z gibanjem, ki se je začelo leta 2021.⁹ Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju naj bi se po ocenah v letu 2021 znižala na 5,5% BDP, potem ko je v letu 2020 dosegla 7,2%, kar je najvišja raven do zdaj. Nato naj bi se po napovedih v letu 2022 znižala še močneje (na 3,1% BDP) in nato v naslednjih dveh letih še na 2,1% oziroma 2,0% BDP (graf 27). Potem ko so ukrepi v podporo gospodarstvu zaradi pandemije COVID-19 v letu 2020 znašali okrog 4,0% BDP, naj bi se po ocenah podpora reševanju krize in okrevanju v letu 2021 povečala na okrog 4,3% BDP. To je posledica dejstva, da so vlade v podporo okrevanju podaljšale veljavnost interventnih ukrepov ter postopno povečale njihov obseg oziroma sprejele nove podporne ukrepe, vključno z ukrepi, ki so jih države določile v nacionalnih načrtih za okrevanje in odpornost v okviru sklada »EU naslednje generacije«.¹⁰ Prispevek velike negativne ciklične komponente, ki je privedla do velikega povečanja javnofinančnega primanjkljaja v letu 2020, naj bi v letu 2021 po ocenah postal manjši, čeprav le rahlo. Na opaznejše izboljšanje proračunskega salda od leta 2022 dalje naj bi vplival večji ciklično prilagojeni primarni saldo, saj se bo iztekla veljavnost velikega deleža interventnih ukrepov, ki niso financirani z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«. Poleg tega naj bi se negativni prispevek gospodarskega cikla od leta 2022 hitro zmanjševal in v letu 2023 postal rahlo

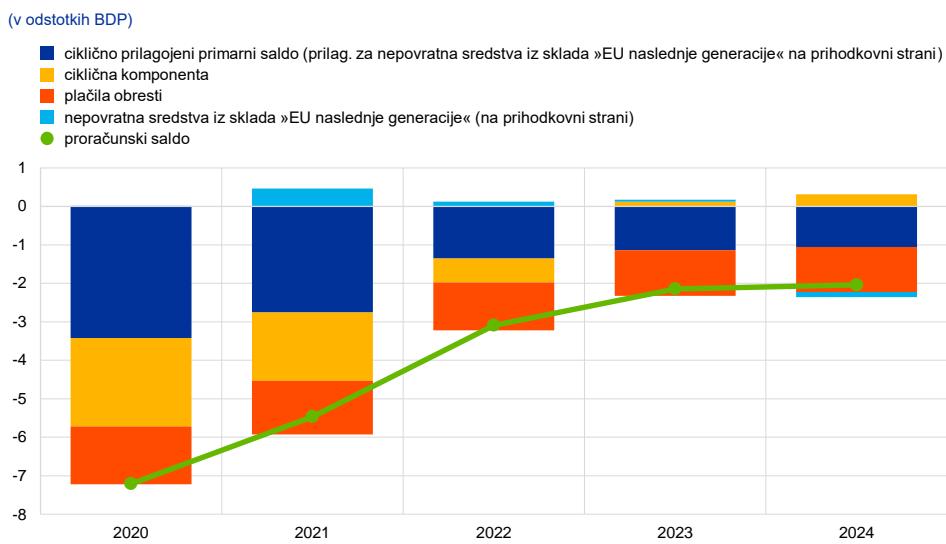
⁹ Glej »Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 11. marca 2022 na spletnem mestu ECB.

¹⁰ Nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« v obdobju projekcij v povprečju znašajo okrog 0,5% BDP in se bodo po letu 2022 postopoma zmanjševala. S temi sredstvi naj bi se skupaj z omejenim zneskom posojil finančirali proračunski izdatki v višini 2,5% BDP. Javnofinančna gibanja, opisana v tem razdelku, ne vključujejo evropskega nadnacionalnega primanjkljaja in dolga, povezanih s transferji v okviru sklada »EU naslednje generacije«.

pozitiven. K izboljšanju proračunskega salda bodo, čeprav manj, prispevala tudi nekoliko nižja plačila obresti, kot so bila v zadnjih nekaj letih. V sedanjih projekcijah se ta vpliv nanaša predvsem na leto 2022, v obdobju 2023–2024 pa naj bi postopno izginil.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in *Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB*.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju.

Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se po ocenah v letu 2021 nekoliko zaostrlila, potem ko je bila v letu 2020 zelo ekspanzivna.¹¹ Javnofinančna politika naj bi se s še vedno zelo spodbujevalne naravnosti po prilagoditvah zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije«, močneje zaostrlila v letu 2022, ko se bo ob izteku veljavnosti pandemijskih in začasnih podpornih ukrepov iztekla tudi javnofinančna podpora. V letih 2023 in 2024 naj bi se naravnost javnofinančne politike po napovedih le malenkostno zaostrlila.¹² Kljub fiskalnemu zaostrovjanju je v celotnem obdobju projekcij javnofinančna podpora gospodarskemu okrevanju še vedno velika, kar se kaže v še vedno velikem negativnem skupnem primarnem javnofinančnem saldu.

Od lanskih decembrskih makroekonomskeh projekcij strokovnjakov Eurosistema je bil proračunski saldo ob koncu obdobja projekcij popravljen

¹¹ Naravnost javnofinančne politike održa smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembra ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker višji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »*The euro area fiscal stance*«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2016.

¹² Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je v letu 2020 znašala -4,2 odstotne točke BDP, v letu 2021 pa po ocenah +0,5 odstotne točke BDP. Po napovedih pa naj bi po prilagoditvah zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«, v letu 2022 znašala +0,9, v letu 2023 +0,2 in v letu 2024 +0,1 odstotne točke BDP.

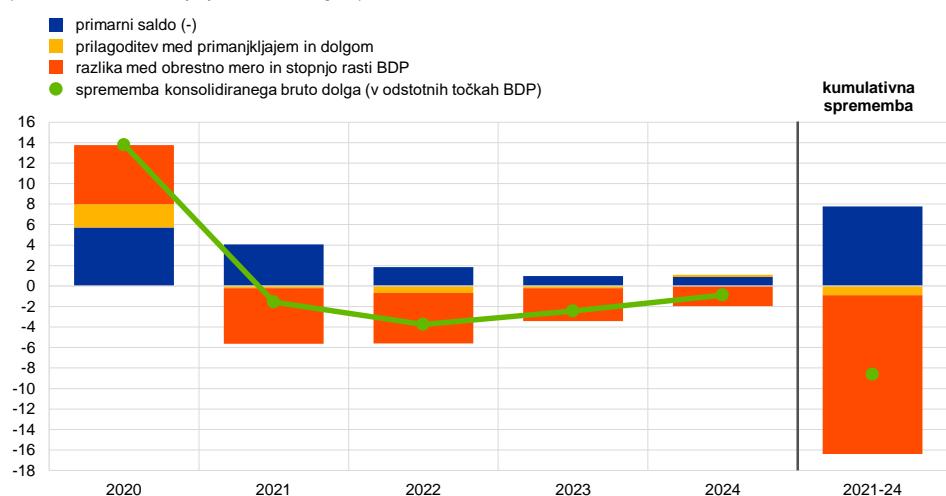
rahlo navzdol. Najpomembnejši letni popravek zadeva ugodnejšo oceno proračunskega salda za leto 2021. Tako je bil proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP za leto 2021 popravljen za 0,5 odstotne točke navzgor na -5,5%, kar je bilo predvsem posledica večjega ciklično prilagojenega primarnega salda od pričakovanega. Kljub temu izboljšanju je bil proračunski saldo za leto 2022 le malenkostno popravljen navzgor (za 0,1 odstotne točke), medtem ko je bil za leto 2023 nespremenjen, za leto 2024 pa popravljen za 0,2 odstotne točke navzdol. Popravek proračunskega salda ob koncu obdobja napovedi navzdol v osnovnem scenariju je posledica poslabšanja makroekonomskih obetov, ki sta ga sprožila kriza v Ukrajini in popravek plačil obresti kot delež BDP navzgor.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki se je v letu 2020 zelo povečal, naj bi se v letu 2021 po ocenah rahlo zmanjšal na okrog 96%, v letu 2024 pa naj bi se zmanjšal še na 89%. Po zvišanju stopnje dolga za skoraj 14 odstotnih točk v letu 2020 naj bi v letu 2021 vse manjši, a še vedno velik primarni primanjkljaj po ocenah več kot odtehtalo dejstvo, da je razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP precej prispevala k zmanjšanju dolga. V letih 2022 in 2023 naj bi se dolg zmanjševal hitreje, saj bo primarni primanjkljaj, ki povečuje dolg (trenutno se sicer zmanjšuje), odtehtala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter v manjši meri negativna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom (graf 28). Delež javnega dolga v razmerju do BDP naj bi se ob koncu obdobja projekcij leta 2024 znižal na slabih 89%, kar je 5 odstotnih točk več kot pred krizo leta 2019. V celoti gledano je kriza zaradi COVID-19 precej manj negativno vplivala na gibanje skupnega dolga v euroobmočju, kot se je na splošno predvidevalo v začetni fazi krize.¹³

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: ECB in Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v državah euroobmočja.

¹³ Skladno z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2020 naj bi bil denimo delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu leta 2022 za okrog 8 odstotne točke višji kot v sedanjih projekcijah.

Tveganja za osnovni fiskalni scenarij so precejšnja in vse bolj pomenijo, da se bo proračunski primanjkljaj povečal. Največja negotovost je povezana z makroekonomskimi posledicami vojne v Ukrajini in morebitnimi dodatnimi javnofinančnimi spodbudami v euroobmočju. Take spodbude naj bi izhajale predvsem iz treh virov: (i) dodatne podpore kot odziv na visoke cene energetov, (ii) višjih izdatkov za obrambo in (iii) višjih izdatkov za begunce. Poleg tega ni mogoče izključiti javnofinančnih tveganj, povezanih z nadaljnji valovi pandemije COVID-19.

Nacionalne javnofinančne politike bi morale ob razvoju dogodkov ostati agilne, hkrati pa morajo biti še naprej pozorne na zagotavljanje srednjeročne fiskalne vzdržnosti. Zaradi velikih tveganj, ki trenutno izhajajo iz več virov in se deloma že udejanajo, bi lahko javnofinančni ukrepi, med drugim tudi na ravni Evropske unije, zaščitili gospodarstvo. Javnofinančne politike morajo ob razvoju dogodkov ostati agilne. Z odločnim premikom v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ in strukturnih reform, s katerimi bi se povečala sposobnost gospodarstev v euroobmočju, da okrepijo rast, bi se ustvaril dodaten fiskalni manevrski prostor, če bi bilo to potrebno, hkrati pa bi se prispevalo tudi k zmanjšanju proračunskih neravnovesij. Pripravljenost uporabiti javnofinančne politike ni v neskladju z nujnostjo, da se v srednjeročnem obdobju verodostojno zmanjšujejo proračunska neravnovesja.

Okvirji

1 Ozka grla v dobavnih verigah v euroobmočju in ZDA: trenutno stanje

Pripravili Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics in Máté Barnabás Tóth

Napetosti v svetovnih dobavnih verigah blaga že vse od konca leta 2020 zavirajo svetovni gospodarski cikel.

Ozka grla so posledica hkratnega delovanja različnih dejavnikov. Prvič, močan odboj svetovnega povpraševanja po industrijskih proizvodih, ki ga je deloma povzročil odmik povpraševanja od storitev zaradi ukrepov za zaježitev pandemije, se ni izravnal z enako močnim povečanjem ponudbe blaga. Drugič, v nekaterih sektorjih je bil izpad dobave zelo velik, kar zlasti velja za polprevodnike, kjer ponudba s težavo dohaja močno povečano povpraševanje po elektronskih izdelkih in opremi, ter v avtomobilskem sektorju, ki postopno okreva po močnem upadu proizvodnje v letu 2020. In tretjič, ozka grla dodatno zaostrujejo motnje v logistiki, ki so predvsem posledica gibanja kontejnerskih ladij, zastojev v pristaniščih in strogih ukrepov zaprtja javnega življenja v nekaterih azijskih državah, ki proizvajajo vmesne izdelke.¹

Zaradi večplastne narave ozkih grl v ponudbi je koristno spremljati razmeroma veliko število kazalnikov, da lahko opazujemo, kaj se dogaja z dejavniki, ki povzročajo ozka grla. To nam omogoča, da že v zgodnji fazi odkrijemo znake izboljševanja ali poslabševanja v posameznih sektorjih. Zato v tem okvirju intenzivnost ozkih grl analiziramo s pomočjo celovitega sklopa kazalnikov, ki pokrivajo prevovalni in storitveni sektor ter cene prevoza in primarnih surovin.²

V nadaljevanju so sektorski kazalniki ozkih grl v ponudbi za euroobmočje in ZDA predstavljeni v obliki toplotnih kart. Čeprav je izbor kazalnikov odvisen od razpoložljivosti podatkov, toplotni karti za obe regiji vključujeta indekse vodij nabave (PMI) za dobavne roke dobaviteljev, zamude pri izvajjanju dela, razmerje med naročili in zalogami ter za cene izdelkov za vmesno porabo. Kjer so podatki na voljo, so vključeni tudi indeksi PMI za storitveni sektor. Poleg tega toplotni karti pokrivata stroške prevoza, ki jih zastopajo prevozne za zračni in pomorski blagovni prevoz. Pri pomorskem blagovnem prevozu je treba razlikovati med kontejnerskim prevozom in ladijskim prevozom razsutega tovora. Pri slednjem gre predvsem za prevoz surovin, medtem ko se kontejnerji navadno uporabljajo za prevoz izdelkov za

¹ Za podrobno analizo teh dejavnikov in njihovih ekonomskeih posledic glej Lane, P.R., »*Bottlenecks and monetary policy*«, *Blog ECB*, ECB, 10. februar 2022, in naslednje okvire: »*What is driving the recent surge in shipping costs?*«, *Ekonomski bilten*, št. 3, ECB, 2021; »*Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju*«, *Ekonomski bilten*, št. 4, ECB, 2021; »*Vpliv ozkih grl v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo*«, *Ekonomski bilten*, št. 6, ECB, 2021; in »*Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju*«, *Ekonomski bilten*, št. 8, ECB, 2021.

² Podoben pristop so predlagali Van Roye, B., Murray, B. in Orlik, T., »*Supply chain crisis risks taking the global economy down with it*«, *Bloomberg*, november 2021; ter Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. in Noble, A.I., »*A new barometer of global supply chain pressures*«, *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, januar 2022.

vmesno porabo in končnih izdelkov. Za oceno intenzivnosti ozkih gril v ponudbi je torej bolj relevanten kontejnerski prevoz, saj omejitve očitno obstajajo zlasti pri dobavi vmesnih in končnih izdelkov. V topotnih kartah tako uporabljamo Harper Petersonov indeks stroškov ladijskega prevoza (HARPEX), ki spremišča svetovne spremembe čarterskih cen za kontejnerske ladje, in indeks Freightos Baltic Index (FBX), ki meri »usmerjene« cene kontejnerskega prevoza iz Kitajske v EU in ZDA.³ Topotna karta za euroobmočje meri tudi primanjkljaje inputov (npr. delovne sile, opreme in gradbenega materiala, pri čemer so za slednjega podatki na voljo samo za Nemčijo) v celotnem gospodarstvu iz anket, da zajame tekoče motnje v dobavnih verigah z vidika prizadetih podjetij. Za ZDA je vključeno razmere med prostimi delovnimi mesti in brezposelnostjo v sektorju prevoza, da se zajame primanjkljaj delovne sile v logističnem sektorju. Da bi bilo mogoče primerjati različne kazalnike, so izračunane z-vrednosti, in sicer tako, da se od vsake časovne vrste odšteje srednja vrednost vzorca, nato pa se razlika deli s standardnim odklonom vzorca. Pozitivne vrednosti vsakega kazalnika kažejo, koliko standardnih odklonov je vsak indeks višji od povprečja, negativne vrednosti pa, koliko standardnih odklonov je vsak indeks nižji od povprečja. Negativne z-vrednosti, ki pomenijo primanjkljaj ponudbe glede na povpraševanje, kažejo na ozka grla v ponudbi in so označene z rdečo. Na splošno z-vrednosti pod -1,5 pomenijo, da so ozka grla zelo slabo prepustna.

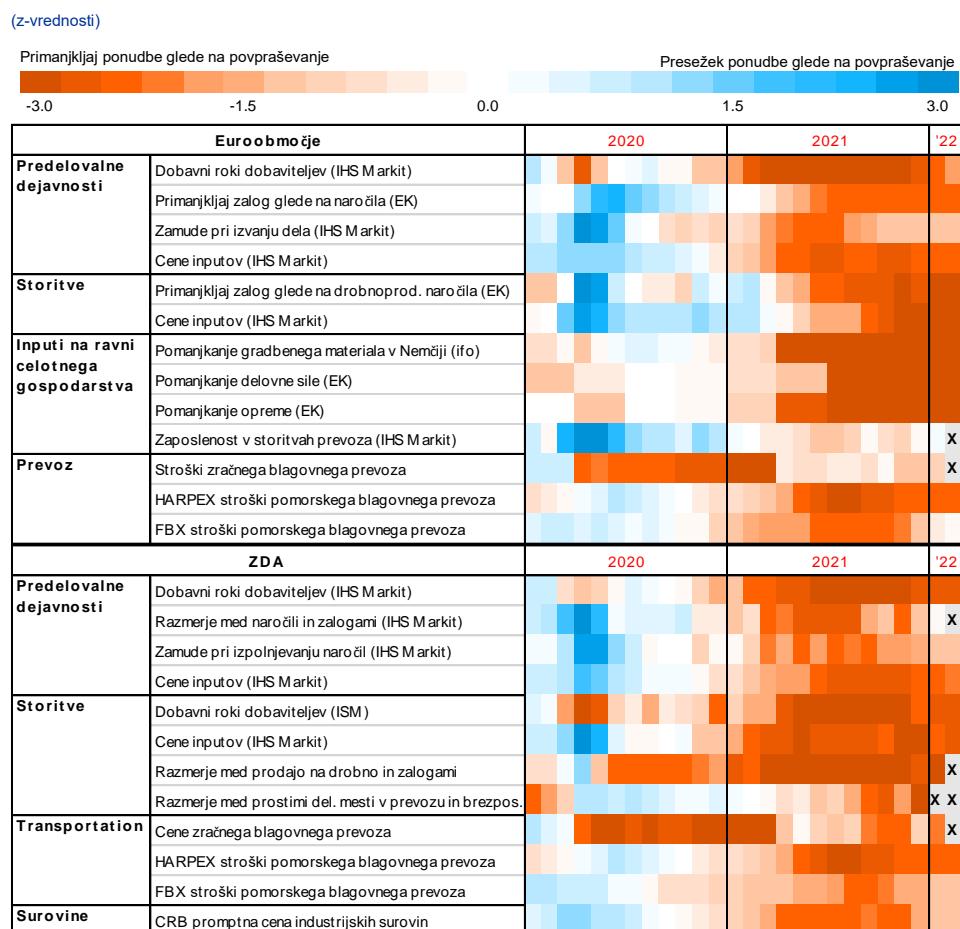
Najnovejši podatki nakazujejo, da so ozka grla v ponudbi v euroobmočju in ZDA še vedno na zgodovinsko visokih ravneh. Topotni karti (graf A), ki segata od temno modre (obilna ponudba glede na povpraševanje) do temno rdeče (nezadostna ponudba), kažeta, da so se tekom leta 2021 vsi kazalniki premaknili v odtenek rdeče ter v obeh gospodarstvih januarja in februarja 2022 ostali v rdečem. Razmere na splošno ostajajo težavne, še zlasti v euroobmočju. To je nedavno potrdila tudi naša redna anketa stikov v podjetniškem sektorju, ki so ocenili, da se težave v ponudbi v zadnjih mesecih na splošno niso zmanjšale in bodo predvidoma vztrajale še vse leto 2022.⁴ Močneje so razširjene zlasti omejitve ponudbe, ki jih povzročajo motnje v prevozu in logistiki, in če se svetovno povpraševanje ne bo zmanjšalo, bodo te omejitve verjetno vztrajale dalj časa.

³ Ni nenavadno, da se spremišča indeks Baltic Dry Index. Vendar pa je indeks strukturiran tako, da sledi samo stroške prevoza surovin (kot so premog, železova ruda ali žito), kjer je ozkih gril v ponudbi očitno manj.

⁴ Za ocene podjetij glede trajanja omejitev ponudbe glej okvir z naslovom »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Ekonomski bilten*, št. 1, ECB, 2022.

Graf A

Pritiski v ponudbenih verigah – topotni karti za euroobmočje in ZDA



Viri: U.S. Bureau of Labor Statistics, Evropska komisija, ISM, IHS Markit, ifo Institut, Bloomberg in izračuni ECB.

Opombe: Topotni karti prikazujeta z-vrednosti, ki so izračunane tako, da se od ugotovljene vrednosti v času t odšteje srednjo vrednost in razliko deli s standardnim odklonom. Srednja vrednost in standardni odklon sta izračunana iz razpoložljivega vzorca od januarja 1999. Za stroške prevoza in cene surovin so prikazane z-vrednosti, ki temelijo na medletnih stopnjah rasti. Mehki kazalniki so prikazani skupaj z njihovimi viri. Vrednosti opazovanj, označene z X, še niso na voljo.

Zbirni kazalniki, izpeljani iz topotnih kart, potrjujejo, da pritiski, ki jih povzročajo motnje v dobavnih verigah, še vedno obstajajo, vendar v nekaterih sektorjih morda že popuščajo. Indeks PMI za dobavne roke dobaviteljev (PMI SDT) je uporaben kazalnik za spremiljanje motenj dobave v logističnem sektorju.⁵ Da bi v enem kazalniku povzeli informacije iz drugih meril, smo z uporabo dinamičnega faktorskega modela (DFM) oblikovali en sam zbirni kazalnik.⁶ Prvi faktor v modelu DFM, ki prispeva več kot 50% celotne variance vključenih kazalnikov, je močno koreliran z indeksom PMI SDT tako v euroobmočju kot tudi v ZDA (graf B) in tako za

⁵ Indeks PMI SDT kaže odstotek podjetij, ki poročajo o skrajšanju, podaljšanju ali nespremembi dobavnih rokov za izdelke za vmesno in končno porabo. Vrednost indeksa pod 50 pomeni, da so se dobavni roki glede na mesec prej podaljšali.

⁶ Za preverjanje zanesljivosti podatkov je bila izračunana tudi zbirna statistika, temelječa na modelu glavnih komponent, ki prav tako daje zelo podobne rezultate. Prednost modela DFM glede na model glavnih komponent je v tem, da je uporabo ocenjene skupne komponente mogoče nadomestiti podatki, ki niso na voljo (glej Stock, J.H. in Watson, M.W., »Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes«, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 20, št. 2, 2002, str. 147–162; ter Doz, C., Giannone, D. in Reichlin, L., »A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering«, *Journal of Econometrics*, Vol. 164, št. 1, 2011, str. 188–205). Zato model DFM vključuje tudi kazalnike cen ladijskega prevoza FBX, ki so na voljo šele od leta 2016 dalje.

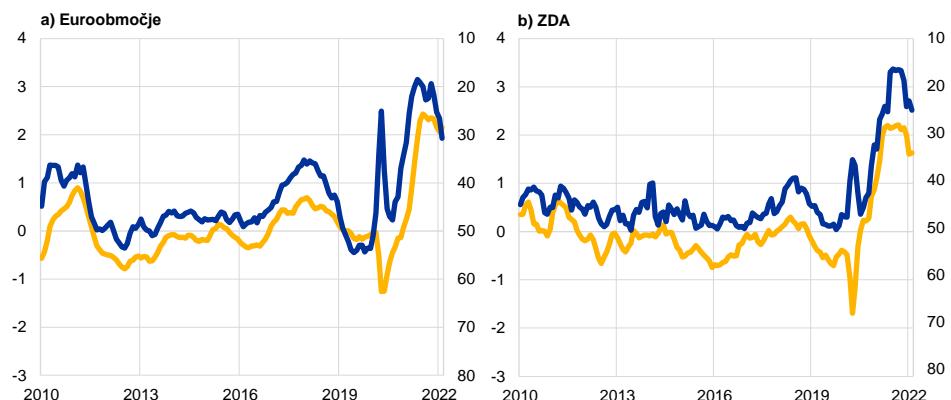
obe gospodarstvi kaže podoben vzorec ozkih grl v ponudbi. Podatki za indeks PMI SDT in model DFM za januar/februar 2022 nakazujejo, da so pritiski v dobavnih verigah sicer še vedno zgodovinsko visoki, vendar so že dosegli najvišjo vrednost in začeli v obeh gospodarstvih popuščati (graf B). Predvsem v ZDA se indeks PMI za razmerje med naročili in zalogami izboljšuje, kar bi lahko pomenilo, da podjetja začenjajo ponovno polniti zaloge in se ozka grla zmanjšujejo. Poleg tega se zdi, da se tveganje dodatnega zaostrovanja ozkih grl zaradi širjenja koronavirsne različice omikron zmanjšuje, saj pandemija popušča in so številne države že začele odpravljati zaježitvene ukrepe. Po drugi strani bi se zaradi vojne v Ukrajini ozka grla v ponudbi lahko ponovno zadrgnila.

Graf B

Pritiski v dobavnih verigah v euroobmočju in ZDA

(lestvica na levi strani: standardni odkloni od dolgoročne srednje vrednosti, lestvica na desni strani: indeks razpršitve)

- PMI dobavni roki dobaviteljev v predelovalnih dejavnostih (lestvica na desni strani, obrnjeno)
- dinamični faktorski model (lestvica na levi strani)



Viri: U.S. Bureau of Labor Statistics, Evropska komisija, ISM, IHS Markit, ifo Institut, Haver Analytics, Bloomberg in izračuni ECB. Opombe: Model DFM vključuje samo mesečne kazalnike (podatki za pomaranjanje delovne sile in opreme v euroobmočju, s četrtletno frekvenco, niso vključeni). Za zagotovitev stacionarnosti so bile v seriji opravljene ustrezne transformacije. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2022.

2

Vloga kreditnega tveganja pri nedavnem globalnem vrednotenju podjetniških obveznic

Pripravile Livia Chițu, Magdalena Grothe in Tatjana Schulze¹

Ranljivost podjetij se je na začetku pandemije koronavirusa (COVID-19) po vsem svetu zelo povečala in bi bila lahko – kljub poznejšemu okrevanju – na nekaterih delih trga še vedno razlog za zaskrbljenost. Ranljivost se je izrazito povečala, pri čemer je prišlo do vala znižanj bonitetne ocene podjetij po vsem svetu (graf A, slika a). V letu 2021 se je kreditna kvaliteta podjetij (po oceni bonitetnih agencij) nekoliko izboljšala, na primer bonitetne ocene ameriških podjetij so se večkrat izboljšale kot poslabšale. Vseeno se bonitetne ocene še niso v celoti vrnilne na raven pred pandemijo, saj obstaja negotovost glede dolgoročnih obetov v nekaterih sektorjih – zlasti tistih, ki jih je pandemija bolj prizadela. Čeprav se je dobiček na delnico v povprečju povečal, je imela pandemija negativne posledice, zaradi česar se je kljub ukrepom javne pomoči zmanjšal dobiček nekaterih podjetij (glej na primer sliko b v grafu A, ki obravnava podjetja, vključena v indeks S&P 500).

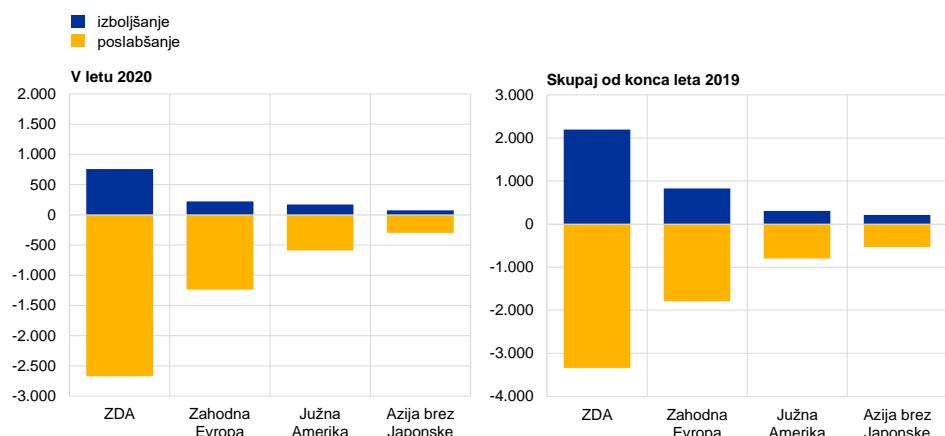
¹ Tatjana Schulze je prispevala k tej analizi med pripravnosti v Evropski centralni banki.

Graf A

Spremembe v kreditni kvaliteti podjetij med pandemijo

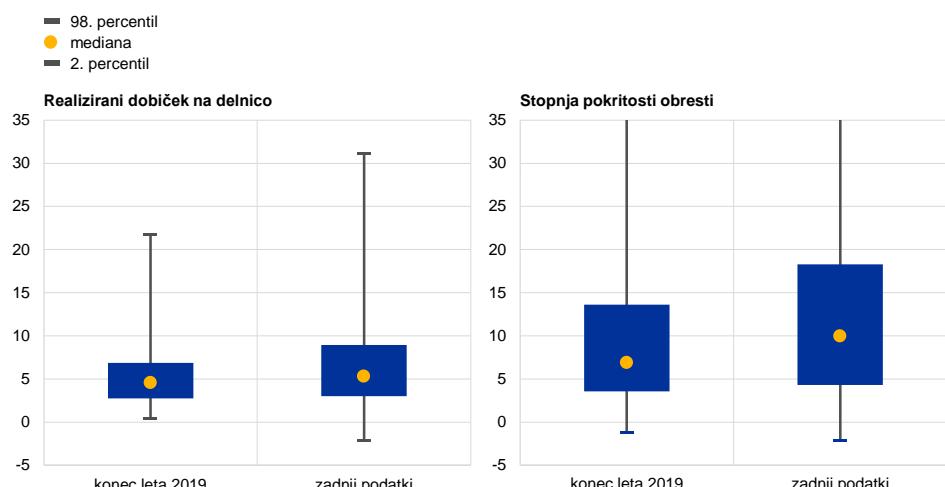
(a) Spremembe dolgoročnih bonitetnih ocen podjetij

(število izboljšanj in poslabšanj)



(b) Dobiček na delnico in stopnja pokritosti obresti v S&P 500

(dobiček na delnico v USD, stopnja pokritosti obresti v odstotkih)



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki (a) je prikazano število nefinancnih družb v različnih regijah, katerih bonitetna ocena se je povisala ali znižala (i) v letu 2020 in (ii) v obdobju od konca leta 2019, pri čemer se zadnji podatki nanašajo na prvo četrletje 2022. Na sliki (b) sta prikazana realizirani dobiček na delnico in stopnja pokritosti obresti (plačila obresti v razmerju do dobička) podjetij, vključenih v indeks S&P 500, pri čemer pike predstavljajo mediano, stolpi medkvartilni razpon (25. do 75. percentil) in prečke 2. in 98. percentil. Na desnem grafu na sliki (b) znaša 98. percentil porazdelitve stopnje pokritosti obresti (ni prikazana na grafu) okoli 130% konec leta 2019 in ziroma 390% glede na najnovejše podatke. Na sliki (b) se zadnji podatki nanašajo na 14. januar 2022 (dobiček na delnico, tedensko) in zadnje četrletje 2021 (stopnja pokritosti obresti, četrletno).

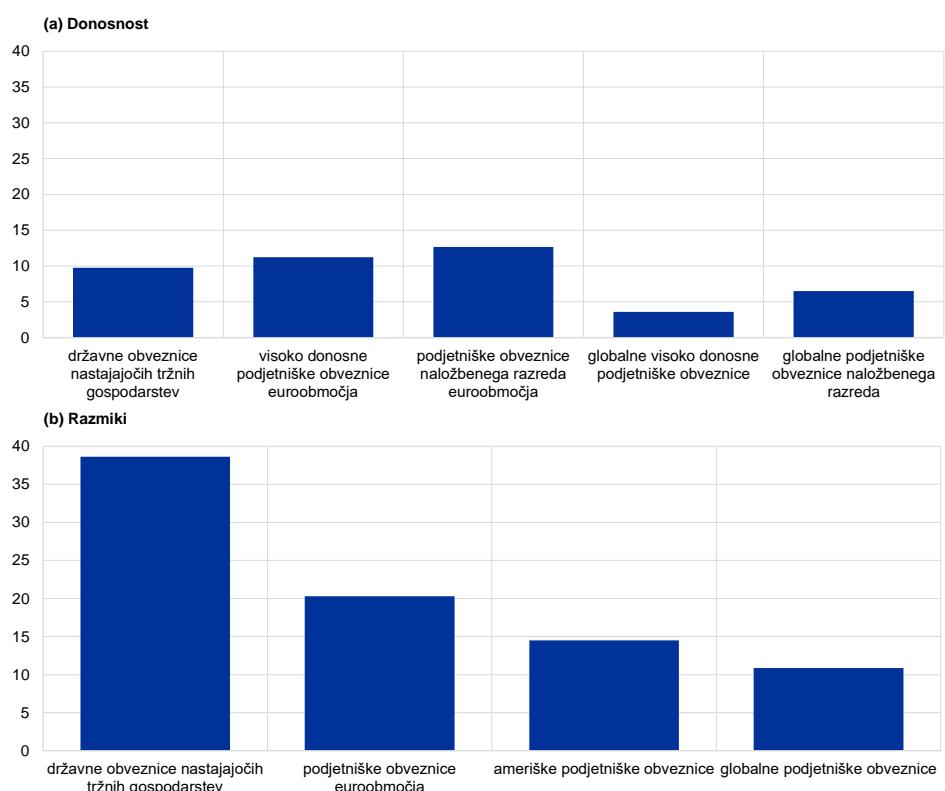
Vrednotenja podjetniških obveznic so kljub vztrajni ranljivosti blizu rekordno visokih vrednosti. To velja zlasti za segmente z nižjo bonitetno oceno. Donosnost ameriških podjetniških obveznic je po skokovitemu povečanju marca 2020 v vseh bonitetnih razredih padla na rekordno nizko raven. Nizka donosnost je delno odraz nizkih obrestnih mer, saj so centralne banke znižale ključne obrestne mere in z nakupi vrednostnih papirjev zmanjšale terminske premije za državne obveznice. Vrednotenja podjetniških obveznic pa so zelo visoka tudi relativno, ki se običajno merijo kot razlika med donosnostjo podjetniških obveznic z visokim tveganjem in podjetniških obveznic z nizkim tveganjem ali kot razlika med donosnostjo podjetniških obveznic in netveganih naložb. Razmiki v donosnosti podjetniških

obveznic so se vrnili na ravni pred pandemijo in so blizu rekordno nizkih vrednosti iz obdobja pred svetovno finančno krizo. Ob nadalnjem zmanjšanju razmikov, ki je bilo v zadnjih mesecih opazno v večini razredov finančnega premoženja, se je pojavila zaskrbljenost zaradi morebitnega razmaha v nekaterih segmentih trga podjetniških obveznic (graf B).²

Graf B

Vrednotenja na svetovnih trgih obveznic

(odstotek mesecev od januarja 1999, ko je bila zabeležena nižja donosnost/nižji razmiki)



Viri: Bloomberg, Refinitiv Datastream in izračuni ECB.

Opombe: Vrednotenja temelijo na indeksih podjetniških obveznic ICE BoFA in indeksih JPM EMBI za trge dolarovih državnih obveznic nastajajočih tržnih gospodarstev. V grafu so razmiki v donosnosti podjetniških obveznic izračunani kot razlika med visoko donosnimi podjetniškimi obveznicami in obveznicami naložbenega razreda. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2022.

Ne glede na nedavno povečanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic na nekaterih trgih je bilo veliko znižanje od vrhunca krize zaradi COVID-19 večinoma povezano s stopnjo nagnjenosti vlagateljev k tveganju. Na podlagi literature o oblikovanju cen podjetniških obveznic je mogoče globalno gibanje vrednotenj podjetniških obveznic razložiti z uporabo modela s komponento kreditnega tveganja ter dejavniki, ki zajemajo širše tržne pogoje in likvidnost. Kreditno tveganje se meri s kazalnikom pričakovane pogostosti neplačila, ki ga pripravlja bonitetna agencija Moody's. Kazalnik, ki izhaja iz teorije določanja cen opcij, meri verjetnost neplačila s strani podjetja (tj. podjetje ne bo plačevalo obročnih plačil glavnice ali obresti) v naslednjih 12 mesecih.³ To pomeni, da zajema tržno

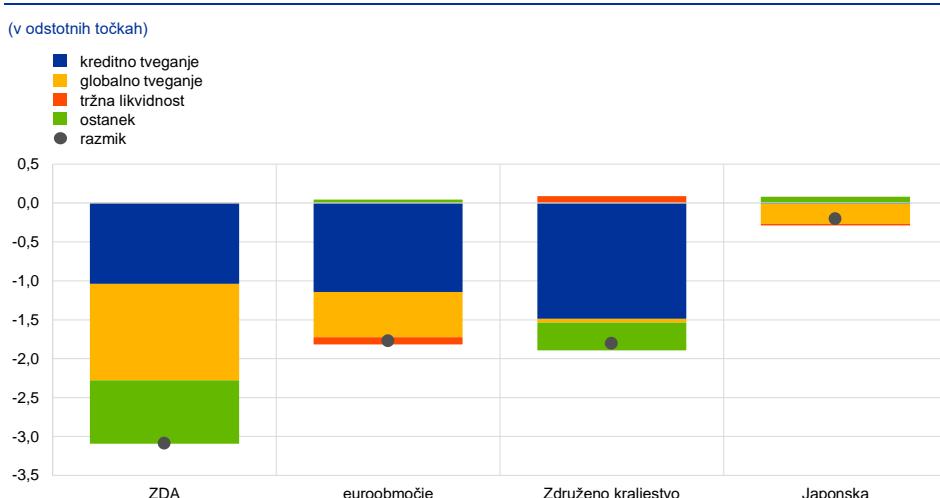
² Celovita razprava o tveganjih, povezanih s tržnim vrednotenjem finančnega premoženja, je v publikaciji ECB *Financial Stability Review*, november 2021, [2. poglavje](#).

³ Glej na primer Moody's Analytics, »[EDF Overview](#)«, 2011.

oceno kreditne kvalitete podjetij. Tržna negotovost in nenaklonjenost tveganju sta v modelu zajeta z uporabo indeksa VIX, ki je merilo pričakovane volatilnosti delniškega trga, izpeljane iz cen opcij (in se ponavadi uporablja kot približek za negotovost in nenaklonjenost tveganju na finančnih trgih). Likvidnostne razmere so v modelu zajete z uporabo razmika na podlagi denarnega trga, ki je opredeljen kot razmik med 3-mesečno medbančno obrestno mero in donosnostjo 3-mesečnih državnih obveznic. Ocene, izpeljane iz modela, kažejo, da je bilo splošno zmanjšanje globalnih razmikov v donosnosti podjetniških obveznic od vrhunca pandemije – ne glede na nedavno povečanje v nekaterih segmentih – posledica popuščanja tržne negotovosti in razmeroma ugodne tržne ocene tveganja neplačila (graf C).⁴ Prispevek preostale variance modela na nekaterih trgih kaže potencialni razmah v vrednotenjih in nakazuje, da je nagnjenost vlagateljev k tveganju izjemno velika.

Graf C

Dejavniki, ki določajo razmike v donosnosti podjetniških obveznic od marca 2020



Viri: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje modelske ocene prispevkov kreditnega tveganja, tržne negotovosti in tržna likvidnosti k spremembam razmikov v donosnosti podjetniških obveznic z oceno BBB od marca 2020. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic merijo razliko med donosnostjo podjetniških obveznic in državnih obveznic z enako zapadlostjo v isti državi. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic se merijo na ravni indeksa države za obveznice z oceno BBB z zapadlostjo od treh do petih let. »Kreditno tveganje« pomeni tržno oceno tveganja neplačila, merjeno s kazalnikom pričakovane pogostosti neplačila, ki ga pripravlja agencija Moody's, »globalno tveganje« je prikazano z indeksom VIX, »tržna likvidnost« pa je prikazana z razmikom na podlagi denarnega trga – tj. kot razmik med 3-mesečno medbančno obrestno mero in donosnostjo 3-mesečnih državnih obveznic (npr. razmik TED za ZDA). Model je bil ocenjen z uporabo dnevnih podatkov, ki segajo do junija 2006, medtem ko se zadnji podatki nanašajo na 17. februar 2022.

Te rezultate je mogoče preveriti na podlagi ugotovitev drugega modela, ki temelji na podrobnejših podatkih, ki potrjujejo vlogo nagnjenosti k tveganju pri nedavnih vrednotenjih, kar kaže morebitno tveganje prevrednotenja na trgu.

Modelske ocene z uporabo podatkov na ravni ameriških obveznic in podjetij (enega največjih svetovnih trgov podjetniških obveznic) kažejo ključno vlogo, ki jo je imela nagnjenost vlagateljev k prevzemanju tveganj pri nedavnih vrednotenjih podjetniških obveznic nefinančnih družb, vključenih v indeks S&P 500. Model predvideva linearno razmerje med razmiki v donosnosti podjetniških obveznic ter tveganjem neplačila

⁴ Rezultati so veljavni tudi ob uporabi alternativnih meril pri pojasnjevalnih spremenljivkah. Širši pregled vrednotenj v euroobmočju je na primer v Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J., in von Landesberger, J., »Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014«, Occasional Paper Series, št. 278, ECB, september 2021.

posameznih podjetij in vektorjem specifičnih lastnosti obveznic.⁵ Pozitivno vrednost preostale variance modela, ki se imenuje tudi »čezmerna premija na obveznice«, je mogoče razložiti kot nadomestilo za izpostavljenost do obveznice, ki presega nadomestilo, ki se navadno zahteva za pričakovano neplačilo. Od vrhunca krize zaradi COVID-19 se je čezmerna premija na obveznice zmanjšala ter dosegla negativne vrednosti (višje od tistih pred letom 2007 in podobne tistem pred pandemijo). To kaže, da so zaradi velike nagnjenosti vlagateljev k tveganju premije za tveganje padle na ravni, ki so nekoliko nižje od rekordno nizkih premij za tveganje neplačila na trgu (graf D).

Graf D

Čezmerna premija na obveznice nefinančnih družb, vključenih v indeks S&P 500



Viri: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream in izračuni ECB.

Opombe: Čezmerna premija na obveznice kot komponenta razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, prilagojenih za opcije, je bila ocenjena za skupino nefinančnih družb, vključenih v indeks S&P 500, ter agregirana na ravn posameznih podjetij v skladu s pristopom, ki sta ga uporabila Gilchrist in Zakrajšek. Ta graf prikazuje čezmerno premijo na obveznice podjetij z mediano donosnosti glede na realizirani dobiček na delnico. V ocenjevanju se upoštevajo merilo pričakovanega neplačila posameznih podjetij (zajeto v kazalniku pričakovane pogostosti neplačila, ki ga pripravlja agencija Moody's) in vektor specifičnih lastnosti obveznic (vključno s trajanjem, kuponom, obdobjem do zapadlosti in obsegom izdaje ter slepo spremenljivko za odpoklicne obveznice) ter fiksni učinki v določeni panogi in standardne napake, združene v dve skupini. Merilo razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, prilagojenih za opcije, upošteva prisotnost vgrajenih opcij v podskupini vzorca obveznic. zadnji podatki se nanašajo na 17. december 2021 (tedenski podatki).

Morebitni šoki zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb na trgu bi lahko povzročili veliko povečanje stroškov financiranja podjetij in pričakovane verjetnosti neplačila, zlasti v primeru podjetij z najšibkejšimi bilancami. S prevrednotenjem finančnega premoženja kot odgovor na spremenjeno globalno dojemanje tveganja bi se lahko poslabšala ranljivost podjetij pri financiranju in verjetnost neplačila podjetij. To bi lahko še posebej občutila podjetja s šibkimi temelji (npr. s slabimi obeti glede dobička ali nizkimi stopnjami pokritosti obresti). Z modelskimi ocenami, ki preučujejo odziv na šok zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb na svetovnih trgih, je mogoče oceniti vpliv, ki bi ga lahko imel preobrat v zaupanju vlagateljev na razmike v donosnosti podjetniških obveznic in verjetnost

⁵ Ta pristop je v skladu z Gilchrist, S., in Zakrajšek, E., »Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations«, *American Economic Review*, 102, št. 4, junij 2012, str. 1692–1720, in Favara, G., Gilchrist, S., Lewis, K., in Zakrajšek, E., »Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium«, *FEDS Notes*, 2016.

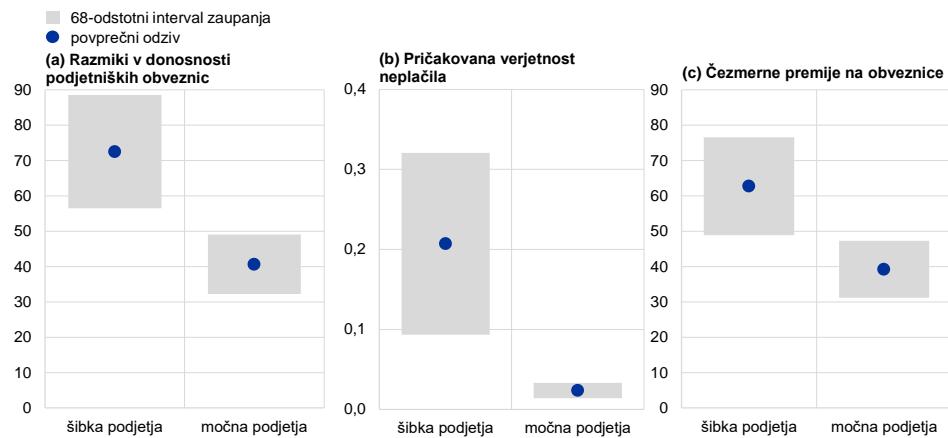
neplačila.⁶ Rezultati kažejo, da so razmiki v donosnosti podjetniških obveznic zelo občutljivi na globalne šoke zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb, zlasti pri najšibkejših podjetjih. Po ocenah bi pri teh podjetjih prišlo do prevrednotenja v višini približno 70 bazičnih točk tri tedne po šoku, medtem ko bi pri močnejših podjetjih ta sprememba predstavljala približno 40 bazičnih točk (graf E, slika a). Poleg tega se pričakovana verjetnost neplačila podjetja v naslednjem letu poveča za 0,2 odstotne točke (graf E, slika b), kar pomeni znatno povečanje glede na to, da pričakovana pogostost neplačila povprečne ameriške nefinančne družbe navadno ne presega 1%. Občutljivost stroškov financiranja je mogoče v največji meri pripisati povečanju nenaklonjenosti vlagateljev tveganju, kar ponazarja čezmerna premija na obveznice (graf E, slika c).

⁶ Ta šok se ocenjuje z dnevnim modelom BVAR v skladu z Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M., in Van Robays, I., »*What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*«, *Working Paper Series*, št. 2560, ECB, 2021. Model uporablja kombinacijo omejitve glede na predznak, relativne omejitve glede na jakost učinka in omejitve glede opisa. Zahvaljujoč temu pristopu globalni rizični šok zajame dinamiko umika k varnim naložbam ob predpostavki, da povečana globalna nenaklonjenost tveganju sproži preusmerjanje z lastniških vrednostnih papirjev v varne dolgoročne ameriške državne obveznice, hkrati pa povzroči krepitev ameriškega dolarja zaradi statusa varne naložbe. Poleg tega je uveden opisni dogodek na dan propada banke Lehman Brothers, pri čemer je globalni rizični šok najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na cene lastniških vrednostnih papirjev na ta dan. Vpliv šoka se kalibrira kot padec dolgoročne donosnosti ameriških državnih obveznic za 10 bazičnih točk v petih dneh. Zahvaljujemo se Ine Van Robays, da nam je omogočila uporabo vrste globalnih šokov v zvezi s tveganjem v tem projektu.

Graf E

Vpliv šokov zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb na razmike v donosnosti podjetniških obveznic, pričakovano verjetnost neplačila in čezmerne premije na obveznice najmočnejših in najšibkejših podjetij

(razmiki v donosnosti podjetniških obveznic in čezmerne premije na obveznice v bazičnih točkah, pričakovana verjetnost neplačila v odstotkih)



Vir: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream in izračuni ECB.
Opombe: Graf prikazuje ocenjene odzive razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, pričakovane verjetnosti neplačila in čezmernih premij na obveznice tri tedne po globalnem šoku zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb za skupino nefinančnih družb, vključenih v indeks S&P 500. Odzivi so ocenjeni z uporabo lokalnih projekcij panela. »Šibka« podjetja predstavljajo 20% in imajo najnižjo stopnjo pokritosti obresti, medtem ko »močna« podjetja predstavljajo 20% in imajo najvišjo stopnjo pokritosti. Šoki se ocenjujejo z uporabo dnevnega modela BVAR s kombinacijo omejitve glede na predznak, relativne omejitve glede na jakost učinka in omejitve glede opisa ter so kalibrirani kot padec dolgoročne donosnosti ameriških državnih obveznic za 10 bazičnih točk v petih dneh. Ocene lokalnih projekcij so tedenske, zajemajo obdobje od januarja 2005 do maja 2021, odvisne so od indeksa Citigroup Economic Surprise Index, donosnosti 2-letne ameriške državne obveznice in indeksa VIX ter slepih spremenljivk za svetovno finančno krizo in krizo zaradi COVID-19 ter upoštevajo fiksne učinke po podjetjih. Standardne napake so združene v skupine po panogah in času. Pričakovana verjetnost neplačila se meri z uporabo kazalnika pričakovane pogostosti neplačila, ki ga pripravlja agencija Moody's in meri verjetnost neplačila s strani podjetja (tj. podjetje ne bo plačevalo obročnih plačil glavnice ali obresti) v naslednjem letu. Čezmerna premija na obveznice kot komponenta razmikov v donosnosti podjetniških obveznic je bila ocenjena za skupino podjetniških obveznic družb, vključenih v indeks S&P 500, ter agregirana na ravn posameznih podjetij v skladu s pristopom, ki sta ga uporabili Gilchrist in Zakrajšek. V ocenjevanju se upoštevajo merilo pričakovane neplačila posameznih podjetij (zajeto v kazalniku pričakovane pogostosti neplačila, ki ga pripravlja agencija Moody's) in vektor specifičnih lastnosti obveznic (vključno s trajanjem, kuponom, obdobjem do zapadlosti in obsegom izdaje ter slepo spremenljivko za odpoklicne obveznice) ter fiksni učinki v določeni panogi. Zadnji podatki se nanašajo na 17. decembra 2021 (tedenski podatki).

Gledano v celoti ta okvir kaže pomembno vlogo, ki jo ima nagnjenost k prevzemanju tveganj pri vrednotenju podjetniških obveznic, tako mednarodno kot med podjetji na enem največjih trgov podjetniških obveznic. Analiza na podlagi modela kaže, da je velik padec razmikov v donosnosti podjetniških obveznic v vseh državah po vrhuncu pandemije COVID-19 delno odražal oceno trga o izboljšanju kreditne kvalitete podjetij, vendar je bil povečini tudi posledica krepitve nagnjenosti vlagateljev k prevzemanju tveganj. To potrjuje analiza vrednotenj na ravnih obveznic na ameriškem trgu podjetniških obveznic. Kar zadeva prihodnje obdobje, okvir kaže tudi – glede na to, da imajo nekatera podjetja razmeroma šibke bilance in obstaja možnost preobrata v zaupanju vlagateljev – da bi lahko šoki zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb na celotnem trgu povzročili precejšnje povečanje stroškov financiranja podjetij in pričakovane verjetnosti neplačila, zlasti v primeru najšibkejših podjetij.

3

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 3. novembra 2021 do 8. februarja 2022

Pripravila Ross James Murphy in Nikolaus Solonar

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2021.

Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 3. novembra 2021 do 8. februarja 2022 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju povečala za 45,6 milijarde EUR in dosegla rekordno raven (4.412,6 milijarde EUR). To je bilo posledica nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) in programa nakupa vrednostnih papirjev. Učinek nakupov vrednostnih papirjev na presežno likvidnost je delno izravnalo precejšnje povečanje neto avtonomnih dejavnikov. Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) je prvič neto prispevala k umiku likvidnosti.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 205,4 milijarde EUR na 2.495,7 milijarde EUR. Povečanje likvidnostnih potreb od prejšnjih dveh obdobjij izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo skoraj v celoti posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 202,5 milijarde EUR na 2.340,8 milijarde EUR (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), medtem ko so se obvezne rezerve povečale le malenkostno, in sicer za 2,9 milijarde EUR na 154,8 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 55,3 milijarde EUR na 3.172,0 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov in bankovcev v obtoku. Drugi avtonomni dejavniki (tabela A) so se v obravnavanem obdobju povečali za 76,4 milijarde EUR na 1.035,8 milijarde EUR. Hkrati so se bankovci v obtoku povečali za 27,3 milijarde EUR na 1.531,0 milijarde EUR. Vrednost vlog države je kljub znižanju za 48,3 milijarde EUR na 605,2 milijarde EUR še vedno visoka, čeprav je precej nižja od rekordno visoke vrednosti (729,8 milijarde EUR), dosežene v obravnavanem obdobju, ki je zajemalo peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se zmanjšali za 147,2 milijarde EUR na 831,4 milijarde EUR. Zmanjšanje teh avtonomnih dejavnikov je bilo neto rezultat zmanjšanja neto aktive v eurih za 174,7 milijarde EUR in povečanja tuje aktive za 27,5 milijarde EUR. Zmanjšanje neto aktive v eurih je bilo v veliki meri posledica povečanja postavke L.6 v bilanci stanja Euroneta (»Obveznosti

Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih«), ki je bilo posledica tega, da so se ob koncu leta povečali depoziti v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv in operacije posojanja vrednostnih papirjev na podlagi gotovinskega zavarovanja z nasprotnimi strankami zunaj euroobmočja. Bilančna postavka L.6 je 31. decembra 2021 dosegla 710 milijard EUR, kar je do zdaj najvišja vrednost, saj je plasiranje eurske likvidnosti na trg ob koncu leta postal zelo drag.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov¹.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022					Prejšnje obravnavano obdobje: 28. julij 2021– 2. november 2021	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 3. november– 21. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. december– 8. februar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Avtonomni likvidnostni dejavniki	3.172,0 (+55,3)	3.146,4 (-0,6)	3.197,5 (+51,1)	3.116,6 (+120,3)			
Bankovci v obtoku	1531,0 (+27,3)	1.521,4 (+14,0)	1.540,6 (+19,2)	1.503,7 (+28,7)			
Vloge države	605,2 (-48,3)	628,3 (-43,0)	582,0 (-46,3)	653,5 (+36,6)			
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹	1.035,8 (+76,4)	996,7 (+28,4)	1.074,9 (+78,2)	959,4 (+55,1)			
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	3.673,0 (+58,5)	3.689,1 (+35,4)	3.656,9 (-32,2)	3.614,5 (+143,3)			
od tega izvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	919,6 (+15,3)	919,6 (+10,4)	919,6 (+0,0)	904,2 (+17,1)			
od tega neizvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	2.769,5 (+60,0)	2.769,5 (+25,8)	2.769,5 (+0,0)	2.709,5 (+123,2)			
Obvezne rezerve²	154,8 (+2,9)	154,2 (+1,4)	155,4 (+1,2)	151,9 (+3,0)			
Priznano izvzetje³	928,9 (+17,7)	925,4 (+8,5)	932,5 (+7,0)	911,3 (+18,1)			
Odprta ponudba mejnega depozita	739,6 (-12,9)	745,0 (+6,5)	734,2 (-10,8)	752,6 (+32,2)			
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)			

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjih 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Izračunano kot seštevek računov prevrednotenja, drugih terjatev in obveznosti rezidentov euroobmočja ter kapitala in rezerv.

2) Pojasniljevalna postavka, ki je v bilanci stanja Eurosistema ni, zato se ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

3) Izvzete in neizvzete presežne rezerve so pojasnjene na spletnem mestu ECB.

¹ Več podrobnosti o avtonomnih dejavnikih je v članku z naslovom »The liquidity management of the ECB«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2002.

Aktiva
(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022				Prejšnje obravnavano obdobje: 28. julij 2021– 2. november 2021	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 3. november– 21. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. december– 8. februar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
	831,4	(−147,2)	870,5	(−99,5)	792,3	(−78,3)
Avtonomni likvidnostni dejavniki	831,4	(−147,2)	870,5	(−99,5)	792,3	(−78,3)
Neto tuja aktiva	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)
Neto aktiva v eurih	−27,0	(−174,7)	31,4	(−103,6)	−85,4	(−116,7)
Instrumenti denarne politike	6.908,3	(+251,0)	6.864,5	(+142,2)	6.952,0	(+87,5)
Operacije odprtrega trga	6.908,3	(+251,0)	6.864,5	(+142,2)	6.952,0	(+87,5)
Kreditne operacije	2.205,4	(−6,3)	2.208,9	(−1,1)	2.201,8	(−7,1)
Operacije glavnega refinanciranja	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,1	(−0,0)	0,1	(−0,0)	0,1	(−0,0)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Trečja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	2.202,2	(+7,2)	2.206,3	(+5,2)	2.198,1	(−8,2)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	2,9	(−13,5)	2,4	(−6,2)	3,4	(+1,0)
Dokončni portfelji	4.702,9	(+257,3)	4.655,6	(+143,3)	4.750,2	(+94,5)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,4	(−0,0)	0,4	(−0,0)	0,4	(−0,1)
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,1	(−0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(−0,6)
Tretji program nakupa kritih obveznic	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(−0,7)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	6,5	(−3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(−0,7)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.487,7	(+39,8)	2.479,3	(+23,0)	2.496,2	(+16,9)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	1.570,0	(+202,4)	1.533,2	(+109,0)	1.606,8	(+73,7)
Odperta ponudba mejnega posojila	0,0	(−0,0)	0,0	(−0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjih 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Druge informacije o likvidnosti
(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022				Prejšnje obravnavano obdobje: 28. julij 2021– 2. november 2021	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 3. november– 21. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. december– 8. februar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Agregatne likvidnostne potrebe ¹	2.495,7 (+205,4)	2.430,5 (+100,3)	2.560,9 (+130,4)	2.290,2 (+170,8)		
Neto avtonomni dejavniki ²	2.340,8 (+202,5)	2.276,2 (+98,9)	2.405,5 (+129,2)	2.138,4 (+167,8)		
Presežna likvidnost ³	4.412,6 (+45,6)	4.434,1 (+42,0)	4.391,1 (−43,0)	4.367,0 (+175,5)		

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najblžjih 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Izračunano kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv.

2) Izračunano kot razlika med avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani pasive in avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani aktive. Za namen te tabele so med neto avtonomne dejavnike vključene tudi neporavnane postavke.

3) Izračunano kot seštevek tekočih računov nad obveznimi rezervami in uporabe odprtne ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteata uporaba odprtne ponudbe mejnega posojila.

Gibanje obrestnih mer
(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022				Prejšnje obravnavano obdobje: 28. julij 2021– 2. november 2021	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 3. november– 21. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. december– 8. februar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega depozita	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	
ESTR	−0,576 (−0,006)	−0,574 (−0,004)	−0,578 (−0,004)	−0,570 (−0,005)		
Indeks RFR Euro	−0,746 (−0,156)	−0,615 (−0,018)	−0,878 (−0,263)	−0,590 (+0,003)		

Vir: ECB, RepoFunds Rate (CME Group).

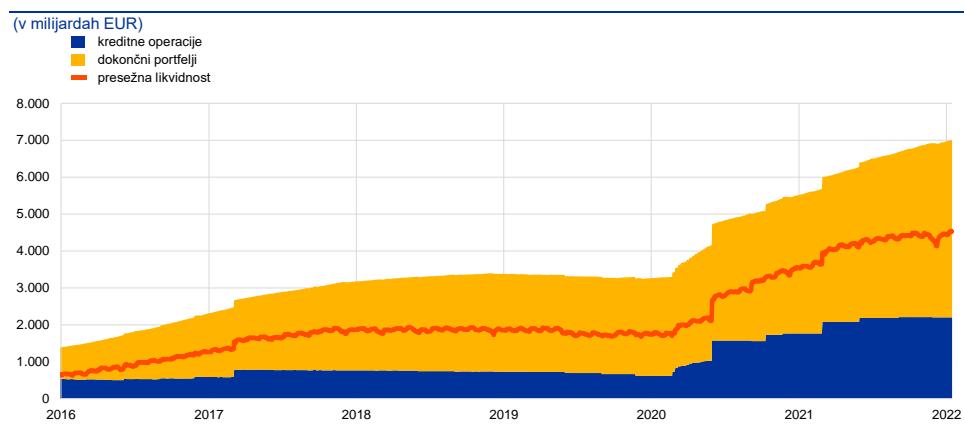
Opomba: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 251,0 milijarde EUR na 6.908,3 milijarde EUR (graf A). Povečanje likvidnosti je bilo posledica neto nakupov v okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, zlasti programa PEPP, medtem ko so zapadle kreditne operacije in odplačila v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja prispevali k umiku likvidnosti.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 8. februar 2022.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 6,3 milijarde EUR. Zmanjšanje likvidnosti je bilo večinoma posledica zapadlosti izrednih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO) v prejšnjem obravnavanem obdobju, katerih učinek se v celoti pokaže šele v naslednjem obdobju. V zadnji operaciji PELTRO, ki je bila izvedena decembra 2021, je bilo dodeljenih le 1,1 milijarde EUR. V celoti gledano se je zaradi novih zneskov, dodeljenih v operacijah PELTRO, in zapadlih avkcijskih postopkov povprečna neto likvidnost od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 13,5 milijarde EUR. Poravnava v znesku 51,97 milijarde EUR v deseti operaciji iz tretje serije CUODR 22. decembra je bila izravnana s prostovoljnimi odplačili v znesku 60,2 milijarde EUR iz prejšnjih operacij iz omenjene serije na isti dan, tako da so operacije iz tretje serije CUODR prvič po uvedbi neto prispevale k umiku likvidnosti. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej le postransko vlogo, pri čemer je bila povprečna uporaba obeh rednih operacij refinanciranja tako kot v prejšnjem obravnavanem obdobju na rekordno nizki ravni.

Zaradi neto nakupov v okviru programa PEPP in programa nakupa vrednostnih papirjev so se dokončni portfelji povečali za 257,3 milijarde EUR na 4.702,9 milijarde EUR. Povprečna imetja v programu PEPP so znašala 1.570,0 milijarde EUR in so se v primerjavi s povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju povečala za 202,4 milijarde EUR. Nakupi v okviru programa PEPP so predstavljali največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih papirjev, ki jih izvaja ECB, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povprečnim povečanjem za 39,8 milijarde EUR na 2.487,7 milijarde EUR in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povprečnim povečanjem za 15,4 milijarde EUR na 310,2 milijarde EUR. Zaradi zapadlosti vrednostnih papirjev v portfeljih neaktivnih programov se je obseg dokončnih portfeljev zmanjšal za 3,4 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 45,6 milijarde EUR na nov rekordni znesek v višini 4.412,6 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve, so se povečala za 58,5 milijarde EUR na 3.673,0 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa se je zmanjšala za 12,9 milijarde EUR na 739,6 milijarde EUR.

Presežne rezerve, ki so po dvostopenjskem sistemu izvzete iz obrestovanja po negativni obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, so se povečale za 15,3 milijarde EUR na 919,6 milijarde EUR.² Neizvzeta presežna likvidnost, ki vključuje odprto ponudbo mejnega depozita, se je povečala za 47,1 milijarde EUR na 3.509,2 milijarde EUR. Skupna stopnja izkoriščenosti maksimalnega priznanega izvzetja, tj. razmerje med izvzetimi rezervami in najvišjim izvzetim zneskom,³ ki se od tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 ohranja nad 98%, se je malenkostno znižala z 99,2% na 99,0%. Delež izvzetih presežnih rezerv v celotni presežni likvidnosti je znašal 20,8%, medtem ko je bil v prejšnjem obravnavanem obdobju 20,7-odstoten.

Gibanje obrestnih mer

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala približno nespremenjena na ravni –57,6 bazične točke. Zaradi velike presežne likvidnosti je €STR še naprej razmeroma neodzivna, med drugim tudi na precejšnja nihanja likvidnosti. Obrestna mera EONIA se je 3. januarja 2022 prenehala uporabljati, zato se ne objavlja več. Ključne obrestne mere ECB, tj. obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, se je v obravnavanem obdobju znižala za 15,6 bazičnih točk na –0,746%. Znižanje je bilo nenavadno veliko in splošno, pri čemer ni vplivalo le na repo obrestne mere za transakcije z nemškimi in francoskimi državnimi obveznicami kot zavarovanjem, temveč tudi na repo obrestne mere za transakcije z italijanskimi in španskimi državnimi obveznicami kot zavarovanjem. Znižanje je mogoče pripisati dinamiki ob koncu leta, ki je bila še posebno izrazita. Po vztrajnem zniževanju na začetku obravnavanega obdobia so repo obrestne mere 31. decembra 2021 zelo strmo padle, ko se je indeks RFR Euro znižal na rekordno

² Več informacij o dvostopenjskem sistemu obrestovanja imetij presežnih rezerv je na voljo na [spletнем mestu ECB](#).

³ Najvišji izvzeti znesek se meri kot seštevek obveznih rezerv in priznanega izvzetja, ki je enako šestkratniku zneska obveznih rezerv.

nizko raven ($-4,498\%$). V januarju 2022 se je ta obrestna mera kmalu normalizirala in se vrnila na raven blizu povprečja v sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

4

Varčevanje podjetij med pandemijo

Pripravil Gabe de Bondt

V tem okvirju analiziramo gibanje stopnje varčevanja nefinančnih druž v euroobmočju in največjih državah euroobmočja med pandemijo. Osredotočamo se na prihranke podjetij kot del integriranih računov euroobmočja, pri čemer razlikujemo med prihranki, ki vključujejo »potrošnjo stalnega kapitala« oziroma t. i. stroške amortizacije, in neto prihranki, ki se imenujejo tudi zadržani dobiček. Prihranki podjetij so del podjetniškega dohodka, ki se ne razdeli delničarjem v obliki dividend. Navadno podjetja kopičijo prihranke, ker se lahko z njimi bolje zaščitijo v izrednih finančnih razmerah, ker jih lahko uporabijo za plačilo operativnih in kapitalskih izdatkov, ker jim pomagajo pri dostopu do zunanjega financiranja, blažijo finančne težave in zagotavljajo večji občutek finančne svobode. Prihranki so pomembni kot notranji vir financiranja naložb. Teorija o vrstnem redu financiranja podjetij pravi, da podjetja svoje vire financiranja prednostno razvrščajo tako, da ima največjo prednost notranje financiranje, nato dolžniško financiranje in kot skrajna možnost lastniško financiranje.¹ Poleg tega si lahko podjetje, ki ima visoko stopnjo varčevanja, laže izposodi sredstva, če to pomeni, da dobro upravlja bilanco in ima dobre poslovne obete. Po drugi strani lahko visoka stopnja varčevanja, če se ohranja dlje časa, pomeni tudi, da podjetje nima možnosti za produktivne naložbe ali da ni pripravljeno prevzeti poslovnih tveganj.²

Stopnja varčevanja podjetij je v zadnjih četrletjih doseglj rekordno visoke vrednosti. Stopnja varčevanja nefinančnih druž v euroobmočju, ki je v letu 2017 doseglj rekordno visoke vrednosti, se je začela zniževati, čeprav je bila še vedno višja od zgodovinskega povprečja. Na začetku krize zaradi COVID-19 se je stopnja bruto varčevanja nefinančnih druž v euroobmočju predvsem zaradi upada prihodkov dodatno znižala. Zmanjšanje varčevanja je bilo še močnejše, če ga merimo kot neto zmanjšanje, pri čemer je izključena potrošnja stalnega kapitala (graf A, slika a). Glavni dejavnik varčevanja je bil podjetniški dohodek, ki se je v drugem četrletju 2020 močno zmanjšal. Od okrog sredine leta 2020 se je varčevanje močno povečalo, k čemur je ponovno prispevalo predvsem gibanje podjetniškega dohodka, stopnja varčevanja pa je doseglj raven, ki je precej presegala povprečje

¹ Empirični dokazi, da je razpoložljivost notranjih virov financiranja precej pomembna za agregatne podjetniške naložbe v euroobmočju in ZDA, so predstavljeni v de Bondt, G., in Diron, M., »Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence«, *Applied Economics Letters*, 15(8), 2008, str. 577–581. Panelni podatki, ki temeljijo na 47 državah in po katerih je višja stopnja varčevanja podjetij precej povezana z večjimi podjetniškimi naložbami, so predstavljeni v Bebczuk, R., in Cavallo, E., »Is business saving really none of our business?«, *Applied Economics*, 48(24), 2016, str. 2266–2284. V tej študiji je ugotovljeno, da se varčevanje podjetij in zunanje financiranje kot vira financiranja naložb dopolnjujeta.

² Preveliki prihranki podjetij na Japonskem so bili na primer povezani s pomanjkanjem priložnosti za rast in slabim korporativnim upravljanjem. Glej na primer Tong, J., in Bremer, M., »Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?«, *Journal of the Japanese and International Economies*, 41(C), 2016, str. 41–56; Aoyagi, C., in Ganelli, G., »Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan«, *Journal of Banking and Financial Economics*, 1(7), Univerza v Varšavi, Fakulteta za management, 2017, str. 51–69; Sun, Z., in Wang, Y., »Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis«, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 56(C), 2015, str. 175–186; ter Dudley, E., in Zhang, N., »Trust and corporate cash holdings«, *Journal of Corporate Finance*, 41(C), 2016, str. 363–387.

od leta 1999. Na povečanje varčevanja so zelo spodbudno vplivali ukrepi politik in lastna prizadevanja podjetij za izboljšanje likvidnostnih razmer.³ Takšna dinamika je bila prisotna v vseh državah. Stopnja bruto varčevanja nefinančnih družb je bila v zadnjih četrstletjih na ravni ali blizu rekordno visokih vrednosti v treh od štirih največjih držav euroobmočja, tj. razen v Španiji. Razlike med državami od začetka pandemije so deloma odraz različnih ukrepov državne podpore.⁴ Vendar pa je z dolgoročnejšega vidika stopnja varčevanja nefinančnih družb v Španiji od svetovne finančne krize visoka v primerjavi z drugimi državami, kar je posledica močnega in dolgotrajnega procesa razdolževanja.

³ Podrobnejši opisi so v okvirju z naslovom »[Zdravje nefinančnih družb med pandemijo](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2021, in v članku z naslovom »Assessing corporate vulnerabilities in the euro area« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

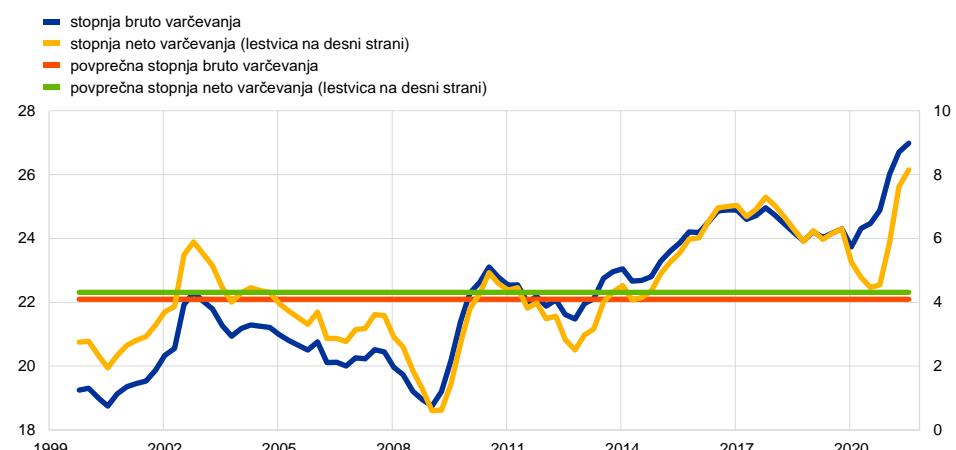
⁴ Razlike med državami v koriščenju državnih jamstev za posojila so predstavljene v okvirju z naslovom »[Državna jamstva za posojila in bančna posojila v obdobju COVID-19](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020.

Graf A

Stopnja varčevanja nefinančnih družb v euroobmočju in največjih državah euroobmočja

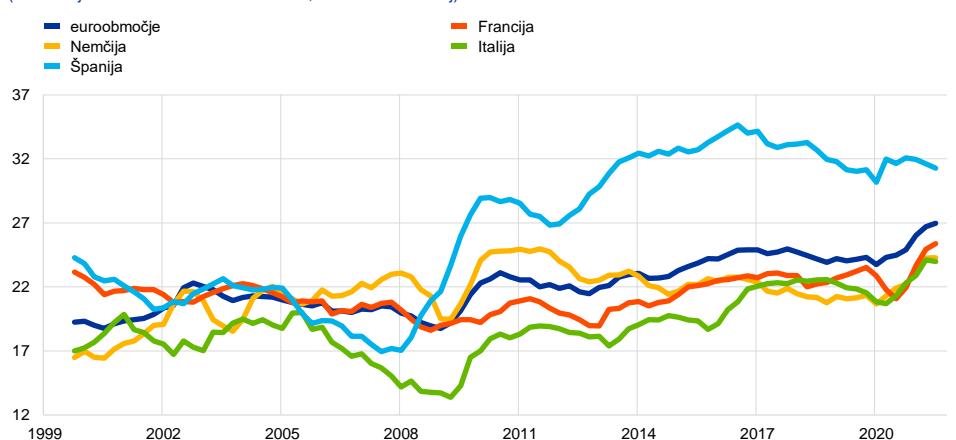
(a) Euroobmočje

(varčevanje kot odstotek dodane vrednosti, vsota štirih četrtletij)



(b) Stopnja bruto varčevanja

(varčevanje kot odstotek dodane vrednosti, vsota štirih četrtletij)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: Razlika med bruto in neto varčevanjem je potrošnja stalnega kapitala.

Podobno so se v zadnjih četrtletjih v sektorju nefinančnih družb močno zvišala merila varčevanja v razmerju do naložb. Če podjetja varčujejo bolj, kot investirajo, so neto posojilodajalci. V euroobmočju sta neto posojanje nefinančnih družb, tj. varčevanje nad ravnijo naložb, ter razmerje med varčevanjem in naložbami nefinančnih družb v zadnjih četrtletjih dosegla nove rekordne vrednosti (graf B, slika a). Neto posojanje je v tretjem četrtletju 2021 znašalo 318 milijard EUR. Ni jasno, kako trajna bo rast neto posojanja, saj je to med drugim odvisno od dolgoročnega zaupanja podjetij v svojo sposobnost, da si zagotovijo zunanje financiranje.⁵ Neto posojanje se je povečalo v vseh največjih državah euroobmočja, pri čemer je bila v vseh državah zabeležena pozitivna vrednost, in sicer v Franciji okrog ½% BDP in v drugih največjih državah euroobmočja okrog 3% BDP (graf B,

⁵ Glej Nakajima, K., in Sasaki, T., »Bank dependence and corporate propensity to save«, *Pacific-Basin Finance Journal*, 36, februar 2016, str. 150–165.

slika b). Omeniti je treba, da je bilo neto posojanje nefinančnih družb v euroobmočju od leta 1999 v povprečju na ravni blizu nič. Podobno je bilo varčevanje nefinančnih družb na ravni blizu 100% njihovih naložb, kar potrjuje, kako pomembni so prihranki kot vir notranjega financiranja naložb.

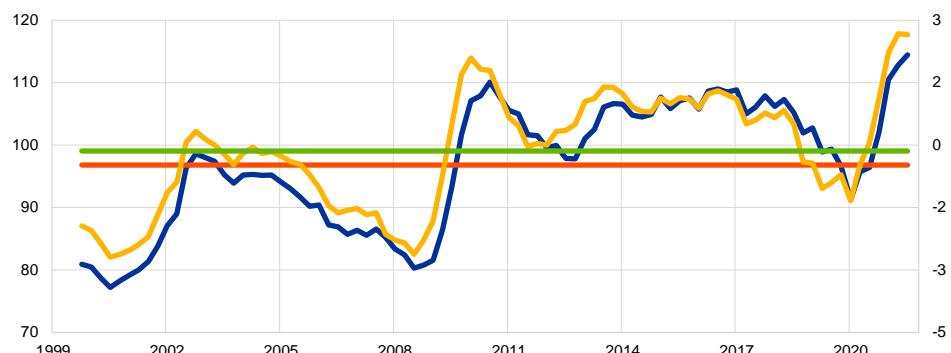
Graf B

Razmerje med varčevanjem in naložbami nefinančnih družb ter razmerje med neto posojanjem nefinančnih družb in BDP v euroobmočju in največjih državah euroobmočja

(a) Euroobmočje

(vsota štirih četrtletij v odstotkih)

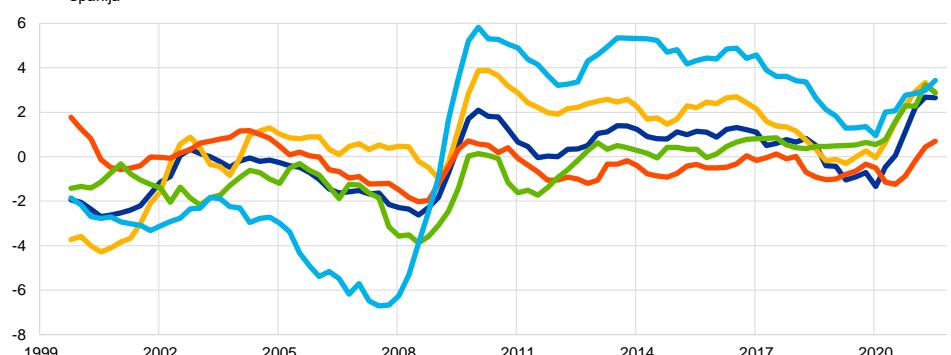
- razmerje med varčevanjem in naložbami
- razmerje med neto posojanjem/izposojanjem in BDP (lestvica na desni strani)
- povprečno razmerje med varčevanjem in naložbami
- povprečno razmerje med neto posojanjem/izposojanjem in BDP (lestvica na desni strani)



(b) Razmerje med neto posojanjem/izposojanjem in BDP

(vsota štirih četrtletij v odstotkih)

- euroobmočje
- Nemčija
- Španija
- Francija
- Italija



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: »Razmerje med varčevanjem in naložbami« pomeni delež bruto varčevanja v bruto investicijah v osnovna sredstva. Negativno neto posojanje se imenuje »neto izposojanje«.

Na skupni ravni euroobmočja se zdi, da notranjih virov financiranja, ki so na voljo za podjetniške naložbe, trenutno ne primanjkuje. V zadnjih četrtletjih so podjetja v euroobmočju razmeroma velik delež svojih finančnih sredstev razporedila v kategorijo likvidnih sredstev (graf C, slika a). Poleg tega sta bila skupno razmerje med dolgom in sredstvi ter skupno razmerje med neto dolgom in bruto poslovnim presežkom nefinančnih družb v euroobmočju v tretjem četrtletju 2021 nižja kot v zadnjem četrtletju 2019, tj. pred pandemijo (graf C, slika b). Razmerje med neto dolgom in bruto poslovnim presežkom približno ustrezala razmerju med neto dolgom

ter dobičkom pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA), kot ga običajno uporabljajo bonitetne agencije pri ugotavljanju verjetnosti, da podjetje ne bo odplačalo svojega dolga. To razmerje pove, kako dolgo bi moralo podjetje poslovati na sedanji ravni, da bi v celoti odplačalo svoj dolg. Glede na to bi morala velika razpoložljivost prihrankov in s tem notranjih virov financiranja za nefinančne družbe na agregatni ravni euroobmočja – skupaj z nadaljnimi ugodnimi pogoji zunanjega financiranja – spodbudno vplivati na krepitev podjetniških naložb v prihodnjem obdobju.⁶ Po drugi strani bi lahko sedanja velika negotovost in postopno odpravljanje ukrepov javnofinančne podpore pomenila, da imajo podjetja večje prihranke iz previdnostnih motivov.⁷

⁶ Podrobnejše razčlenjeni učinki po sektorjih in velikosti podjetij so predstavljeni v članku z naslovom »Assessing corporate vulnerabilities in the euro area« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

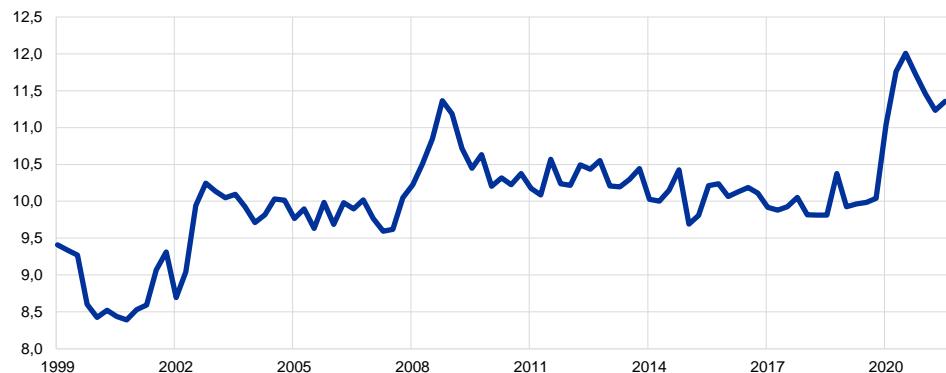
⁷ Glej tudi Demary, M., Hasenclever, S., in Hüther, M., »Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run«, *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, 56, št. 1, 2021, str. 40–44; ter Riddick, L. A., in Whited, T. M., »The Corporate Propensity to Save«, *The Journal of Finance*, 64, št. 4, 2009, str. 1729–1766. V slednji študiji avtorja ugotavlja, da imajo podjetja višje previdnostno stanje denarnih sredstev, kadar je zunanje financiranje drag, kadar je dohodkovna negotovost velika oziroma kadar so naložbe velike in zahtevajo draga financiranje. Verjetno je tudi, da bodo podjetja več likvidnih sredstev nakopičila v obdobjih, ko je produktivnost kapitala nizka.

Graf C

Delež likvidnih sredstev in delež dolga nefinančnih družb v euroobmočju

(a) Delež likvidnih sredstev

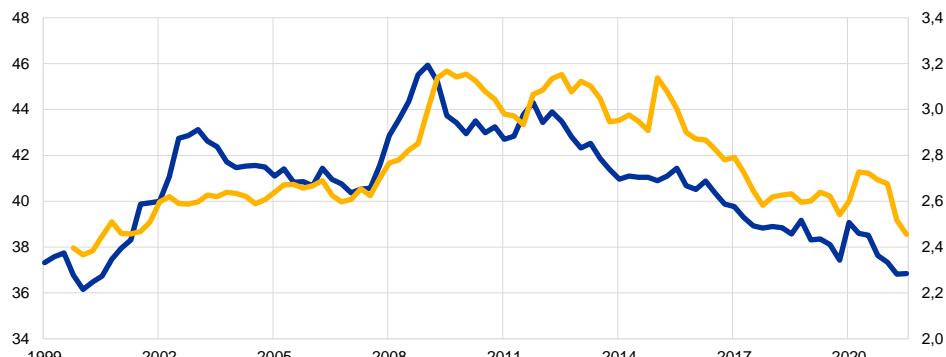
(v odstotkih)



(b) Delež dolga

(v odstotkih)

— razmerje med dolgom in sredstvi
— razmerje med neto dolgom in bruto poslovni presežkom (lestvica na desni strani)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: »Delen likvidnih sredstev« pomeni denarna sredstva in vloge kot odstotek skupnih finančnih sredstev. »Razmerje med dolgom in sredstvi« pomeni nekonsolidiran dolg kot odstotek skupnih finančnih in nefinančnih sredstev. »Neto dolg« pomeni seštevek konsolidiranih dolgov, dolžniških vrednostnih papirjev ter sredstev iz zavarovalnih in pokojninskih shem, od katerega so odšteata likvidna sredstva. Bruto poslovni presežek je merjen kot vsota štirih četrtletij.

5

Vloga cikla zalog med sedanjim okrejanjem

Pripravila Malin Andersson in Gwenaël Le Breton

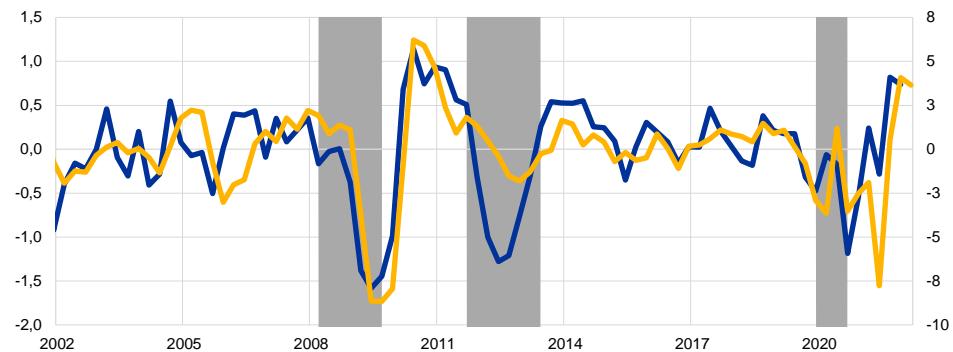
Cikel zalog je ponavadi procikličen, pri čemer so spremembe zalog pregovorno volatilna izdatkovna komponenta BDP. V tem okvirju obravnavamo vpliv zalog in njihovih dejavnikov na gospodarsko aktivnost v euroobmočju med sedanjim gospodarskim okrejanjem. Cikel zalog je močno in pozitivno povezan z gospodarsko aktivnostjo. V zadnjih dveh desetletjih je k medletni stopnji rasti BDP euroobmočja prispeval od +1,0 do -1,5 odstotne točke, pri čemer so bila nihanja zlasti velika v obdobjih krize (graf A). Ekomska razlaga dinamike zalog je zahtevna zaradi dveh glavnih razlogov. Prvič, prispevek zalog k rasti BDP je odraz sprememb v hitrosti kopiranja zalog, tj. ali se to pospeši ali upočasni.¹ Zato lahko zaloge pozitivno prispevajo k rasti že, če se zmanjševanje zalog le upočasni, se pravi, da za to ni potrebno dejansko kopiranje zalog. Drugič, kopiranje zalog ne zajema le gibanj več kategorij zalog, ki se lahko na agregatni ravni med seboj izravnajo, temveč vključuje tudi neskladnosti (»rezidualno« komponento) in neto pridobitev vrednostnih predmetov. Dinamika teh dveh elementov pogosto ni povezana z gospodarskim ciklom.²

Graf A

Spremembe zalog

(lestvica na levi strani: prispevki k medletni rasti BDP v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: difuzijski indeks, razlike v štirih četrletljih)

- sprememba skupnih zalog (lestvica na levi strani)
- sprememba zalog dokončanih proizvodov v predelovalnih dejavnostih (lestvica na desni strani)
- recesije



Vira: Eurostat in Markit.

Opombe: Podatki Markit obsegajo četrletna povprečja mesečnih podatkov. Skupne zaloge temelijo na podatkih iz nacionalnih računov. Zaloge dokončanih proizvodov se nanašajo na odgovore na vprašanje in anketi med vodji nabave (indeks PMI) o »obseg dokončanih proizvodov, ki so zapustili proizvodno linijo in čakajo na odpreno/prodajo (v enotah, ne v denarju), v tem mesecu v primerjavi s stanjem pred enim mesecem«. Obdobja recesije so obdobja, kot jih je opredelil Center za raziskovanje ekonomske politike (CEPR). zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2021 pri zalogah in na februar 2022 pri anketi PMI.

¹ To je zato, ker proizvodnja, ki v obračunskemu obdobju, v katerem je ustvarjena, ni prodana, prispeva k povečanju zalog v tem obdobju; zato v »računovodska enačbo«, ki povezuje BDP in izdatkovne komponente, vstopa sprememba zalog. Glej okvir z naslovom »[Stockbuilding – theoretical considerations and recent developments](#)«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2012.

² Neskladnosti se pojavijo, ker imajo zaradi neobstoja dejanskih ali zanesljivih virov podatkov o zalogah na četrletni ravni zaloge pogosto pomembno vlogo v procesu izravnavanja nacionalnih računov, zato vključujejo veliko »rezidualno« komponento. Vrednostni predmeti vključujejo na primer plemenite kovine in umetnine ter predstavljajo majhen delež zalog.

Zaloge vključujejo dokončane proizvode, blago za nadaljnjo prodajo, nedokončano proizvodnjo in vhodne materiale. Zaloge se torej nanašajo na več različnih faz proizvodnega procesa. Razmerje med zalogami vhodnih materialov in dokončanih proizvodov je denimo prociklično, saj kopičenje zalog vhodnih materialov poteka na začetku obdobja konjunkture in pred kopičenjem dokončanih proizvodov. Ker ni konjunktturnih podatkov, lahko vpogled v kratkoročno stanje na področju zalog dobimo na podlagi anketnih kazalnikov. Medletna sprememba zalog dokončanih proizvodov v predelovalnih dejavnostih, ki temelji na anketi v zvezi z indeksom vodij nabave (PMI), s katerim se meri sprememba rasti zalog, je dobro usklajena z letnim prispevkom sprememb zalog k rasti BDP na podlagi nacionalnih računov ter nakazuje, da je prispevek kopičenja zalog v prvem četrletju 2022 še naprej pozitiven (graf A).

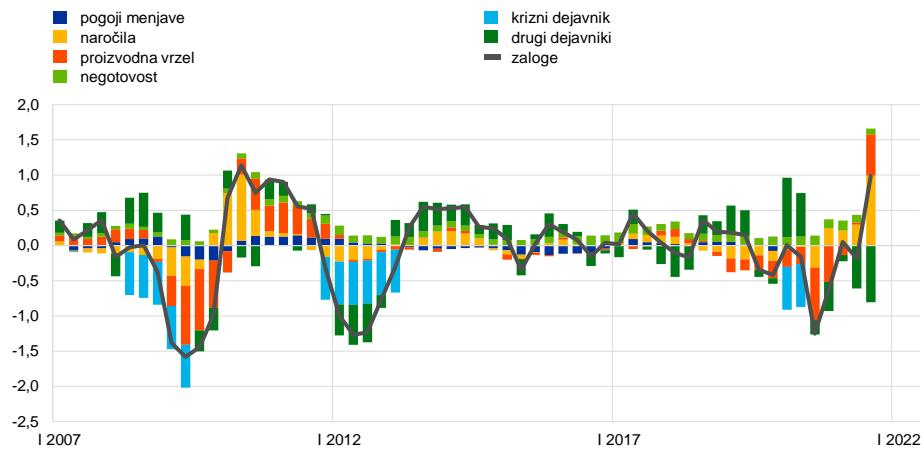
Nihanja v prispevku kopičenja zalog k rasti BDP so posledica prilagoditev na spreminjanje razmer na strani ponudbe in povpraševanja. Spremembe zalog podjetij delujejo predvsem kot blažilnik, ki omogoča nemoten proizvodni proces ter ob spreminjačoči se prodaji zmanjšuje stroške prilagajanja proizvodnje in stroške dobave.³ Iz regresijske enačbe, ocenjene na podlagi vzorca podatkov za obdobje 2000–2019, je razvidno, da proizvodna vrzel, opredeljena kot razlika med gibanjem proizvodnje v predelovalnih dejavnostih in gibanjem prodaje na drobno, v kriznih časih razmeroma dobro pojasnjuje cikel zalog (graf B). Z drugimi besedami, prispevek kopičenja zalog k rasti BDP se zmanjša, kadar se proizvodnja zmanjša bolj kot prodaja na drobno (ker se za nadomestitev primanjkljaja uporabijo zaloge), in obratno. Podjetja k prilagoditvi zalog spodbudijo tudi dejavniki povpraševanja, kot se kažejo v dinamiki naročil. Vse slabši pogoji menjave in vse večja negotovost, ki bi lahko potencialno sprožili kopičenje zalog, so imeli manj pomembno vlogo. Prispevek kopičenja zalog je bil zlasti negativen v časih krize. V »običajnih« časih je nezanemarljiv del prispevka zalog k BDP posledica »drugih dejavnikov«, tj. rezidualne komponente, in sicer zato, ker statistični podatki o zalogah vsebujejo rezidualno komponento, ki ni povezana z gospodarskim ciklom, kot je opisano zgoraj.

³ Glej Khan, A., »The Role of Inventories in the Business Cycle« *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, tretje četrletje 2003.

Graf B

Zaloge in njihovi dejavniki

(prispevki k medletni rasti BDP v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Ocena temelji na Boata, A., »*Painful destocking in sight for European corporates*«, EulerHermes, 2019. Ocjenjevalno obdobje v grafu zajema obdobje od prvega četrtletja 2000 do zadnjega četrtletja 2019. Naročila (na podlagi podatkov iz ankete PMI za predelovalne dejavnosti), pogoji menjave (deflator izvoza/uvoza) in proizvodna vrzel (industrijska proizvodnja minus trgovina na drobno) so izraženi medletno in odloženo za eno četrtletje. Negotovost je izražena kot vrednost evropskega indeksa negotovosti glede usmeritev politik. Krizni dejavnik je slepa spremenljivka za obdobja recesije (kot jih je opredelli Center za raziskovanje ekonomske politike (CEPR)). Postavka »Drugi dejavniki« odraža rezidualno komponento. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2021.

Sedanje pospeševanje kopičenja zalog bi bilo lahko tudi posledica »učinka biča«, povezanega z ozkimi grli v dobavnih verigah. V okolju, za katerega sta značilna veliko povpraševanje in negotovost glede dobave vhodnih materialov, podjetja v predelovalnih dejavnostih iz previdnosti ponavadi kopičijo zaloge proizvodnih dejavnikov in včasih naročijo več vhodnih materialov, kot jih dejansko potrebujejo. Ta t. i. učinek biča bi bil lahko razlog za to, da se je procikličnost sprememb zalog v sedanjem okolju povečala.^{4,5} Iz razčlenitve podatkov PMI za predelovalne dejavnosti je razvidno, da je hitrost kopičenja kupljenih materialov (tj. vhodnih materialov) pri proizvodih za investicije, proizvodih za vmesno porabo in motornih vozilih ob koncu leta 2021 doseglj raven do zdaj (graf C, slika a), nato pa se je na začetku leta 2022 začela zmanjševati. Na splošno je mogoče iz podatkov PMI o zalogah dokončanih proizvodov sklepati, da se zaloge v zvezi s proizvodi za investicije in vmesno porabo v zadnjih nekaj mesecih večinoma niso spremenile, potem ko so se od sredine leta 2021 postopno povečevale. Nasprotno so se zaloge v zvezi z motornimi vozili do konca leta 2021 še naprej kopičile (graf C, slika b) zaradi kopičenja (skoraj) dokončanih avtomobilov, za katere je primanjkovalo polprevodnikov. Zaloge dokončanih motornih vozil so se začele zmanjševati šele prav pred kratkim, potem ko se je svetovna ponudba polprevodnikov izboljšala.

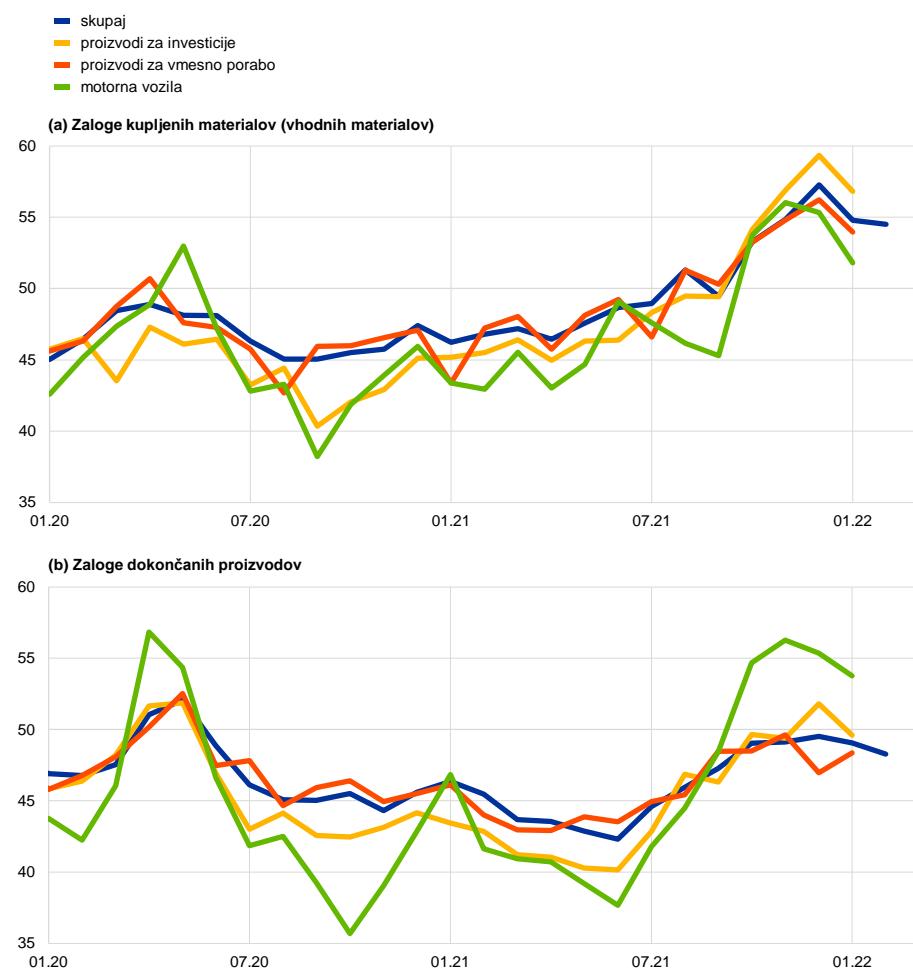
⁴ Glej Lee, H. L., Padmanabhan, V., in Whang, S., »*Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect*«, *Management Science*, 1997, 43, številka 4.

⁵ Glej Shin, H. S., »*Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic*«, govor na mednarodnem seminarju skupine G20 »Recover together, recover stronger«, december 2021.

Graf C

Zaloge po vrstah in sektorjih

(difuzijski indeksi, 50 = brez spremembe)



Vir: Markit.

Opombe: Zaloge kupljenih materialov se nanašajo na odgovore na vprašanje v anketi PMI o »*obsegu zalog kupljenih materialov (v enotah, ne v denarju) v tem mesecu v primerjavi s stanjem pred enim mesecem*«; glede zalog dokončanih proizvodov glej opombe k grafu A. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2022 pri skupaj in na januar 2022 pri komponentah.

Glede gibanj v prihodnosti bi lahko zelo nizke ravni zalog in še vedno prisotne omejitve na strani ponudbe pomenile, da se bodo zaloge še kopičile. Iz ankete PMI za predelovalne dejavnosti je razvidno, da se bo pospeševanje kopiranja zalog na splošno nadaljevalo tudi v prvem četrtletju 2022, medtem ko so v anketi Evropske komisije ocenjene ravni zalog v predelovalnih dejavnostih in v sektorju trgovine še vedno najnižje do zdaj, čeprav so se v predelovalnih dejavnostih v zadnjem času nekoliko zvišale (graf D). Informacije, zbrane prek stikov s podjetji,⁶ so odraz različnih stališč o zalogah v posameznih sektorjih, zapletenosti proizvodov in mesta v proizvodni verigi, vendar pa na splošno potrjujejo, da so zaloge vhodnih materialov in dokončanih proizvodov majhne, medtem ko so zaloge polizdelkov in blaga v

⁶ Več informacij o naravi in namenu teh stikov je v članku z naslovom »The ECB's dialogue with non-financial companies«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

tranzitu praviloma velike.⁷ Agregatna sprememba hitrosti kopiranja zalog, ki vpliva na prispevek zalog k rasti BDP, je odvisna zlasti od odprave omejitev na strani ponudbe in morebitnega čezmernega naročanja. Predstavniki podjetij pričakujejo, da se bodo ozka grla ohranila še vsaj do druge polovice letašnjega leta, zaradi česar bi se lahko učinek biča podaljšal. Čeprav bi lahko na dodatno pričakovano kopiranje zalog vplivali previdnostni motivi, stiki s podjetji in drugi viri⁸ do zdaj niso ponudili trdnih dokazov o splošni spremembi strategij podjetij za upravljanje zalog iz proizvodnje po sistemu »just-in-time«⁹ v proizvodnjo po sistemu »just-in-case«, kar bi lahko trajno vplivalo na cikel zalog.

Graf D

Ocena zalog dokončanih proizvodov



Viri: Evropska komisija (GD ECFIN) in izračuni ECB.

Opombe: Podatki se nanašajo na odgovore na vprašanje v anketi Evropske komisije »Ali menite, da so vaše sedanje zaloge dokončanih proizvodov prevelike (večje od običajnih) / ustrezne / premajhne (manjše od običajnih)?«. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2022.

⁷ Glej okvir z naslovom »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2022. Večje zaloge dokončanih proizvodov od običajnih bi bile lahko posledica omejitev pri pošiljanju, pomanjkanja sestavnih delov ali višjih cen, zaradi česar se poveča vrednost zalog in s tem stroški obratnega kapitala, medtem ko so nenavadno majhne zaloge posledica velikega povpraševanja.

⁸ Glej na primer Alické, K., Barriball, E., in Trautwein, V., »[How COVID-19 is reshaping supply chains](#)« *McKinsey & Company*, november 2021.

⁹ Model dobavne verige po sistemu »just-in-time« je zaradi zmanjšanja proizvodnih stroškov osredotočen na nizka stanja zalog, kar zavira cikel zalog. Glej Piger, M., »[Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#)«, *Economic Synopses*, št. 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Zaloge so zmanjšane na minimalno ravnen, uporabljajo pa se kratkoročne dobavne pogodbe, ki jih je mogoče hitro prilagoditi spremembam povpraševanja.

6

Okrevanje trga dela v euroobmočju z vidika ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov

Pripravili António Dias da Silva, Desislava Rusinova in Marco Weißler

V tem okvirju analiziramo sedanje okrevanje trga dela na podlagi podatkov iz ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov.¹ Anketa ponuja nova spoznanja o trgu dela v euroobmočju.² Anketiranci navedejo informacije o svojem zaposlitvenem statusu, iskanju zaposlitve, pričakovanjih glede zaposlitve in dohodka, zadovoljstvu na delovnem mestu in o tem, kako dobro se njihove kvalifikacije ujemajo z njihovim delovnih mestom. Nekatere od teh informacij v uradni statistiki EU o trgu dela niso na voljo, za glavne aggregate trga dela pa so podatki iz ankete bolj pravočasni. Podatki iz ankete tako koristno dopolnjujejo uradne podatke EU. V tem okvirju te podatke uporabimo za pojasnitev sedanjega okrevanja na trgu dela v euroobmočju.

Stopnja aktivnosti prebivalstva na splošno okreva skladno z zmanjševanjem števila odvrnjenih iskalcev zaposlitve. Podatki iz ankete o pričakovanjih potrošnikov kažejo, da se je stopnja aktivnosti prebivalstva, tj. delež delovno sposobnega prebivalstva, ki je zaposlen ali aktivno išče zaposlitev, od lanskega januarja zvišala (graf A).³ Vendar je iz podatkov za januar 2022 razvidno, da se je stopnja aktivnosti prebivalstva znižala, število odvrnjenih iskalcev zaposlitve, tj. tistih, ki trenutno ne iščejo zaposlitve, ker menijo, da ni na voljo primernih delovnih mest, ali ki zaposlitve še niso začeli iskat, pa se je povečalo. Zadnja gibanja so verjetno povezana z zaostrovitvijo ukrepov za zaježitev koronavirusa (COVID-19) in sezonskimi dejavniki, ki so v zimskih mesecih zavirali povpraševanje po delavcih. Hkrati z zviševanjem stopnje aktivnosti prebivalstva v letu 2021 se je zmanjševalo število odvrnjenih iskalcev zaposlitve.⁴ Zato je bilo zvišanje stopnje aktivnosti prebivalstva delno posledica prehoda anketirancev, ki aktivno ne iščejo dela (tj. so neaktivni), neposredno v zaposlitev, kar torej nakazuje, da se obeti na trgu dela izboljšujejo tudi za brezposelne anketirance, ki aktivno iščejo delo. Stopnja brezposelnosti, merjena z anketo o pričakovanjih potrošnikov, se je januarja 2022 še naprej zniževala in je bila za okrog 2,4 odstotne točke nižja od najvišje vrednosti v obdobju pandemije.

¹ Več podrobnosti o anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov je na voljo v »[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)«, Occasional Paper Series, št. 287, ECB, december 2021.

² Nabor podatkov obsega šest držav euroobmočja: Belgijo, Nemčijo, Španijo, Francijo, Italijo in Nizozemsko.

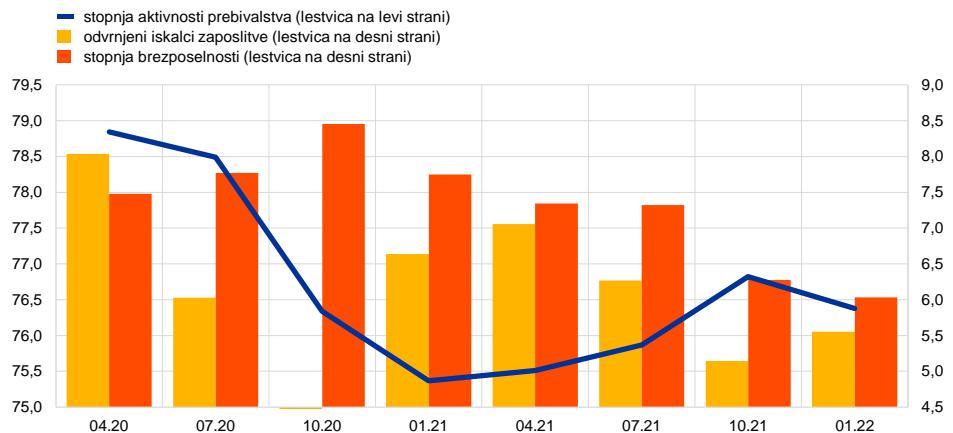
³ Nedavna analiza gibanj delovne sile na podlagi podatkov Eurostata je predstavljena v »[Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#)«, Economic Bulletin, številka 7, ECB, 2021.

⁴ Zaradi metodoloških sprememb med pilotno fazo ankete o pričakovanjih potrošnikov zaposlitveni status anketirancev v aprilu in juliju 2020 ter delež odvrnjenih iskalcev zaposlitve v juliju in oktobru 2020 nista v celoti primerljiva s preostalim delom vzorca.

Graf A

Delovna sila, brezposelnost in odvrnjeni iskalci zaposlitve

(lestvica na levi strani: odstotek delovno sposobnega prebivalstva; lestvica na desni strani: odstotek neaktivnih anketirancev pri odvrnjenih iskalcih zaposlitve in odstotek delovne sile pri stopnji brezposelnosti)



Vir: anketa o pričakovanih potrošnikov.

Opombe: Stopnja aktivnosti prebivalstva je seštevek deleža zaposlenih anketirancev in deleža brezposelnih anketirancev, ki trenutno iščejo zaposlitve, glede na vse anketirance v starosti 20–64 let. Stopnja brezposelnosti je delež brezposelnih anketirancev, ki iščejo zaposlitve, glede na delovno silo v starosti 20–64 let. Obe stopnji, o katerih se poroča v anketi o pričakovanih potrošnikov, se zaradi več razlik v vzorčenju in metodologiji razlikujeta od stopenj, ki jih izračuna Eurostat. Poleg tega bi bil lahko zaradi revizije vprašanja v anketi, ki se nanaša na zaposloveni status, v tej časovni vrsti prelom v oktobru 2020. »Odvrnjeni iskalci zaposlitve« je delež vseh anketirancev v starosti 20–64 let, ki so neaktivni in trenutno ne iščejo zaposlitve, ker »delovnih mest ni na voljo« ali ker »zaposlitve še niso začeli iskat«.

Ocene glede gibanj na trgu dela so se po prvih nekaj mesecih pandemije

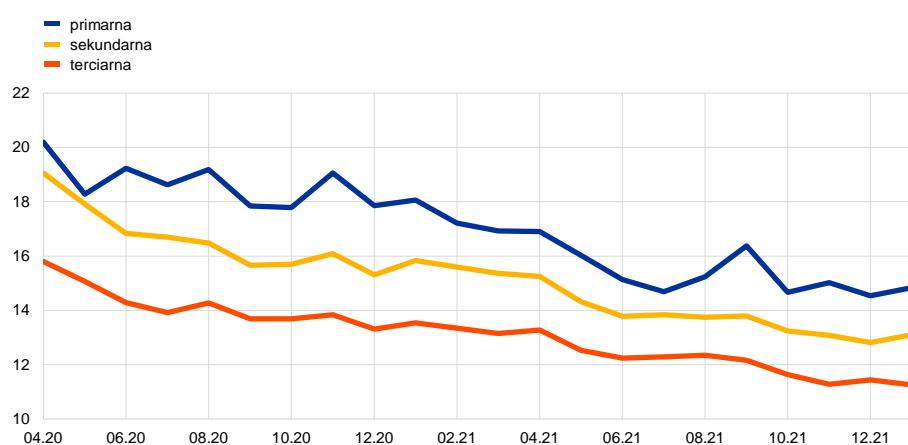
COVID-19 precej izboljšale (graf B). Ko so se gospodarske razmere na agregatni ravni izboljšale, so se izboljšale tudi ocene glede gibanj na trgu dela, kar se je pokazalo v vztrajnem zniževanju pričakovane stopnje brezposelnosti pri vseh skupinah anketirancev, določenih na podlagi njihove stopnje izobrazbe. Anketiranci, ki so zaključili primarno ali sekundarno izobraževanje, navadno pričakujejo, da bo stopnja brezposelnosti v prihodnjih 12 mesecih višja od stopnje, ki jo pričakujejo anketiranci s tercarno izobrazbo. Vse skupine anketirancev so pričakovale precej višje stopnje brezposelnosti, kot so dejansko bile, kar je pogosta ugotovitev v anketah o pričakovanjih.⁵ Skladno s pričakovanih glede stopnje brezposelnosti zaposleni v zadnjem času poročajo, da jih manj skrbi, da bodo izgubili zaposlitev.

⁵ Glej na primer Broer, T., Kohlhas, A., Mitman, K., in Schafmann, K., »Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy«, *CEPR Discussion Paper*, št. 15934, 2021. Pričakovanja posameznikov glede izgube zaposlitve so na primer predstavljena v Stephens, M. »Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior«, *Review of Economics and Statistics*, 86, št. 1, 2004, str. 253–269.

Graf B

Pričakovanja glede stopnje brezposelnosti v prihodnjih 12 mesecih, razčlenjena po stopnji izobrazbe anketirancev

(v odstotkih)



Vir: anketa o pričakovanjih potrošnikov.

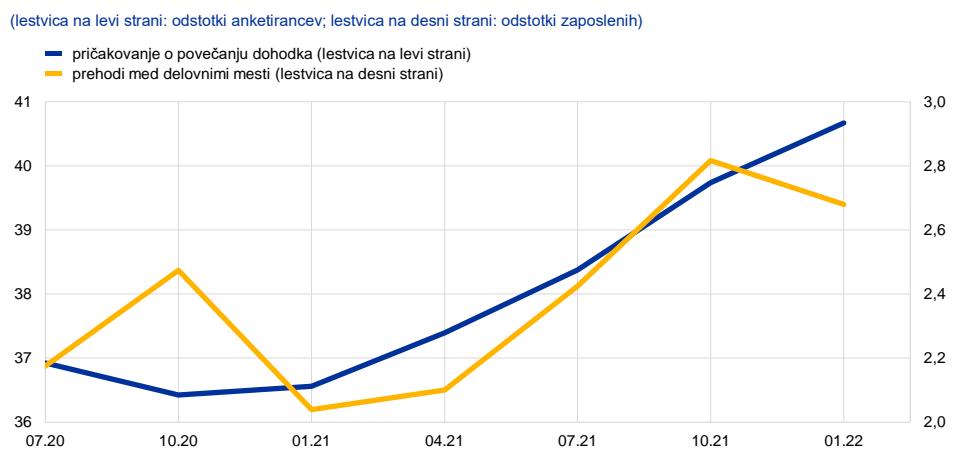
Opombe: Podatki se nanašajo na povprečna pričakovanja glede stopnje brezposelnosti v državah anketirancev v prihodnjih 12 mesecih. Stopnje izobrazbe se nanašajo na najvišjo raven zaključenega šolanja ali doseženo diplomo po Mednarodni standardni klasifikaciji izobraževanja (ISCED).

Prehodi med delovnimi mesti in boljša pričakovanja o dohodku kažejo, da so zaposleni na splošno izboljšali svoje ocene razmer na trgu dela (graf C). Število prehodov med delovnimi mesti se v času gospodarskih upadov navadno zmanjša, v času gospodarskih vzponov pa poveča. Ker se med gospodarskimi vzponi razmere na trgu dela izboljšajo, se podjetja potegujejo za delavce, trenutno zaposlene pri drugih podjetjih, delavci pa izkoristijo priložnost za prehod na bolje plačana delovna mesta, kar morda pomeni določen pritisk na zvišanje plač.⁶ Sodeč po podatkih iz ankete o pričakovanjih potrošnikov se delež zaposlenih, ki se v enem četrletju preseli v drugo podjetje, od januarja 2021 stalno povečuje, s tem da je iz najnovnejših podatkov za januar 2022 razvidno, da se je nekoliko zmanjšal, kar bi bilo lahko povezano s podobnimi razlogi kot pri upadu stopnje aktivnosti prebivalstva. Povečanje števila prehodov med delovnimi mesti v letu 2021 je spremljalo povečanje deleža anketirancev, ki pričakujejo, da bo skupni neto dohodek gospodinjstev v naslednjih 12 mesecih večji, saj so delavci, ki iščejo zaposlitev, postali bolj optimistični glede svojih plač, opravljenih delovnih ur ali splošnih zaposlitvenih obetov.

⁶ Glej na primer Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Şahin, A., in Schuh, R. »Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?«, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 107, št. 5, 2017, str. 353–357, ter Moscarini, G., in Postel-Vinay, F. »The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth«, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 107, št. 5, 2017, str. 364–368.

Graf C

Prehodi med delovnimi mesti in pričakovanja o povečanju dohodka



Vir: CES.

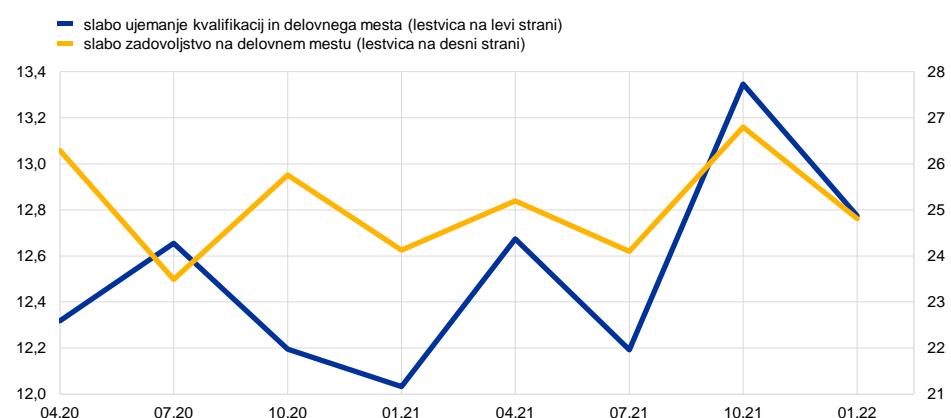
Opombe: »Prehodi med delovnimi mesti« je delež anketirancev, ki so bili zaposleni tri mesece prej, in navajajo, da so pri sedanjem delodajalcu zaposleni manj kot tri mesece. Pričakovanja o dohodku so prikazana kot delež anketirancev, ki pričakujejo, da se bo njihov neto dohodek gospodinjstev v naslednjih 12 mesecih povečal.

Hkrati delavci menijo, da se njihovi delovni pogoji med pandemijo niso občutno poslabšali. Anketa o pričakovanih potrošnikov vključuje vprašanja o tem, kako anketiranci ocenjujejo kakovost ujemanja kvalifikacij in delovnega mesta ter zadovoljstvo na delovnem mestu, na podlagi česar je mogoče sklepati o kakovosti delovnih mest (graf D). V januarju 2022 je manj kot 13% anketirancev navedlo, da je ujemanje njihovih kvalifikacij z njihovim trenutnim delovnim mestom slabo, okrog 26% pa jih je izrazilo slabo zadovoljstvo s svojim delovnim mestom. Iz nobenega od navedenih kazalnikov ni razvidno, da bi se kakovost delovnih mest od začetka pandemije močno poslabšala, kar pomeni, da okrevanja trga dela ne poganja povečevanje števila delovnih mest slabše kakovosti. Če te informacije povežemo z odgovori o prehodih med delovnimi mesti, je mogoče sklepati, da bodo delavci, ki zamenjajo delovno mesto, verjetneje poročali o izboljšanju ujemanja kvalifikacij z delovnim mestom in zadovoljstva na delovnem mestu.

Graf D

Delež delavcev, ki so slabo zadovoljni z delovnim mestom in katerih kvalifikacije se slabo ujemajo z njihovim delovnim mestom

(v odstotkih anketirancev)



Vir: anketa o pričakovanjih potrošnikov.

Opomba: »Slabo ujemanje kvalifikacij in delovnega mesta« predstavlja delež zaposlenih anketirancev, ki na lestvici od 1 do 7 izberejo najnižje tri vrednosti, »slabo zadovoljstvo na delovnem mestu« pa delež zaposlenih anketirancev, ki na lestvici od 1 do 5 izberejo najnižji dve vrednosti.

V celoti gledano je mogoče iz ankete o pričakovanjih potrošnikov razbrati, da je dinamika na trgu dela pozitivna, medtem ko pandemija še naprej vpliva na hitrost okrevanja. Leta 2021 se je število delavcev v delovni sili povečalo ob hkratnem zmanjšanju števila odvrnjenih iskalcev zaposlitve in znižanju stopnje brezposelnosti. Ponudba delovne sile se je torej hitro odzvala na krepitev povpraševanja. Poleg tega je več anketirancev zamenjalo delovno mesto, svoja pričakovanja o dohodku popravilo navzgor in pričakovalo boljše razmere na trgu dela. Ta gibanja nakazujejo, da je trg dela dinamičen.

Katere podkomponente vplivajo na stroške stanovanjskih nepremičnin, v katerih bivajo lastniki?

Pripravila Rodolfo Arioli in Eduardo Gonçalves

Eurostat je začel januarja 2022 objavljati uradne agregatne podatke za euroobmoče o indeksu cen stanovanjskih nepremičnin, v katerih bivajo lastniki (OOHPI). Ta okvir obravnava različne podkomponente indeksa in podrobno predstavlja njihovo korelacijo z drugimi kazalniki cen.

Stroški stanovanjskih nepremičnin, v katerih bivajo lastniki, obsegajo stroške v zvezi s pridobitvijo in lastništvo stanovanja.¹ S stroški pridobitve se merijo stroški »samogradnje stanovanjskih nepremičnin in večjih obnov« in »nakupov novih stanovanjskih nepremičnin«. Nakup novega stanovanja se deloma šteje za potrošnjo in deloma za premoženje, pri čemer potrošnja odraža vrednost storitev, ki jih zagotavlja stavba (npr. zavetje), premoženje pa odraža vrednost same stavbe in zemljišča, na katerem stoji.² Nasprotno pa cene zemljišč niso vključene v podkomponento »samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove«, ki zajema predvsem stroške gradnje samostojnih stanovanjskih nepremičnin, zgrajenih na zemljiščih, ki jih imajo samograditelji že v lasti. Indeks cen stanovanjskih nepremičnin, v katerih bivajo lastniki, meri tudi stroške »drugih storitev, povezanih s pridobitvijo stanovanjskih nepremičnin«, kot so na primer davki na promet z nepremičninami in provizije nepremičninskih posrednikov. Kar zadeva stroške lastništva, indeks zajema predvsem »večja popravila in vzdrževanje« ter »zavarovanje stanovanjskih nepremičnin«.³

V letu 2021 so stroški pridobitve predstavljali približno 78% indeksa OOHPI na ravni euroobmočja (graf A). Tako je podkomponenta »samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove« predstavljala 45%, podkomponenta »nakupi novih stanovanjskih nepremičnin« 21% in »druge storitve, povezane s pridobitvijo stanovanjskih nepremičnin« 12%. Preostalih 22% v indeksu OOHPI je bilo povezanih s stroški lastništva, pri čemer so »večja popravila in vzdrževanje« predstavljala 19%, »zavarovanje stanovanjskih nepremičnin« pa 3%.

¹ Glej članek z naslovom »Owner-occupied housing and inflation measurement«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2022.

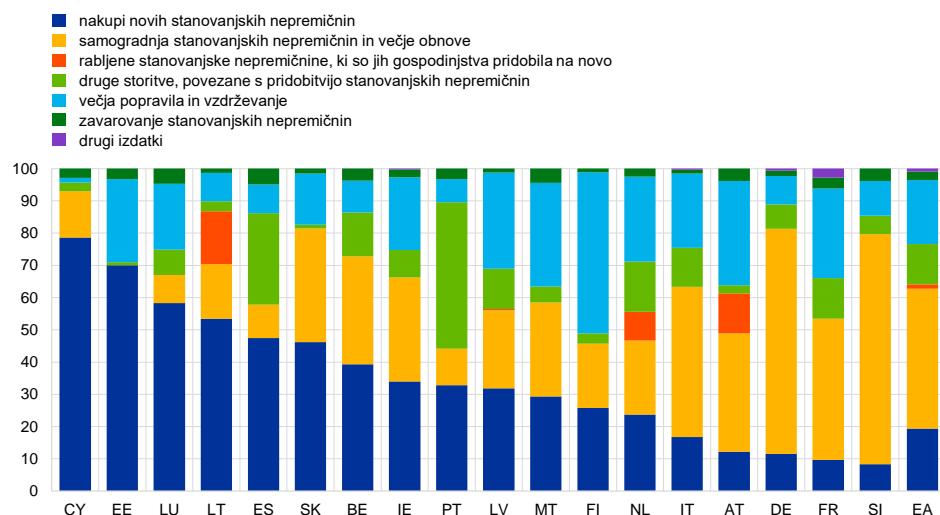
² Glej okvir z naslovom »The treatment of land in OOHPIs« v »Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review«, *Occasional Paper Series*, št. 265, ECB, september 2021.

³ Stroški pridobitve vključujejo tudi podkomponentno »rabljene stanovanjske nepremičnine, ki so jih gospodinjstva pridobila na novok«, ki predstavlja okrog 0,5% celotnega indeksa za euroobmočje. Vendar ta podkomponenta z izjemo grafa A ni vključena v analizo v tem okvirju, ker so se pri zbiranju podatkov pojavila vprašanja glede kakovosti zaradi omejenega zajetja in premajhne harmonizacije podatkov med državami. Enako velja za »druge izdatke«, ki so podkomponenta stroškov lastništva in predstavljajo 0,9% agregatnih podatkov za euroobmočje.

Graf A

Razčlenitev indeksa OOHPI za euroobmočje

(v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki za Grčijo niso na voljo. Vsi podatki se nanašajo na leto 2021.

Pri analizi indeksa OOHPI na ravni euroobmočja je pomembno opozoriti, da se relativna pomembnost posameznih podkomponent občutno razlikuje med državami. Tako je na primer v Nemčiji, Franciji in Italiji podkomponenta »samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove« občutno pomembnejša od podkomponente »nakupi novih stanovanjskih nepremičnin«, medtem ko za države, kot je na primer Španija, velja ravno nasprotno.

Na ravni euroobmočja kot celote se cenovna dinamika med podkomponentami močno razlikuje. Indeks cen podkomponente »nakupi novih stanovanjskih nepremičnin« je zabeležil najmočnejo povprečno medletno rast v zadnjem desetletju (graf B, slika a).⁴ Vseeno pa je podkomponenta »samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove« prispevala največ k medletni stopnji rasti indeksa kot celote, sledila pa ji je podkomponenta »nakupi novih stanovanjskih nepremičnin«. Tako sta ti dve podkomponenti skupaj predstavljali 5,0 odstotne točke medletne stopnje rasti (6,6%), ki jo je celotni indeks OOHPI zabeležil v tretjem četrletju 2021, preostanek pa je večinoma predstavljala podkomponenta »večja popravila in vzdrževanje« (graf B, slika b). Ker ostale podkomponente predstavljajo manjši delež v indeksu OOHPI in so zabeležile zmernejša cenovna gibanja, so bili njihovi prispevki k povprečni medletni rasti dosledno manjši, vseeno pa ostajajo pomembne, če se obravnavajo skupaj (skupni seštevek njihovih prispevkov predstavlja okrog tretjino povprečne medletne rasti od leta 2012).

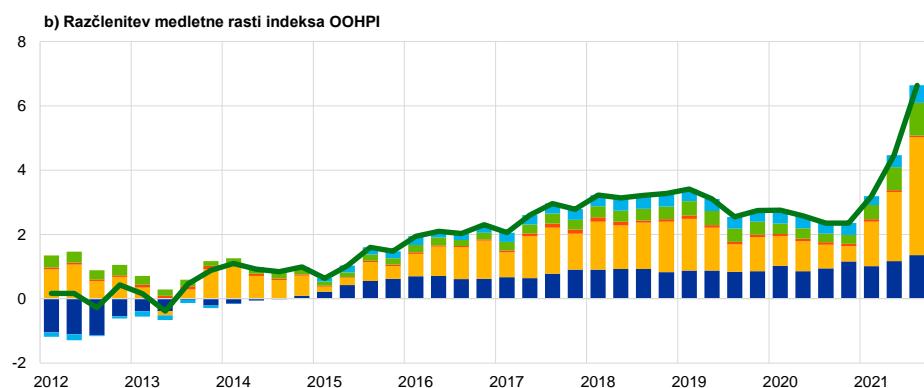
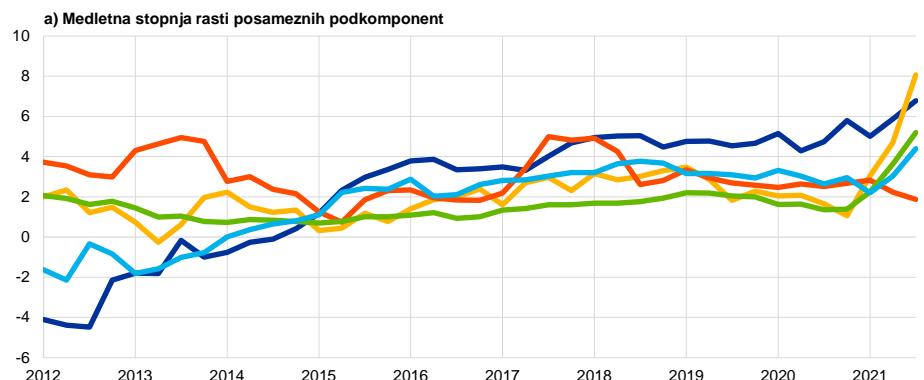
⁴ Od leta 2012 je indeks cen podkomponente »nakupi novih stanovanjskih nepremičnin« zabeležil 2,4-odstotno povprečno medletno rast v primerjavi z 2,1-odstotno rastjo podkomponente »samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove« in 1,6-odstotno rastjo podkomponente »večja popravila in vzdrževanje«.

Graf B

Prispevki podkomponent k medletni rasti stroškov stanovanjskih nepremičnin, v katerih bivajo lastniki

(slika a: medletne spremembe v odstotkih; slika b: medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)

- nakupi novih stanovanjskih nepremičnin (21%)
- samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove (45%)
- zavarovanje stanovanjskih nepremičnin (3%)
- večja popravila in vzdrževanje (19%)
- druge storitve, povezane s pridobitvijo stanovanjskih nepremičnin (12%)
- indeks OOHPI



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: V legendi odstotki v oklepajih označujejo utež posamezne podkomponente v indeksu OOHPI v letu 2021. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2021.

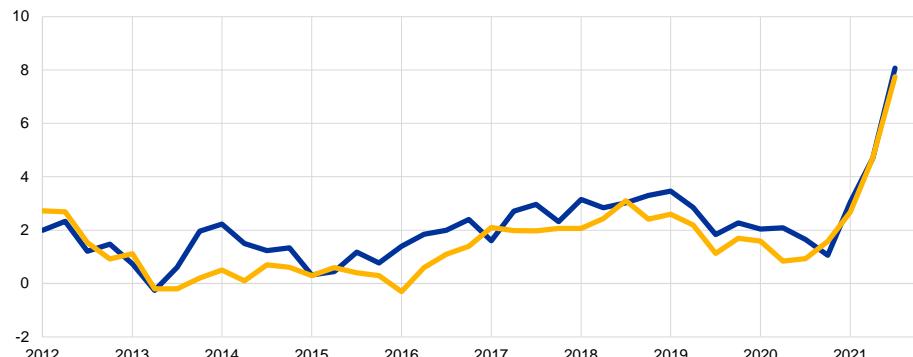
Nekatere posamezne podkomponente so v tesni korelaciiji s stroški gradnje in cenami stanovanjskih nepremičnin. Medletna stopnja rasti podkomponente »samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove« na primer močno korelira s stroški gradnje, ki so na voljo v kratkoročni poslovni statistiki (graf C, zgornja slika). Podobno podkomponenta »večja popravila in vzdrževanje« kaže močno sogibanje s serijo HICP »storitve za vzdrževanje in popravilo stanovanja«. Po drugi strani pa je podkomponenta »nakupi novih stanovanjskih nepremičnin« v tesni korelaciiji s cenami stanovanjskih nepremičnin (graf C, spodnja slika).

Graf C

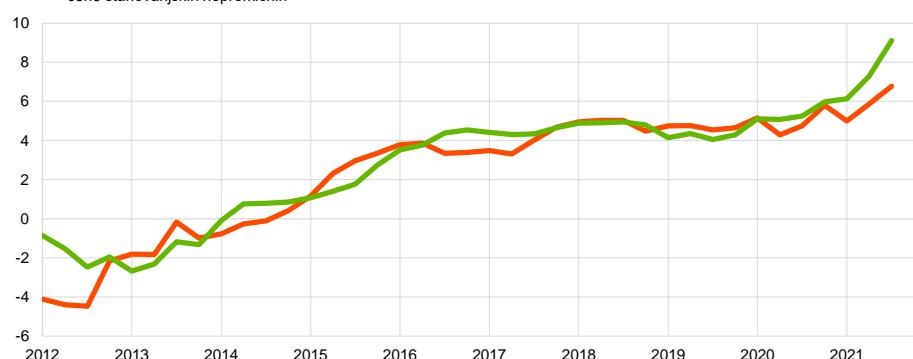
Korelacija med podkomponentami indeksa OOHPI in drugimi indeksi

(medletne spremembe v odstotkih)

- indeks OOHPI – samogradnja stanovanjskih nepremičnin in večje obnove
- indeks stroškov gradnje novih stanovanjskih zgradb



- indeks OOHPI – nakupi novih stanovanjskih nepremičnin
- cene stanovanjskih nepremičnin



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2021.

Gledano v celoti je potrebna nadaljnja analiza, da se oceni gibanje indeksa OOHPI in njegovih podkomponent skozi čas.⁵ Predvsem bo mogoče z boljšim razumevanjem različnih korelacij med drugim razviti načine za kratkoročno (in dolgoročno) napovedovanje gibanja indeksa OOHPI (če bi bili na primer podatki o posameznih korelatih razpoložljivi prej kot z zamikom 100 delovnih dni, s katerim se objavlja indeks OOHPI).

⁵ Glej tudi članek z naslovom »The euro area housing market during the COVID-19 pandemic«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021, in članek z naslovom »The state of the housing market in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2018.

Članka

1 Financial risks in China's corporate sector: real estate and beyond

Prepared by Apostolos Apostolou, Alexander Al-Haschimi and Martino Ricci

1 Introduction

Recent tensions in China's real estate market have highlighted the risks inherent in the country's highly leveraged corporate sector. These risks have been building up for some time, as high investment rates have coincided with high levels of debt accumulation. Moreover, the source of debt has moved beyond the traditional banking sector, with non-bank financial institutions providing financing which is less stable and more susceptible to sudden changes in investor sentiment. In addition, tensions in large corporate sectors could be transmitted to the rest of the economy through a number of channels. These channels include households, which are themselves increasingly leveraged and whose wealth is significantly exposed to the real estate market. A wider Chinese growth slowdown could, in turn, have global repercussions, given the size of the Chinese economy, its important global trade linkages and the central role it plays in international commodity markets. Against this backdrop, this article will review the rise in financial risks in China's economy stemming from increasing private sector leverage, the interconnectedness between the financial and non-bank financial sectors, and households' rising debt exposures.

2 China's global importance and rising debt

Recent stress in the real estate sector has highlighted the tension in China's corporate sector between high rates of growth and high leverage. As the world's second largest economy, China has accounted for around one-third of global GDP growth over the last decade (Chart 1) while, at the same time, its share of global credit to the non-financial sector has increased from around 8% to 20%.¹ To some extent, this reflects the contribution made by investment spending as one of the main drivers of growth. However, the recent turmoil in China's real estate sector and the payment difficulties experienced by several large Chinese property developers, such as Evergrande, illustrate the risks inherent in the high leverage, high growth and, ultimately, highly interconnected business model that is widespread among Chinese corporates, and real estate developers in particular.

¹ See Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. and Lodge, D. (eds.) "The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area", Occasional Paper Series, No 206, ECB, January 2018.

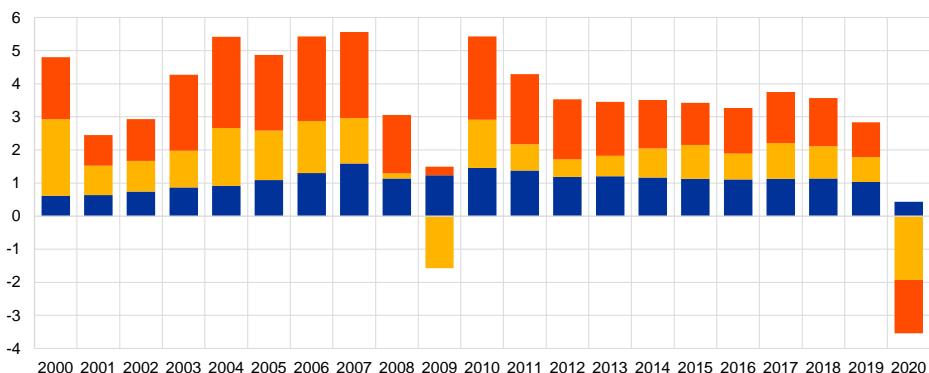
Chart 1

China's role in global economic activity

China's contribution to global GDP growth remains considerable

(contribution to global GDP based on purchasing power parity weights, percentage points)

- China
- Advanced economies
- Rest of the world



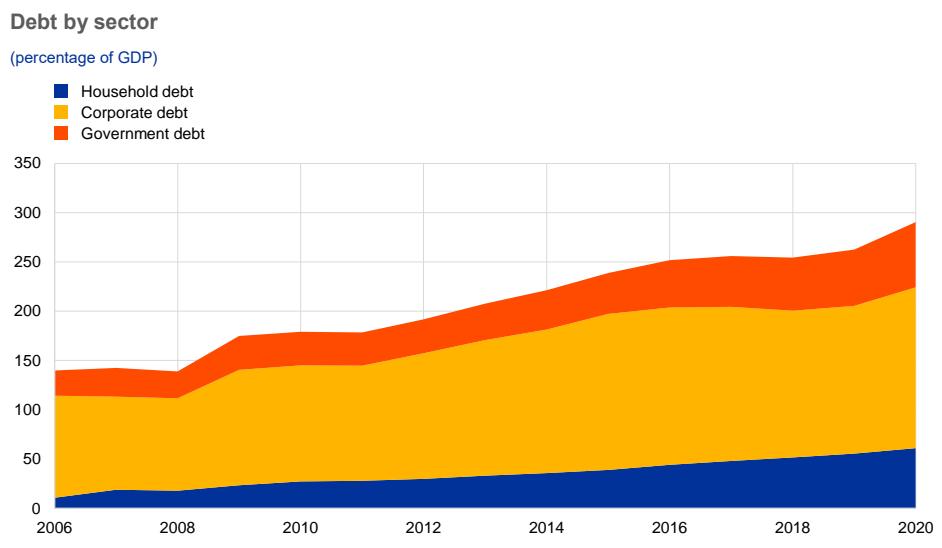
Sources: IMF and ECB staff calculations.

At the same time, a significant proportion of debt financing originates outside the banking sector. China's debt-to-GDP ratio for the entire private sector now stands at over 250% (Chart 2). Given that the corporate component of this debt is the highest in the world, the banking regulations introduced by the Chinese authorities have increasingly placed limits on the provision of credit to highly leveraged corporates. While China's financial system remains largely bank based, a significant proportion of funding is supplied to the corporate sector by non-bank financial institutions. The so-called shadow banking sector facilitates corporate financing that can circumvent capital constraints and credit regulations. Moreover, investors commonly expect an implicit guarantee for returns on investment products issued by the shadow banking sector. Despite the fact that contracts clearly state that returns are not guaranteed, both individual and institutional investors assume that the issuing financial company and, in some cases, the local or central government, will make up any shortfall if the investments do not deliver the targeted returns.² This leads to a significant underpricing of risks, which results in investor sentiment towards these products being subject to sudden change if a significant shortfall materialises. While the macroprudential regulations adopted by the authorities since 2015 have curbed the growth of shadow banking, its level of outstanding assets remains significant in size and continues to pose risks to the financial system. Moreover, large fintech companies are providing new sources of debt financing to the economy, thereby presenting new and additional challenges to the regulatory efforts made by the authorities to reduce leverage in the Chinese economy.

² See Allen, F., Gu, X., Li, C. W., Qian, J. and Qian, Y., *Implicit Guarantees and the Rise of Shadow Banking: The Case of Trust Products*, mimeo, 13 December 2021.

Chart 2

Debt in China



Sources: BIS, IMF and ECB staff calculations. The latest observation is for 2020.

Finally, households could increasingly amplify the impact of corporate stress on the broader economy. For instance, household wealth is increasingly dependent on real estate market developments, and risks which materialise in the corporate sector could spill over to household wealth and, therefore, consumption. Similarly, wealth products provided by the shadow banking sector to households intertwine non-bank financial sector and household risks. As the level of household debt has been rising sharply in China, the interdependence of risk exposures in the private sector has given rise to systemic risks in China that could have adverse spillover effects, both domestically and internationally.

Considering China's global interconnectedness, developments in the country are important for the global economy. The stress in China's property sector has reverberated beyond its borders. Reports of Evergrande's liquidity distress intensified around mid-September (Chart 3, panel a), when the developer reportedly missed the payment deadline on a number of bonds, triggering risk-off sentiment in global financial markets. Global equities fell, temporarily, by around 2-3%, credit spreads widened, and indicators of investor uncertainty rose steadily against a backdrop of flight-to-safety considerations. In addition, metal and oil prices declined, highlighting potentially reduced demand for commodities resulting from a slowdown in real estate activity in China (Chart 3, panel b). While the global spillovers proved to be short lived, in part due to the belief that the Chinese government would take action to mitigate adverse spillovers within its own economy, real and financial shocks in the world's second largest economy have global repercussions. The ECB reported, in the May 2018 and May 2021 issues of its Financial Stability Review, that China's weight and systemic relevance in the global financial system is increasing – even if the country remains relatively isolated financially.³ Furthermore, China-

³ See the box entitled "The growing systemic footprint of Chinese banks", *Financial Stability Review*, ECB, May 2018, pp. 36-38.

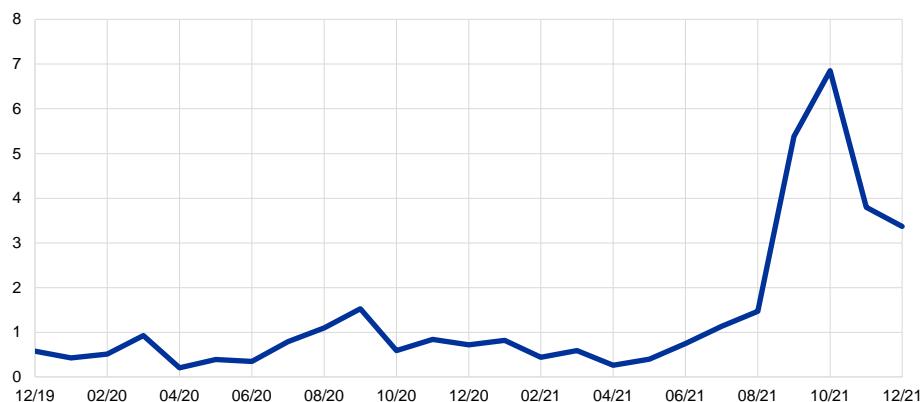
specific shocks could have greater financial stability implications than shocks in other emerging markets.⁴ Against this backdrop, this article will review the rise in financial risks in China's economy deriving from increasing private sector leverage, the interconnectedness between the financial and non-bank financial sectors, and households' rising debt exposures.

Chart 3

Global market response to the Evergrande crisis

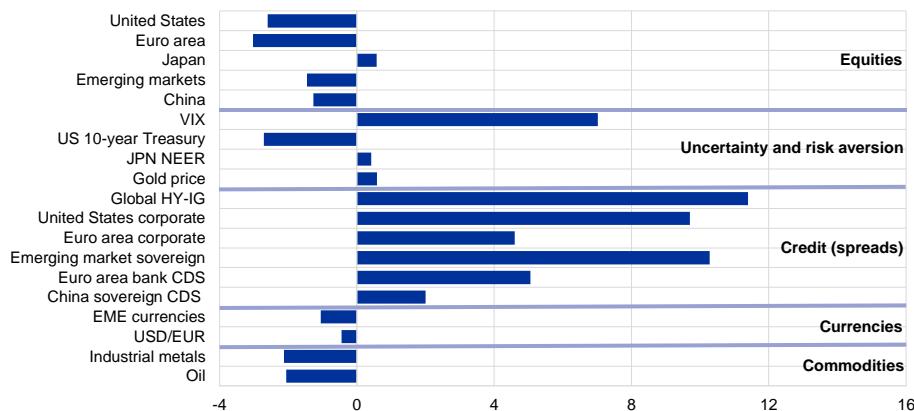
a) The number of newspaper articles mentioning Evergrande increased substantially in 2021

(share of total articles mentioning China, percentages)



b) Financial markets reacted negatively around mid-September: 16/09/2021 to 20/09/2021

(percentages and basis points)



Notes: Panel a: Shares of newspaper articles mentioning Evergrande of total articles published on China in the Wall Street Journal and the South China Morning Post. Panel b: Changes between 16 September 2021 and 20 September 2021. Equities (United States: S&P 500, Euro area: EURO STOXX 50, Japan: Nikkei 225, Emerging markets: MSCI Emerging Markets Index, China: Shanghai Stock Exchange Composite Index) – price (change, percentages); Uncertainty and risk aversion (VIX) – level change; Uncertainty and risk aversion (US 10-year Treasury) – yield (change, basis points); Uncertainty and risk aversion (Japan: Nominal Effective Exchange Rate) – index (change, percentage points); Uncertainty and risk aversion (gold price) – nominal price (change, percentages); Credit (ICE BofA, ICE BofA US Non-Financial, ICE BofA Euro Area Non-Financial, JP Morgan Emerging Market Bond Index, euro area bank CDS, China sovereign CDS) – yield spread (change, basis points); Currencies (JP Morgan Emerging Market Currency Index, USD/EUR) – index (change, percentage points); Commodities (GSCI Industrial Metals Index, Brent oil price) – nominal prices (change, percentages).

⁴ See the box entitled "Emerging markets' vulnerability to a reassessment of risk", *Financial Stability Review*, ECB, May 2021.

3 Rising leverage in the corporate sector and the implications for growth and financial stability

The rise in corporate debt outpaced that of other countries. Corporate credit rose from around 90% of GDP in 2008 to 160% in 2016, and currently exceeds the corresponding figure for both advanced and other emerging market economies (Chart 4, panel b). Although the government launched a deleveraging campaign in 2015, which led to a stabilisation of debt-to-GDP ratios at lower levels, the onset of the coronavirus (COVID-19) pandemic in 2020 saw the debt-to-GDP ratio once again reaching historical highs, although it has slowly declined since then amid volatile GDP growth (Chart 4, panel a).

Chart 4
Corporate sector debt dynamics and international comparison

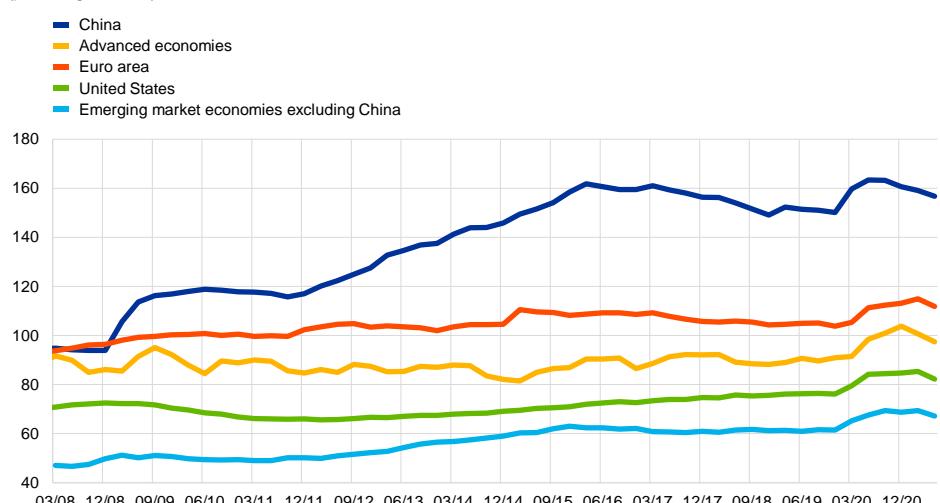
a) Credit to non-financial corporations in China increased sharply

(percentage of GDP)



b) Credit to non-financial corporations is high by international comparison

(percentage of GDP)



Source: BIS via Haver Analytics. The latest observation is for Q2 2021.

Notes: Debt is estimated at market value, which is the price at which an asset would change hands if sold on the open market. Advanced economies are AU, CA, DK, EA, JA, NZ, NO, SE, CH, UK, US. Emerging market economies are AR, BR, CL, HK, IN, ID, MY, MX, PL, RU, SA, ZA, TH, TK.

The challenge for China is to strike a balance between the deleveraging of the corporate sector and supporting economic growth. The real estate sector has been at the epicentre of the government's recent regulatory efforts to establish limitations on leverage for property developers. As corporate debt has declined in the real estate sector, housing activity has also slowed, creating headwinds to growth. More recently, banking-related activity undertaken by large technology companies has also become subject to more restrictive financial regulation. While the reforms are helping to lower financial risks in these sectors, lower provisions of credit may affect growth and, therefore, de-risking the corporate sector requires a highly targeted approach.

The real estate sector's central role in the economy

The real estate sector plays a central role in China's economy. According to China's national account statistics the combined share of GDP for real estate services and construction increased from 10% in 1995 to around 14% in 2020. Investment in residential real estate has also increased steadily over the last 25 years, stabilising after 2015 as a result of the authorities' deleveraging efforts, and now stands at around 10% of GDP, while overall investment in real estate is around 13% of GDP (Chart 5, panel a). However, according to many experts, these figures underestimate the importance of the sector for the Chinese economy. Most notably, using input-output tables, Rogoff and Yang⁵ estimate that the impact of real estate activity on GDP is around 29% and has spiked over time, reaching levels which in other advanced economies, such as Spain or Ireland, had called for sharp corrections (Chart 5, panel b). Housing plays a prominent role in the Chinese economy – owning a house is a status symbol and housing represents both a store of value and a source of potential capital appreciation in the absence of other viable investment options. As a result, it accounts for more than half of households' overall assets, and therefore has an important bearing on households' expenditure decisions.

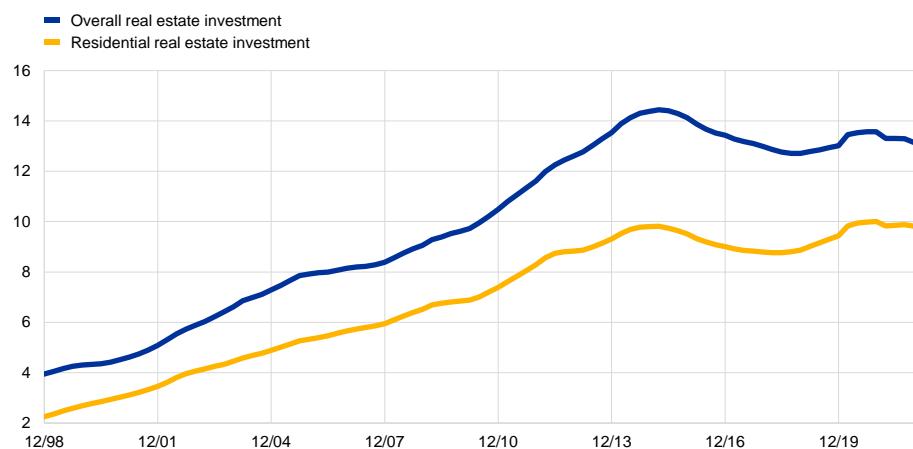
⁵ Rogoff, K. and Yang, Y., "Has China's Housing Production Peaked?", *China & World Economy*, Vol. 29, No 1, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, January 2021, pp. 1-31.

Chart 5

The importance of the real estate sector

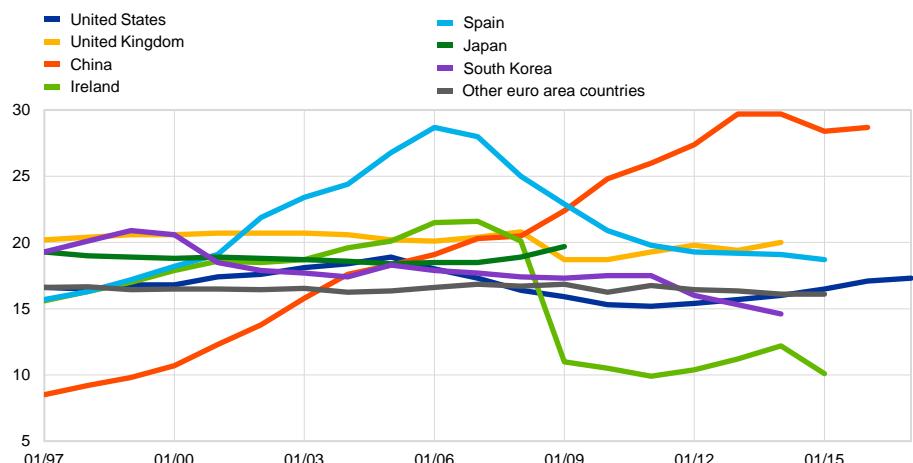
a) The share of real estate investment of GDP has risen

(percentages)



b) The share of real estate-related activities of GDP is high by international comparison

(percentages)



Sources: Panel a: National Bureau of Statistics via CEIC and ECB staff calculations. The latest observation is for December 2021. Panel b: Rogoff and Yang (2021) using national input-output matrices. For China, see data sources in the paper; for other countries, KLEMS. The latest observation is 2017 for China and the United States, 2015 for Spain and Ireland as well as other euro area countries, 2014 for the United Kingdom and South Korea, and 2009 for Japan.

Indeed, according to China's National Bureau of Statistics, households in China spend 23% of their income on housing, plus an additional 6% on household facilities, articles and services.⁶ Furthermore, land sales represent one of the biggest sources of revenue for local governments.⁷

The majority of property developers in China are domestically funded. As of 2020, the number of China's property developers surpassed 100,000 (Chart 6, panel a) with the pace of expansion accelerating in the aftermath of the global financial

⁶ This figure refers to expenditure on household and individual articles for living purposes as well as household services. It includes furniture and interior decoration, home appliances, home textiles, miscellaneous daily household articles, personal articles and household services.

⁷ According to the 2019 IMF Article IV Consultation, local government revenues from land sales accounted for around 39% of local government revenues and 7% of GDP in 2017.

crisis. Property developers directly employ around three million people out of a total urban working population of around 400 million, a figure that does not account for the jobs created by residential-connected sectors. Firms in the sector are mostly domestically funded with the share of foreign capital-funded firms, including funds originating from Hong Kong, Macao and Taiwan, having decreased from around 18% in 1998 to less than 4% in 2020 (Chart 6, panel b). Prepayment for yet-to-be-built residential housing provides a substantial part of the liquidity of real estate developers.

Chart 6

Number of domestic property developers and source of funding

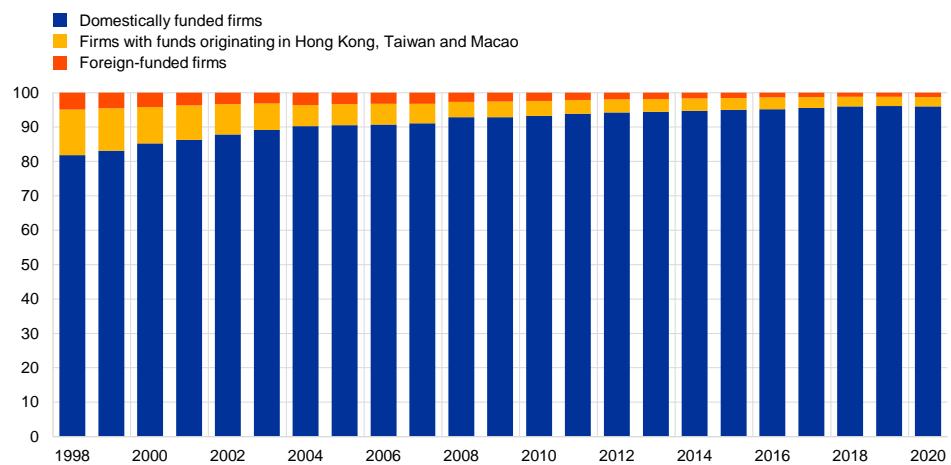
a) The number of China's property developers has risen rapidly

(units)



b) Most Chinese property developers are domestically funded

(percentages)



Source: China National Bureau of Statistics via Haver Analytics. The latest observation is for 2020.

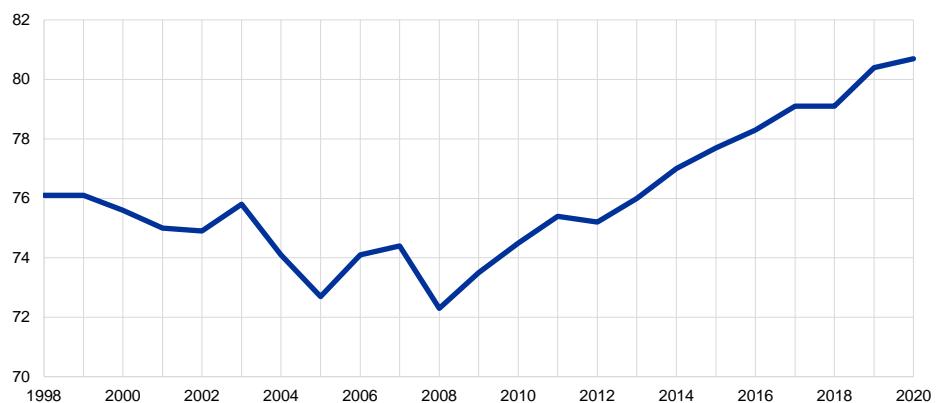
In addition to the steep increase recorded in 2008 in the number of enterprises, the property sector built up leverage fast. The liabilities-to-assets ratio increased from around 72% in 2008 to more than 80% in 2020 for developers overall (Chart 7, panel a). Partly as a response to these dynamics, in August 2020 the Chinese authorities introduced new regulations aimed at de-risking the residential sector.

Chart 7

Property sector leverage and loan dynamics

a) The liabilities-to-assets ratio is rising

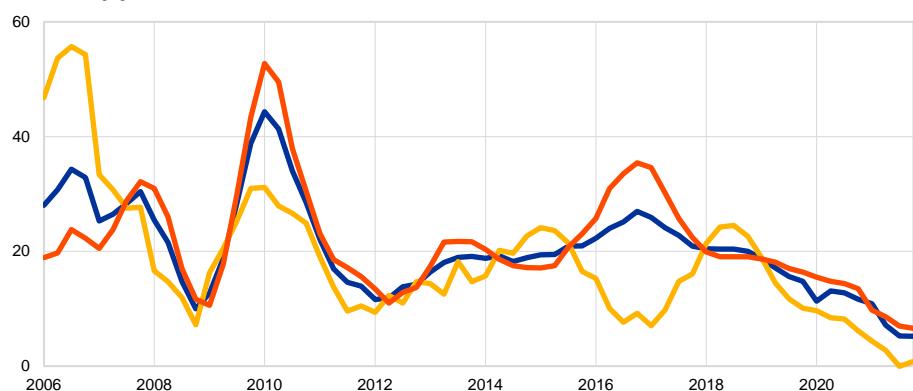
(percentages)



b) Growth in loans to the real estate sector has declined

(yoY, percentages)

- Loans for real estate
- Loans to developers
- Mortgages



Sources: National Bureau of Statistics via Haver and CEIC and ECB staff calculations. The latest observations are for 2020 (panel a) and December 2021 (panel b).

The most significant regulation was the introduction of the three red lines – a set of thresholds for three financial ratios which, if crossed, would limit property developers' ability to raise new debt. As a result, credit to the sector dried up in the second half of 2021, with both mortgages and loans to developers reaching historical lows (Chart 7, panel b).

Recent dynamics in the residential sector – in particular the liquidity problems faced by several developers – have raised concerns over the possibility of contagion spreading to other sectors. Although the authorities appear to be in control of the situation and are able to manage the deleveraging process, high debt levels and the importance of the residential sector to the economy remain potential sources of financial risk.

Risks posed by large technology companies' expansion into credit provision

The activities of China's large technology companies are raising concerns over market concentration, opacity and financial stability.⁸ Over time, large technology companies have expanded beyond their (rapidly rising) provision of online payment services (Chart 8, panel a) into areas such as peer-to-peer lending, deposit taking, insurance and direct lending. As such, technology companies, which operate within a lighter regulatory and supervisory framework, are increasingly competing directly with commercial banks. The credit provided by large technology companies is now substantial, amounting to more than 2% of total domestic credit for the financial sector and more than 4% of GDP per capita (from a share which was little more than 0% in 2014), meaning that large technology companies (Chart 8, panel b) are a significant source of credit for consumers and small companies. The provision of credit in a light-touch regulatory setting has raised concerns over the adequacy of capital requirements, collateral sufficiency and the sale of online deposit products.⁹

The expansion of large technology companies into shadow banking activities in the form of risky fintech lending has exposed some financial risks. Fintech companies have facilitated the expansion of credit to new and financially constrained borrowers since the onset of the pandemic. A recent study finds that fintech lending to low-income users has expanded more than it has for traditional banks.¹⁰ The study points to the financial risks associated with this activity, as delinquency rates for these shadow banking loans have tripled during the pandemic, while there has been no significant change in delinquency rates for bank loans. The results of the study show the potential fragility of large technology companies when delinquency rates spike. They also point to the negative implications for broader credit availability and the consequences for growth and financial stability.

Chinese policymakers have recently introduced stricter regulations for technology companies. The new regulations reflect the Chinese authorities' increasing concerns over companies' ability to use significant funds raised from capital markets to provide credit within a lighter regulatory and supervisory framework. The recent regulatory changes affecting internet enterprises also seek to reduce the financial risks posed by major incumbents. This could, in turn, help to safeguard financial stability and also foster innovation and generate positive spillovers for China's small and medium-sized enterprises.

⁸ Large technology companies include fintech and big tech companies. Fintech companies are companies that facilitate peer-to-peer/marketplace lending and invoice trading through their online lending platforms rather than through traditional banks or lending companies. Big tech companies are large companies whose primary business is technology which have entered credit markets, lending either directly or in partnership with financial institutions. For a detailed discussion see Bank for International Settlements, "Big tech in finance: opportunities and risks", *BIS Annual Economic Report*, Chapter III, June 2019; and Claessens, S., Frost, J., Turner, G. and Zhu, F., "Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues", *BIS Quarterly Review*, September 2018.

⁹ By the end of 2020 large technology companies had removed online deposit products from their platforms.

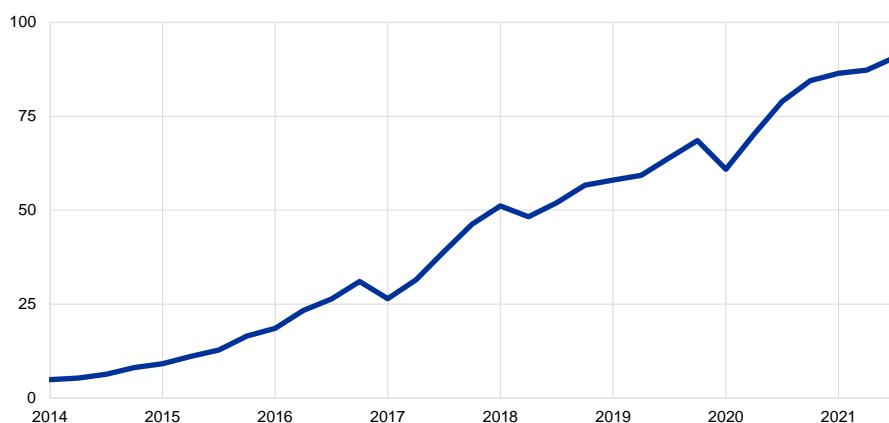
¹⁰ Zhengyang, B. and Huang, D., "Shadow Banking in a Crisis: Evidence from FinTech During COVID-19", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No 7, July 2021.

Chart 8

Online payments processed and credit provision

a) Online payments by non-banks continue to increase

(CNY trillions, not seasonally adjusted)



b) Credit provided by fintech and big tech has risen sharply

(percentages; USD billions)

- Alternative credit as a percentage of total credit
- Alternative credit as a percentage of per capita GDP
- Big tech credit (right-hand scale)
- Fintech credit (right-hand scale)



Sources: National Bureau of Statistics via Haver; Cornelli, G., Frost, J., Gambacorta, L., Rau, R., Wardrop, R. and Ziegler, T., "Fintech and big tech credit: a new database", *BIS Working Papers*, No 887, BIS, September 2020; World Economic Forum, IMF, 2021; and ECB staff calculations. The latest observations are for Q3 2021 and 2019.

Note: Alternative credit is provided by fintech and big tech.

4 Leverage and exposures between banks and non-bank financial institutions

Linkages to and ownership of banks and other financial institutions by large corporates are leading to a rise in financial stability risks. In part, this is due to the underlying nature of the so-called shadow banking sector. The People's Bank of China defines shadow banking in China as "credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system, with the functions of liquidity and credit transformation, which could potentially cause systemic risks or regulatory

arbitrage".¹¹ In the context of high corporate leverage in China, shadow banking constitutes an important source of finance that has fuelled the rise in corporate debt.

Although the rate of growth of shadow banking has slowed recently, the shadow banking sector remains particularly vulnerable to adverse shocks.

Shadow banking was virtually non-existent prior to 2008, but has expanded rapidly in recent years, reaching a share of about 60% of GDP (Chart 9, panel a). Although macroprudential policies have curbed growth in the sector, levels remain near all-time highs, posing risks to the Chinese economy. China's shadow banking sector is mainly concentrated on activities that are highly vulnerable to changes in investor sentiment. These activities include certain types of investment vehicles, such as wealth management products whose value amounts to around 25% of GDP.

¹¹ See People's Bank of China, "Shadow Banking", *China Financial Stability Report*, Special Topic IV, 2013, pp. 197-205.

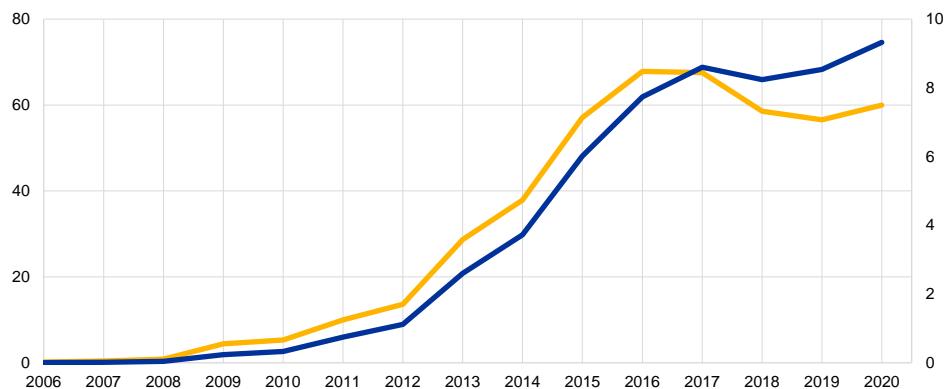
Chart 9

Shadow banking and its components

a) Shadow banking has stabilised and its share of GDP has remained roughly unchanged

(percentage of GDP; USD trillions)

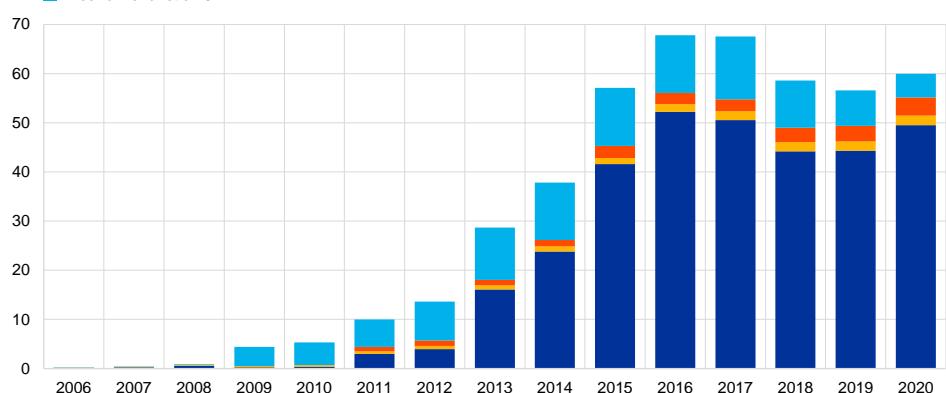
— Percentage of GDP
— Value in USD trillions (right-hand scale)



b) The rise of shadow banking has been driven by unstable funding components

(percentages of GDP)

- Economic function 1
- Economic function 2
- Economic function 3
- Economic function 5



Source: Financial Stability Board, 2020.

Notes: The Financial Stability Board's definitions, for non-bank financial intermediation, of economic functions (EFs) are: EF1: collective investment vehicles susceptible to runs (wealth management products); EF2: non-bank financial entities dependent on short-term funding to support lending activities; EF3: market intermediaries dependent on short-term funding; EF4: insurance or guarantees of financial products; and EF5: securitisation-based credit intermediation vehicles. Data for category EF4 are not reported for China.

Shadow banking is vulnerable given its reliance on short-term funding, its use in already highly leveraged sectors of the economy and its lack of transparency. Shadow banking remains dominated by wealth management

products (WMPs) which are structured and offered by banks in cooperation with trust companies and securities firms. This legal structure moves them off banks' balance sheets and out of the purview of deposit regulations, so they can offer higher rates of return than bank deposits. On the liabilities side, over 40% of outstanding WMPs have maturities of three months or lower, although these funds often feed into longer-term lending. As a result, WMPs need to roll over their funding very frequently, exposing themselves to liquidity and rollover risks (Chart 9, panel b). This risk is compounded by the fact that 70% of WMPs issued since 2007 are not covered by explicit guarantees, while investors perceive WMPs as being implicitly covered by

guarantees from the banks distributing these products or, in the event of a default, by the government (Dang et al.).¹² Shadow banking has fuelled a rise in funding in riskier areas such as the real estate sector. Sun¹³ reports that the shadow funding of real estate has far outpaced that of other sources such as loans. Banks can lend to non-banking financial institutions such as trust companies, which in turn provide entrusted loans to real estate companies to whom lending has otherwise been restricted. Trust companies have been subject to less regulation as they act on behalf of their beneficiaries. Shadow banking therefore increases the link between banks and non-bank financial institutions. More recently, non-financial enterprises have increasingly invested in a variety of financial institutions, while maintaining complex and non-transparent ownership structures.

The lack of transparency regarding cross-exposures between the non-financial and financial sectors harbours further risk in China's financial system. In China there are cases in which multiple financial entities across different financial sub-sectors are controlled by the same non-financial conglomerate. In some cases, investments are made using borrowed funds, resulting in an increase of corporate leverage ratios. At the same time, ownership structures remain opaque with ownership being disguised through the use of complex equity arrangements or special purpose vehicles. As a result, the People's Bank of China has found that some large holding companies give rise to contagion risk amid a severe lack of transparency of risk conditions.¹⁴

The authorities have tightened regulation considerably, to reduce many of the risks associated with shadow banking and the lack of transparency in the cross-exposures between corporate entities. For instance, new rules have been introduced to identify cross-ownerships of enterprises and financial institutions and to require such structures to be regulated as financial holding companies. In addition, stricter rules have been applied to limit lending to the real estate sector and to increase the oversight of fintech companies expanding into more traditional banking services. At the same time, many of the new regulations are being phased in gradually, so some systemic risks in the financial system will remain in the near term.

5 Household debt dynamics

Financial issues faced by a number of real estate developers have exposed the interdependence between households and corporates, and the importance of housing wealth to economic activity. The extent to which real estate developers rely for funding on households prepaying for yet-to-be-built residential housing, along with significant investment by households in real estate assets, has exposed the interconnectedness between corporate and household balance sheets. Housing represents a large part of household wealth, so it weighs heavily on households'

¹² See Dang, T.V., Liu, L., Wang, H. and Yao, A., *Shadow Banking Modes: The Chinese versus US System*, Columbia University, mimeo, 2019.

¹³ Sun, G., "China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking", *BIS Working Papers*, No 822, Bank for International Settlements, 2019.

¹⁴ See, for example, *Trial Measures on Regulation of Financial Holding Companies*, Order No 4, People's Bank of China, 11 September 2020.

expenditure and risk tolerance and directly affects corporate incomes and funding. It also affects economic activity generally. Moreover, the high level of household debt constrains future household spending and is creating potential headwinds to economic growth. With real estate investment amounting to around 14% of GDP in 2020, a marked slowdown in the housing market could cause China's economic growth to decelerate, with spillovers to the rest of the world.

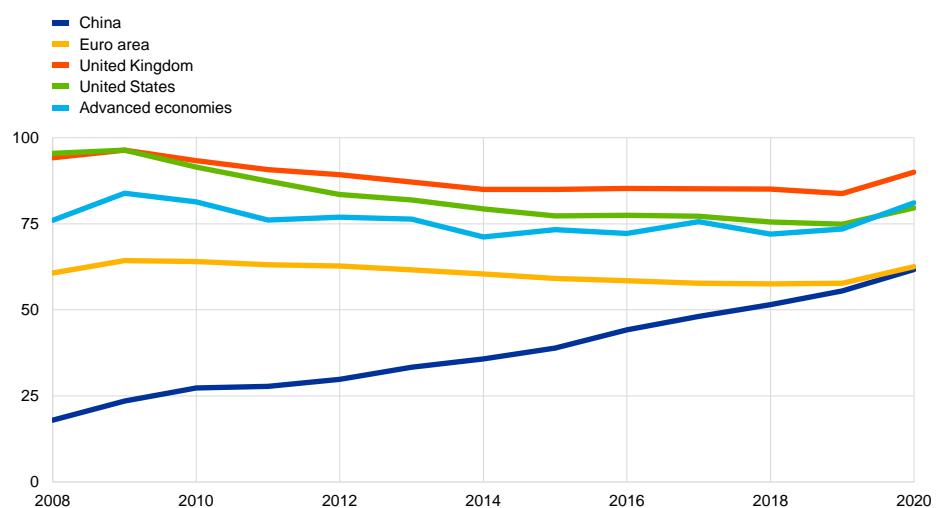
Although the corporate sector accounts for the largest share of debt, household indebtedness has risen rapidly and is approaching advanced economy levels. Chinese household debt has more than tripled since the global financial crisis – it is now substantially above the emerging market average, very close to the euro area average (Chart 10), and near the levels reached by Japanese households in the 1990s. In its 2019 Financial Stability Report, the People's Bank of China emphasised the need to closely monitor household debt risks from a macroprudential perspective. It also encouraged banks to strengthen their practices and recommended that a comprehensive credit information system be built up. The speed of debt accumulation by Chinese households has raised concerns as to whether further debt increases could lead to significant adverse effects on growth and financial stability.¹⁵ Both the level and the rate of increase in household debt could pose risks to financial stability, given the lack of personal bankruptcy laws, which further impedes debt resolution.¹⁶ Moreover, nominal interest rates are higher in China than in advanced economies, which makes debt servicing by households relatively more expensive.

Chart 10

Household indebtedness

The household credit-to-GDP ratio has risen to the euro area average

(percentage of GDP)



Sources: BIS via Haver Analytics and ECB staff calculations. The latest observation is for 2020.

¹⁵ See International Monetary Fund, "People's Republic of China – selected issues", *IMF Staff Country Reports*, No 19/274, August 2019.

¹⁶ See Cheung, K-Y., *China Law of the People's Republic of China on Enterprise Bankruptcy*, Baker McKenzie, 2018.

The exposure of households to housing and other real estate developers is a cause for concern. Chinese household leverage (the ratio of debt to disposable income) has more than tripled since the global financial crisis (Chart 11, panel b). Most residential housing in China is purchased in the pre-sale market before construction has been completed.¹⁷ In this way, households provide funding to real estate developers by prepaying for yet-to-be-built residential housing. The recent financial issues faced by several developers raise questions as to the completion prospects for prepaid housing and the availability of such funding in the future, while the weakness of residential housing prices could affect household balance sheets.¹⁸

Chart 11 Household indebtedness

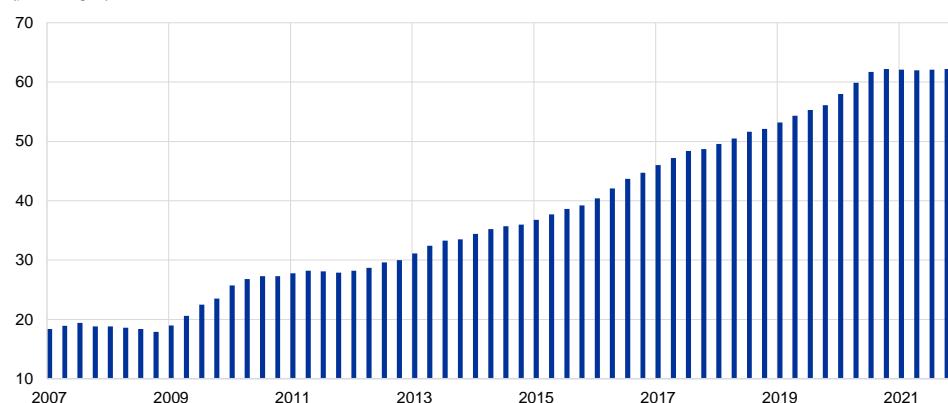
a) Mortgage debt doubled between 2007 and 2021

(percentage of total loans)



b) The ratio of household debt to disposable income tripled between 2007 and 2021

(percentages)



Source: People's Bank of China via CEIC. The latest observation is for December 2021.

¹⁷ See Deng, Y. and Liu, P., "Mortgage Prepayment and Default Behavior with Embedded Forward Contract Risks in China's Housing Market", Vol. 28, No 3, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2009, pp. 214-240.

¹⁸ Substantial savings levels help to mitigate household debt risks. However, they have been declining in recent years, while employment conditions currently constitute another headwind.

6 Conclusion

China's corporate debt remains high by international comparison and represents a risk to growth. High leverage in the corporate sector has underpinned high rates of investment and economic growth. However, as corporate debt in China has risen to levels significantly beyond those of advanced economies such as the United States and the euro area, financial risks have continued to build up. The current turmoil in the real estate sector illustrates the impact of the materialisation of such risks on the economy. Defaults by major property developers have increased financing costs in the corporate sector and slowed real estate activity, which in turn is weighing on GDP growth.

Deleveraging the corporate sector and stabilising the rise in household debt remains a priority but would probably create headwinds to economic activity. Reducing financial risks in China entails slowing the provision of credit to the non-financial corporate sector. Slowing down household debt accumulation and monitoring and analysing household debt risks could help to mitigate financial stability risks and promote sustainable growth. Striking a balance between de-risking the economy and maintaining stable growth will be a challenge. Targeted macroprudential and microprudential measures will help to achieve these dual aims.

At the same time, unstable funding sources from the shadow banking sector remain exposed to sudden changes in investor sentiment. In addition to high corporate leverage, the shadow banking sector gives rise to risks. Although growth in assets originating in the non-bank financial sector has been halted, the stock of assets that are subject to short-term financing needs remains historically high. As these assets remain vulnerable to sudden changes in investor sentiment they represent risks to the financial system. Furthermore, a lack of transparency with regard to exposures between the financial and non-financial sectors is giving rise to uncertainties which could intensify systemic stress when financial risks materialise. Overall, financial risks in the Chinese economy remain significant and it is essential to continue with ongoing regulatory efforts to de-risk the economy to ensure stable growth in the medium term.

2

Assessing corporate vulnerabilities in the euro area

Prepared by Giulio Nicoletti, Ralph Setzer, Mika Tujula and Peter Welz

1 Introduction

The coronavirus (COVID-19) crisis was a major shock for the non-financial corporate (NFC) sector. The pandemic and the associated containment measures translated into a large drop in sales for firms. The rapid pace of the decline in revenue in conjunction with the difficulty of adjusting costs sufficiently quickly led to a sudden increase in liquidity needs. These liquidity needs, if left unaddressed, could have easily morphed into broader solvency issues, leading to a sharp increase in corporate defaults and bankruptcies.

The COVID-19 pandemic hit the services sector and small firms particularly hard. There is a high concentration of small businesses in contact-intensive sectors. This creates additional challenges when assessing the vulnerability of the euro area economy, as comprehensive information on the health of small companies' balance sheets typically becomes available only with significant time lags. The information contained in the Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area (SAFE) was particularly useful to fill, at least partially, the information gap.¹

The timely and forceful policy response at national and EU level mitigated the short-term impact of the pandemic. Fiscal, monetary and supervisory measures have substantially supported corporates by preventing large corporate losses and a rise in non-performing loans for banks. Government support to firms helped to reduce their costs (for instance via job retention schemes) and provided liquidity support, while monetary policy helped to provide favourable financing conditions and supervisory policies freed up capital that banks could use for lending. The effect of these policy measures is also reflected in exceptionally low numbers of corporate insolvency cases over the past two years.

Two years after the onset of the pandemic, the short-term vulnerabilities of the corporate sector seem to have abated somewhat amid the ongoing recovery, but risks remain, especially for smaller firms and for sectors most affected by the pandemic. Corporate revenues recovered after some of the strictest containment measures were eased, thus also improving debt servicing capacity. At the same time, weaker corporate balance sheets and heterogeneous indebtedness across firms pose risks to the recovery. Higher gross corporate debt, in particular for those firms that also face an increase in net debt, may hamper the capacity of firms to support the recovery via an increase in capital spending, especially once policy support is phased out. The higher debt ratios render firms vulnerable to potential shifts in risk sentiment, a rise in real interest rates or a fall in profits. Weaker

¹ The survey is conducted twice a year: once by the ECB, covering euro area countries, and once in cooperation with the European Commission, covering all EU Member States plus some neighbouring countries. For the latest survey, see [Survey on the access to finance of enterprises](#).

corporate balance sheets also pose a risk for banks, potentially activating adverse feedback loops and financial stability concerns through increases in non-performing loans and corporate bankruptcies.

Aside from the COVID-19 pandemic, the corporate sector also faces broader structural challenges. The pandemic has accelerated several structural transformations already under way in the euro area economy. A non-exhaustive list of structural challenges includes new forms of work (including remote working), the use of e-commerce and digital technologies, a reconfiguration of global value chains and the transition to a carbon-neutral economy. Such changes require a comprehensive modernisation of firms' capital stock, which may be harder for small and medium-sized enterprises (SMEs) to implement, partly owing to their pre-existing weaknesses compared with larger firms.

This article is structured as follows. Section 2 reviews recent developments, focusing on vulnerabilities stemming from corporate indebtedness. Section 3 looks at implications for corporate insolvencies, complemented by Box 1, which views this through the lens of bank asset quality. Section 4 looks at the possible investment implications of increased levels of corporate indebtedness. Box 2 discusses some structural features of euro area SMEs in the context of the COVID-19 pandemic. Section 5 concludes.

2 Recent developments in the non-financial corporate sector

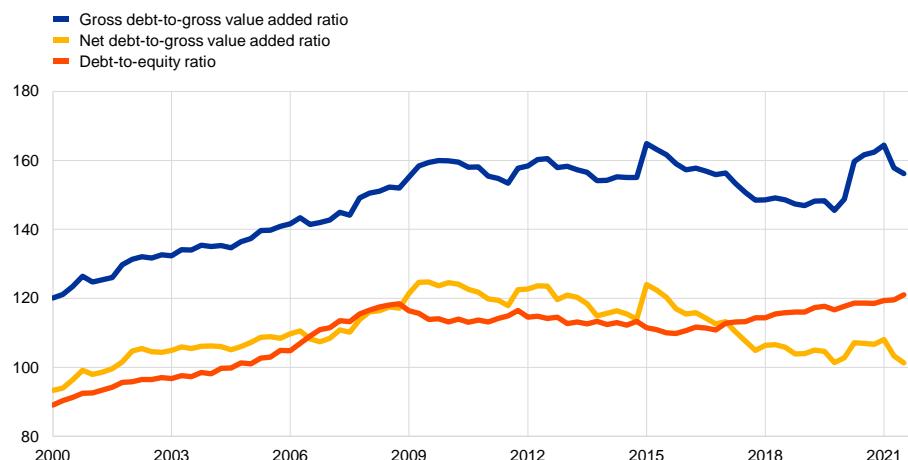
Euro area NFC sector gross indebtedness increased strongly during the pandemic. The NFC gross debt-to-value added ratio (debt ratio) increased by 18.8 percentage points between the end of 2019 and early 2021, to peak at 164.4%, only 0.5 percentage points lower than its record in early 2015 (Chart 1, panel a). This increase was explained almost equally by firms' stronger recourse to debt financing and by the marked decline in gross value added. At the end of the third quarter of 2021, the debt ratio still stood 10.6 percentage points above its level at the end of 2019, which is almost entirely due to stronger recourse to debt financing rather than lower gross value added (Chart 1, panel b). The debt-to-equity ratio also increased significantly between the fourth quarter of 2019 and the third quarter of 2021, as the increase in debt was compensated only partly by greater equity issuance.

Chart 1

NFC debt and leverage in the euro area

a) Level of consolidated debt and leverage

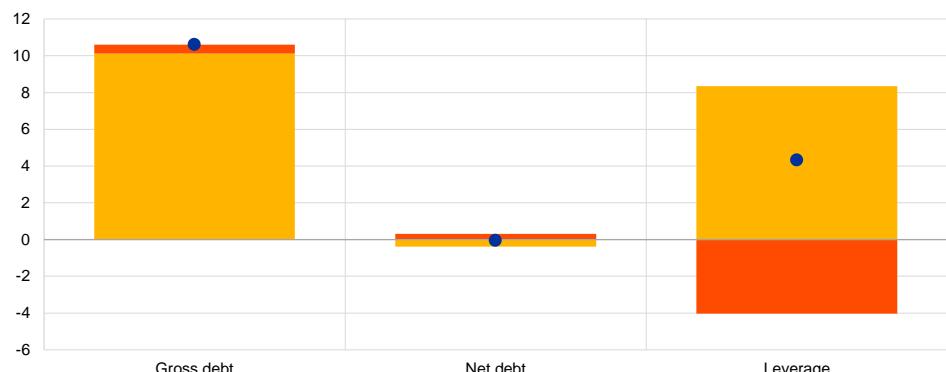
(percentages)



b) Change in consolidated debt and leverage between the fourth quarter of 2019 and the third quarter of 2021

(percentage points, percentage point contributions)

- Change in the debt-to-gross value added / debt-to-equity ratio
- Change in the outstanding stock of debt
- Change in the level of gross value added / equity



Sources: Eurostat, ECB and ECB estimates.

Notes: Consolidated gross debt is defined as the sum of total loans granted to NFCs, debt securities issued and pension liabilities minus intra-sectoral lending. Consolidated net debt is defined as consolidated gross debt net of currency and deposit holdings. The debt-to-equity ratio is at book value, which is proxied by notional stocks. In panel b, in the first column the blue dot represents the change in the gross debt-to-gross value added ratio, in the second column it represents the change in the net-debt-to-gross value added ratio, and in the third column it represents the change in the debt-to-equity ratio. The latest observations are for the third quarter of 2021.

The increase in gross NFC debt has been accompanied by a strong accumulation of liquid assets, especially by large corporates. NFC deposits increased by €713 billion between the fourth quarter of 2019 and the third quarter of 2021. As a result, the net debt ratio increased much less than gross indebtedness, and in the third quarter of 2021 net debt stood 0.4 percentage points below its level at the end of 2019 (Chart 1, panel b).² During the early stages of the pandemic, firms parked a substantial part of the proceeds from new bank loans and debt securities issuance in deposits in order to pre-fund working capital needs and necessary investment, as well as to prepare for possible cash shortages due to the collapse of

² Consolidated net debt, defined as consolidated gross debt net of currency and deposit holdings.

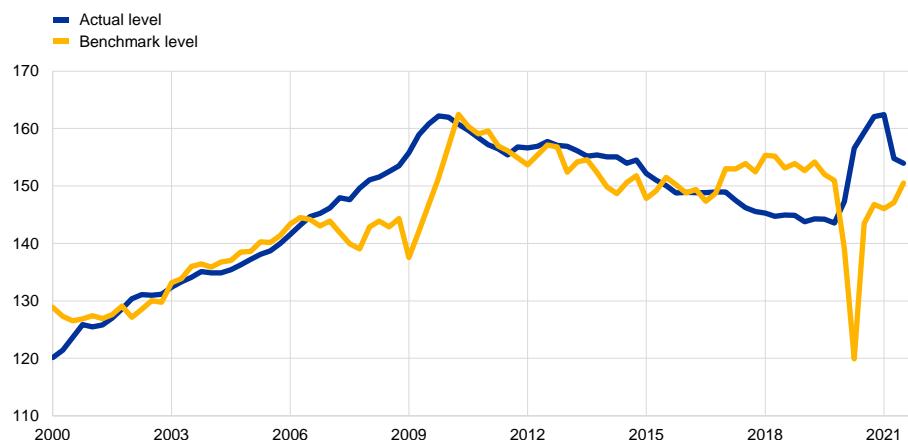
sales and operating cash flows. More recently, the improvements in profits and retained earnings have contributed to an increase in liquid asset holdings. These holdings can act as a mitigating factor for high corporate debt at an aggregate sectoral level.³

Indebtedness remains significantly above a benchmark level estimated on the basis of macro-financial conditions. Since mid-2020 gross indebtedness has exceeded its estimated benchmark level by a large margin (Chart 2).⁴ Observed indebtedness rose sharply after the end of 2019, mirroring the marked increase in borrowing in the period from March to June 2020. Meanwhile, benchmark indebtedness declined strongly in the second quarter of 2020 and has since remained significantly below actual indebtedness. This was due first to the collapse of economic activity and then to its continued weakness, which historically would normally have been accompanied by lower indebtedness. The observed indebtedness also exceeded by a considerable margin its benchmark level between the end of 2006 and early 2010. This period was characterised by strong credit growth in the run-up to the global financial crisis in 2008 and a collapse in economic activity after the crisis erupted, followed by a lengthy period of deleveraging. The gap is projected to narrow and close in the coming quarters as the debt overhang and liquid asset holdings limit the demand for debt financing and the economy recovers.

Chart 2

NFC consolidated gross debt and its estimated benchmark level in the euro area

(percentages of NFC gross value added, notional stocks)



Sources: Eurostat, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters, ECB and ECB estimates.

Notes: Consolidated gross debt is the sum of loans to NFCs, debt securities issued and pension liabilities minus intra-sectoral lending (all notional stocks). Benchmark levels are estimates based on an error correction model relating NFC consolidated gross debt to NFC output, the relative cost of debt financing and the term spread (i.e. the difference between the euro area ten-year government bond yield and the euro area three-month money market rate). The relative cost of debt financing is defined as the composite cost of debt minus the cost of equity financing. The estimation period is from the first quarter of 1999 to the fourth quarter of 2019. The latest observations are for the third quarter of 2021.

The uneven distribution of debt reflects vulnerabilities among SMEs and micro firms – especially in the sectors most affected by the pandemic. Gross debt

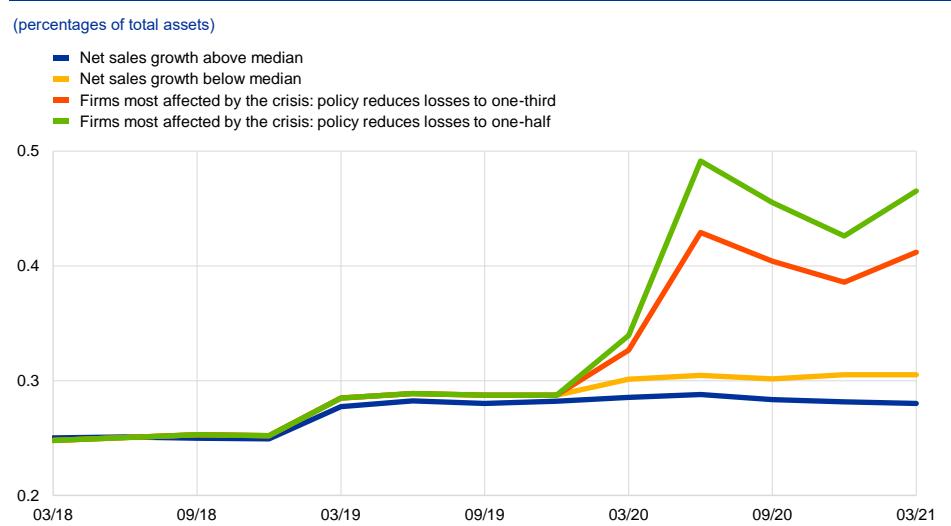
³ See the box entitled “Non-financial corporate health during the pandemic”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021.

⁴ An error-correction model relates the long-run level of gross debt to output, the relative cost of debt financing and the term spread. Based on these fundamentals, it allows a time-varying benchmark level to be derived that is consistent with historical regularities.

increased to different degrees across firms, depending on their exposure to the COVID-19 pandemic and the related lockdown measures. Among listed firms, those with sales below the median in 2020 increased their debt by about 3 percentage points more than firms with sales above the median (Chart 3). While data for non-listed companies are not available, estimates based on sectoral turnover suggest that for an average firm in the most affected sectors (e.g. accommodation), the increase in leverage could be close to 10 percentage points, even after considering a scenario in which only a third of corporate losses are filled by additional debt (the red line in Chart 3), while the rest are offset by government support policies.

Chart 3

Ratio of debt to assets of firms with different sales performance in 2020



Sources: Refinitiv and extrapolation based on Eurostat data.

Notes: The exercise underlying this chart documents the relationship between decreasing sales and increasing debt. The blue and yellow lines compare debt dynamics for listed firms with net sales growth above or below the median in 2020. The red and green lines ("Firms most affected by the crisis") extrapolate debt dynamics for firms in the most affected euro area sector (i.e. accommodation), for which no hard data are yet available. The prediction is based on a panel model with turnover (entering into the model as linear and quadratic term) explaining the increase in the debt-to-assets ratio, after controlling for individual firm effects. The model is estimated for the post-COVID-19 period and used to extrapolate the unobserved debt-to-assets ratio using observed Eurostat turnover. For "policy reduces losses to one-third" (red line) it is assumed that government support policies (e.g. short-time working schemes) cover two-thirds of the costs, while for "policy reduces losses to one-half" (green line) it is assumed that only one-half is covered. The latest observations are for the first quarter of 2021.

There are also significant differences in corporate indebtedness across countries.

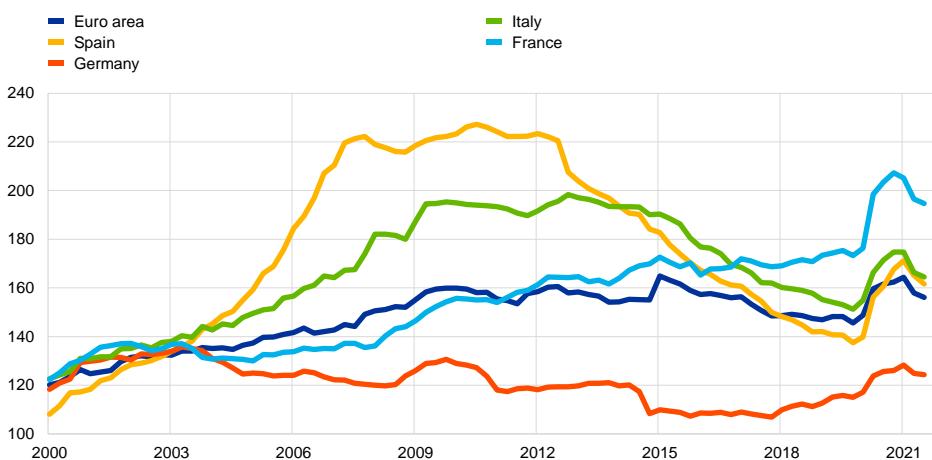
The NFC gross debt-to-value added ratio amounted to close to 200% in France in the third quarter of 2021, compared with around 120% in Germany (Chart 4, panel a). In France, the gross debt ratio has increased continuously since the end of 2007, as firms have financed their capital expenditure and mergers and acquisitions mostly with debt instruments. In Germany, indebtedness remains significantly lower than in other large euro area economies, as firms had financed their expansion mainly with internal funds before the pandemic. At the same time, the increase in the debt ratio since the end of 2019 was most significant in Spain, where, like in Italy, a large part of the decline observed between 2012 and 2019 was reversed (Chart 4, panel b). The decline in the level of net debt was particularly large in Italy, while in Germany, France and Spain net debt has increased (Chart 4, panel c). Differences between countries in the size of debt increases during the pandemic can largely be explained by (i) differences in the severity of the COVID-19 crisis and

the resultant length and extent of lockdowns, (ii) differences in the take-up of state-guaranteed bank loans, and (iii) differences in economic and financial structures.

Chart 4 NFC debt in the euro area

a) Level of consolidated gross debt

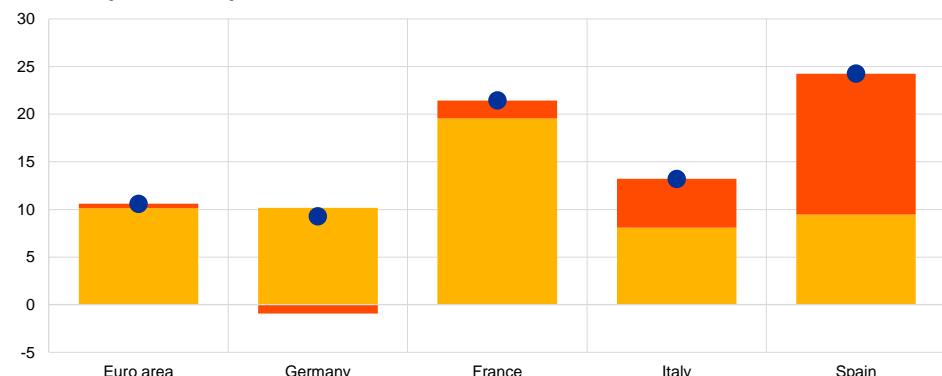
(percentages of NFC gross value added)



b) Change in consolidated gross debt between the fourth quarter of 2019 and the third quarter of 2021

(percentage points, percentage point contributions)

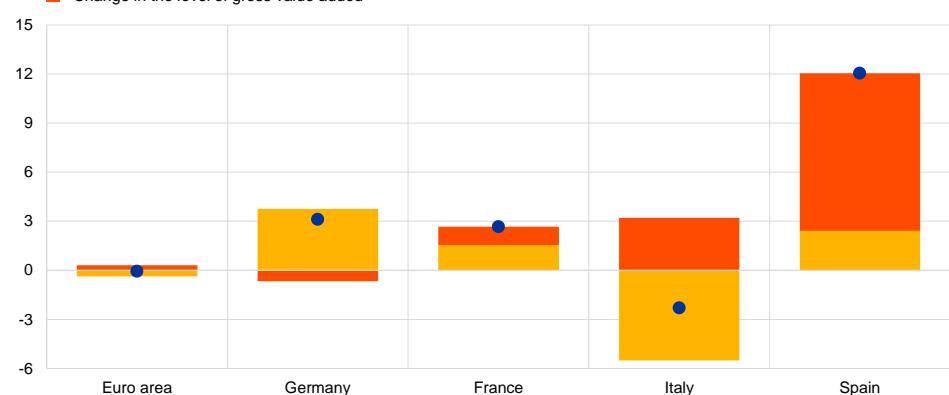
- Change in the gross debt-to-gross value added ratio
- Change in the outstanding stock of gross debt
- Change in the level of gross value added



c) Change in consolidated net debt between the fourth quarter of 2019 and the third quarter of 2021

(percentage points, percentage point contributions)

- Change in the net debt-to-gross value added ratio
- Change in the outstanding stock of net debt
- Change in the level of gross value added



Sources: Eurostat, ECB and ECB estimates.

Notes: Consolidated gross debt is defined as the sum of total loans granted to NFCs, debt securities issued and pension liabilities minus intra-sectoral lending. Consolidated net debt is defined as consolidated gross debt net of currency and deposit holdings. The latest observations are for the third quarter of 2021.

Despite the increase in gross indebtedness, the debt service burden has continued to decline to new record lows. Gross interest payments by firms in the large euro area countries have decreased by between 1.8% and 9.1% since the end of 2019, despite the increase in the level of debt. This decline reflects the favourable financing conditions promoted by the policy response to the crisis, which have alleviated corporate debt sustainability concerns and supported the recovery. However, debt servicing costs as a percentage of profits continue to vary significantly across countries (Chart 5, panel a). This mainly reflects differences in gross debt levels and sectoral compositions across countries, the latter of which affects the gross operating surplus-to-value added ratio (Chart 5, panel b).⁵

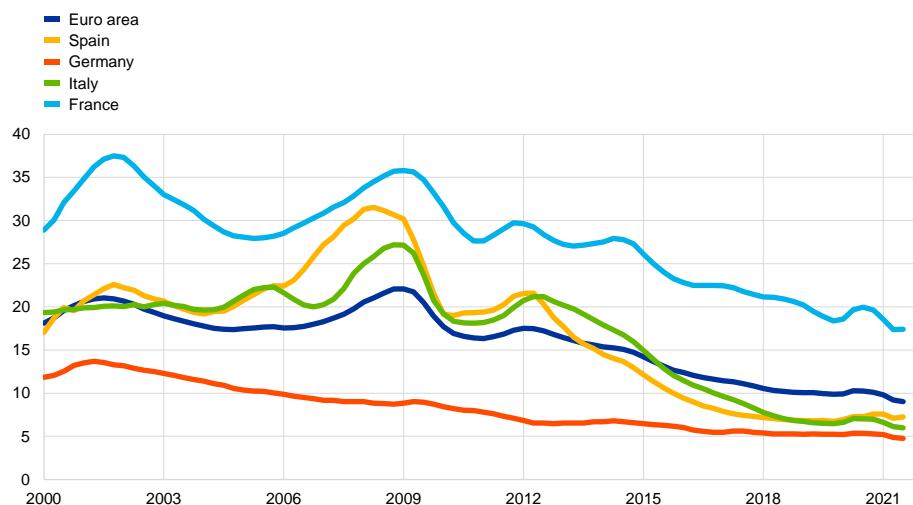
⁵ For different classifications of “quasi-corporations” across countries, see Lequiller, F. and Blades, D., *Understanding National Accounts: Second Edition*, OECD Publishing, 2014.

Chart 5

NFC interest payments and profit margins in selected euro area countries

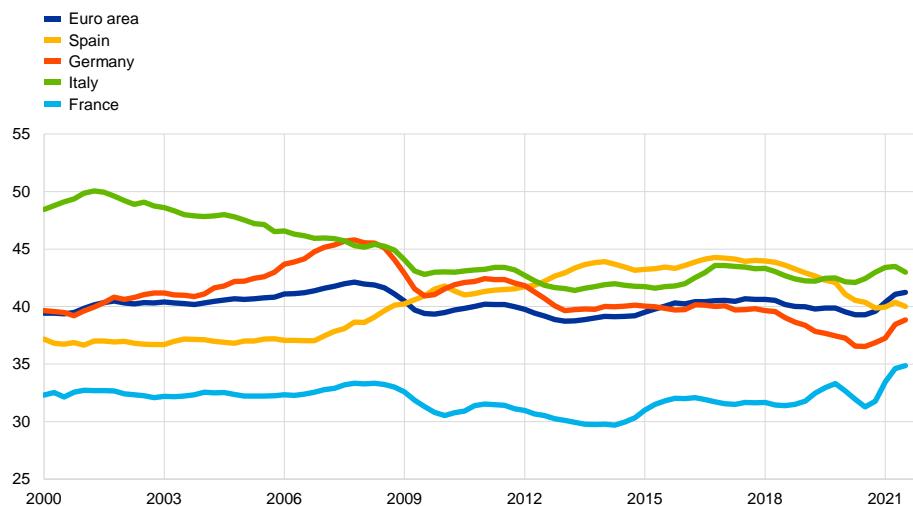
a) Gross interest payments

(four-quarter moving sums as a percentage of gross operating surplus)



b) Gross operating margins

(percentages)



Sources: Eurostat, ECB and ECB calculations.

Notes: Gross interest payments are calculated before financial intermediation services indirectly measured. Gross operating margins are calculated by dividing the gross operating surplus by the gross value added. The latest observations are for the third quarter of 2021.

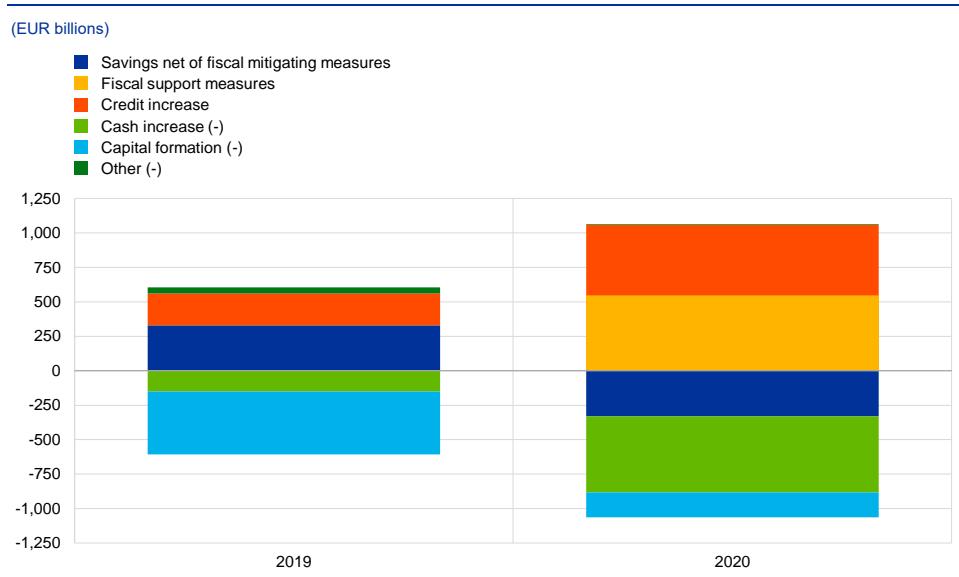
Government and supranational support measures have contributed to a sizeable reduction in the liquidity risks of firms.⁶ First, governments provided loan guarantees and direct liquidity support to corporates, while short-time working arrangements alleviated the wage bill. Second, deferrals of social security contributions and taxes also supported the liquidity position of firms. In aggregate, corporates received around €550 billion through these direct and indirect government support measures (Chart 6). Without these measures, corporate savings net of capital depreciation would have been significantly negative in 2020. Third,

⁶ For a comprehensive list of EU-level interventions to support jobs and the economy after the pandemic, see “[Jobs and economy during the coronavirus pandemic](#)”, European Commission.

temporary supervisory measures for banks allowed them to offer loan payment moratoria. Fourth, the ECB provided support through its monetary policy measures. Firms also markedly reduced their investment expenditure compared with 2019. Total net credit flow was about €280 billion higher in 2020 than in 2019, supported to a considerable extent by the third series of longer-term refinancing operations (TLTRO III), the pandemic emergency purchase programme (PEPP)⁷, government loan guarantees and supervisory measures.⁸ All in all, NFC cash holdings increased by about €400 billion more in 2020 than the year before, although the increase was mainly concentrated in large firms. Also, in 2021 firms received significant amounts of extra resources from governments (about €325 billion), which further limited the decline in savings.

Chart 6

Euro area NFCs: sources and uses of funds, including fiscal support measures



Sources: Eurostat, ECB and ECB estimates.

Notes: "Fiscal support" is defined as the sum of the wage bill savings of firms due to job retention schemes, the effect of moratoria on loan interest payments and rents, tax deferrals and direct grants to firms. "Savings" is gross savings minus consumption of capital. "Credit" includes borrowing from banks and net issuance of debt securities, while "cash" includes currency and deposits. "Capital formation" is gross fixed capital formation plus change in inventories minus consumption of capital. The latest observations are for 2020.

The improved debt servicing capacity of firms and low financing/rollover risks underpin the currently moderate level of corporate vulnerabilities. NFC vulnerabilities – as measured by the ECB's composite vulnerability index based on aggregate data – increased sharply following the outbreak of the COVID-19 pandemic, exceeding by a large margin the levels observed in the aftermath of the

⁷ Under the PEPP and the corporate sector purchase programme (CSPP), the ECB purchases corporate bonds and commercial paper of the NFC sector in both the primary and secondary markets.

⁸ For bank-level microprudential measures, see the [ECB's banking supervision website](#); for macroprudential measures, see the special feature entitled "[Financial stability considerations arising from the interaction of coronavirus-related policy measures](#)", *Financial Stability Review*, ECB, November 2020.

global financial crisis (Chart 7, panel a).⁹ The rise was mostly driven by a fall in activity and profitability and an increase in leverage. However, the corporate vulnerability index has been declining since mid-2020, reaching a historical low in the second quarter of 2021. This reflected increases in the interest coverage ratio and savings, the very low cost of debt financing, the record high cash holdings and the observed shift from short-term debt financing towards instruments with longer maturities. Leverage also contributed slightly to the decline in the vulnerability index in the third quarter of 2021. This was because of the decline in the gross and net debt ratios following the continued improvement in the economy and the significant accumulation of cash at the height of the pandemic. However, the gross debt and debt-to-equity ratios remain at elevated levels and significantly above their end-2019 levels, increasing firms' sensitivity to negative shocks. A counterfactual exercise shows that without the combined policy interventions, the vulnerability index would have reached a considerably higher value in mid-2020 and remained significantly above its current level (Chart 7, panel b).¹⁰

⁹ The composite measure is based on a broad set of indicators along five different dimensions: debt service capacity (measured by the interest coverage ratio, corporate savings and revenue generation), leverage (debt-to-equity ratio, net debt-to-EBIT ratio and gross debt-to-income ratio), activity (sales growth, trade creditors ratio and change in accounts receivable turnover ratio), profitability (return on assets, profit margin and market-to-book value ratio), and financing/rollover (short-term debt-to-long-term debt ratio, quick ratio, overall cost of debt financing and credit impulse). For the construction of the index in more detail, see the box entitled “[Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#)”, *Financial Stability Review*, ECB, November 2020.

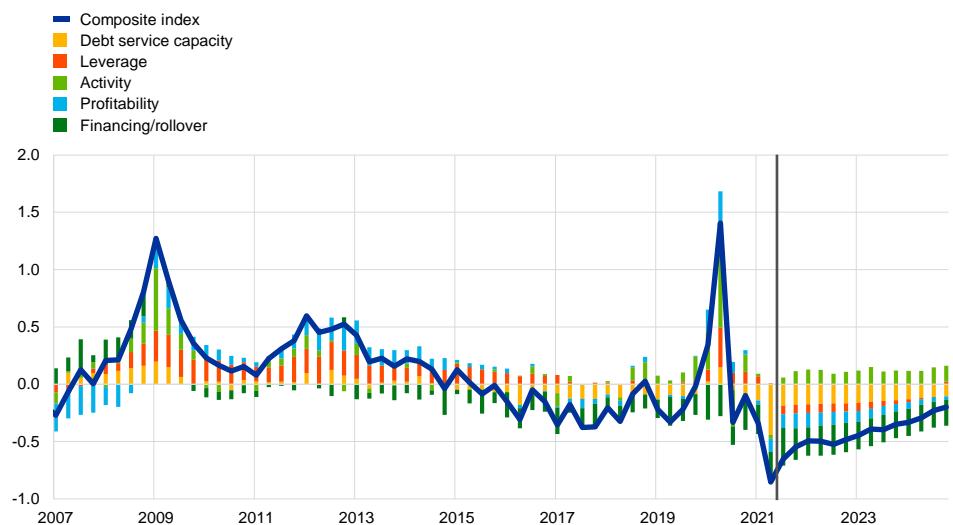
¹⁰ Without cost relief from governments, NFCs’ debt financing would have increased by €550 billion in 2020 and €325 billion in 2021 to compensate for revenue shortfalls. This would have translated, in the corporate vulnerability index, into higher leverage and corporate gross interest payments while lowering their internally generated funds. The simulation assumes that the effective interest rate on firms’ outstanding debt and the share of long-term debt in total debt would have remained at around their end-2019 levels in the absence of the additional monetary policy measures, supervisory measures and government loan guarantees.

Chart 7

Corporate vulnerabilities for euro area NFCs

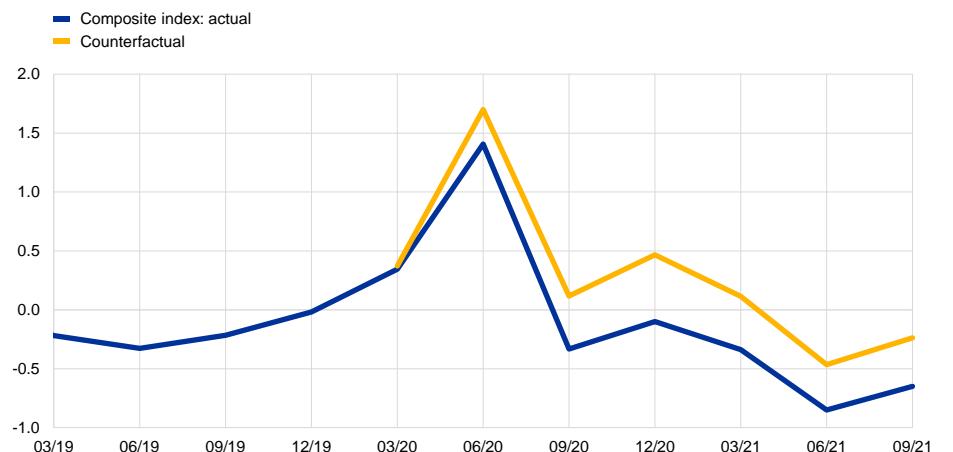
a) Composite index and its components

(Z-scores)



b) Composite index and its counterfactual

(Z-scores)



Sources: Eurostat, ECB, Merrill Lynch, Refinitiv and ECB calculations.

Notes: Positive values indicate higher vulnerability, negative values indicate lower vulnerability. The latest observations are for the second quarter of 2021. ECB staff estimates from the third quarter of 2021 to the fourth quarter of 2024.

3 Corporate balance sheet health and insolvency risk

Corporate insolvencies during the COVID-19 pandemic turned out to be historically low. In the past, insolvencies tended to be countercyclical and to lag real GDP growth (Chart 8, panel a). In 2020 this relationship between economic growth and insolvency procedures broke down. A key reason was the policy measures that were implemented to attenuate the negative economic effects of the pandemic crisis. As a result of these measures, insolvencies did not rise along with the collapse in economic activity. Instead, they decreased by around a third in 2020 and remained at low levels throughout 2021.

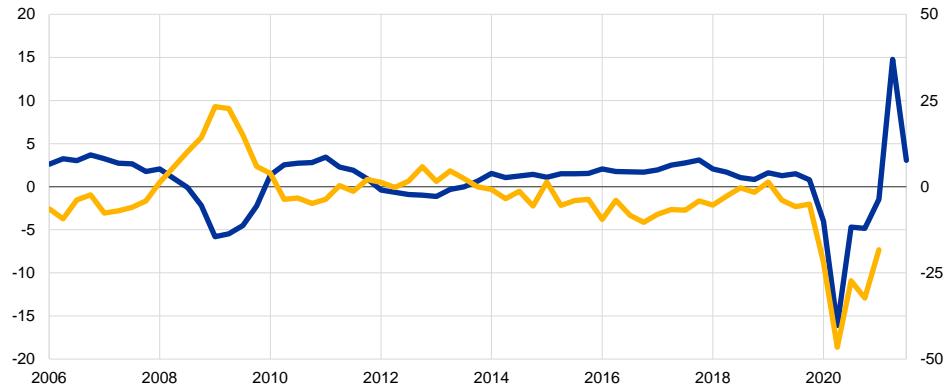
Chart 8

Economic activity and corporate insolvencies

a) Real GDP and insolvencies

(annual percentage changes)

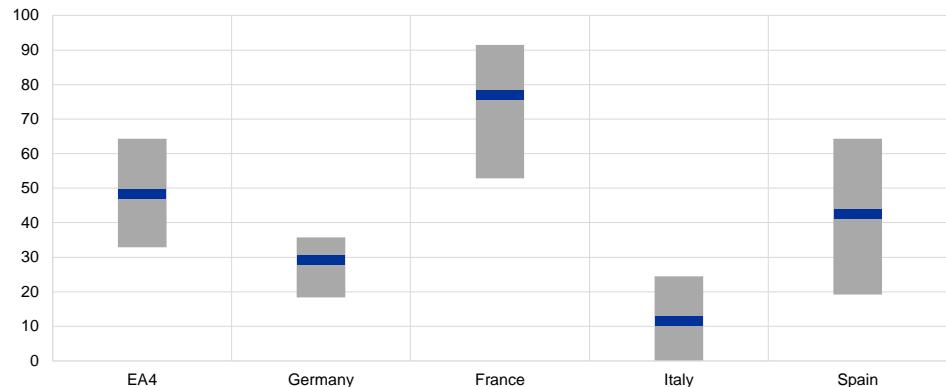
- GDP
- Insolvencies (right-hand scale)



b) Estimated insolvency gaps

(percentages)

- Insolvency gap
- 66% confidence interval



Sources: Haver Analytics, Cerved, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Panel a: the latest observations are for the third quarter of 2021 for GDP and the second quarter of 2021 for insolvencies. Panel b: annual data, seasonally adjusted. Insolvency forecast based on Bayesian vector autoregression models at country level, estimated up to 2019 and simulated for 2020, conditional on the observed paths of GDP and unemployment. The gaps are computed as the percentage distance between the predicted annual number of insolvencies and annual observed insolvencies. EA4 is the four largest euro area countries (Germany, France, Italy and Spain).

There are sizeable gaps between the predicted and observed number of insolvencies in the euro area. Insolvencies are predicted using country-level models reflecting the historical relationship between real GDP, unemployment and insolvencies. In 2020 the predicted number of insolvency cases for the four largest euro area countries exceeded observed cases by around 50% (Chart 8, panel b). In addition to policy support, these large gaps may also reflect business closures without insolvency procedures, especially for very small SMEs and sole proprietors. Overall, the large estimated insolvency gaps in conjunction with the fact that debt increases are more likely for smaller firms suggests that insolvency cases could still

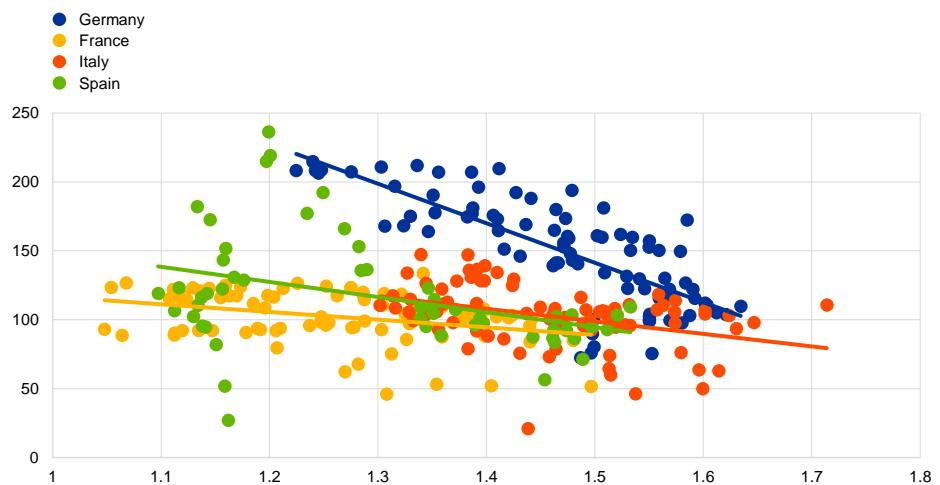
rise, particularly among smaller firms in sectors that are most affected by the pandemic.¹¹

Chart 9

Balance sheet health and corporate insolvencies

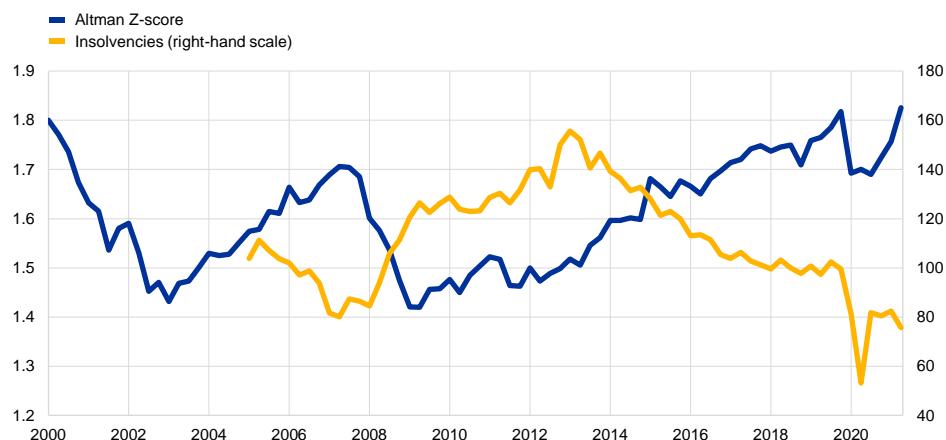
a) Insolvencies and Altman Z-score

(x-axis: score; y-axis: index: 2019 = 100)



b) Insolvencies and Altman Z-score over time

(left-hand scale: score; right-hand scale: index: 2019 = 100)



Sources: Haver Analytics, Cerved, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Panel a: the dots denote quarterly country-level observations from the first quarter of 2005 to the second quarter of 2021. The Altman score is computed as $0.717 \times \text{working capital}/\text{total assets} + 0.847 \times \text{retained earnings}/\text{total assets} + 3.107 \times \text{EBIT}/\text{total assets} + 0.420 \times \text{equity}/\text{debt} + 0.998 \times \text{sales}/\text{total assets}$, where EBIT stands for earnings before interest and taxes. A higher Altman score corresponds to a healthier balance sheet structure. Panel b: the insolvency index is computed as the average across the four countries – Germany, France, Italy and Spain. The latest observation for insolvencies and the Altman score is for the second quarter of 2021.

On aggregate, the balance sheets of firms suggest limited insolvency risks.

The Altman Z-score¹² provides one indicator for assessing corporate balance sheet health and insolvency risk. While this indicator was designed to assess the insolvency risk of an individual firm, it can also be computed for the NFC sector as

¹¹ See, for example, Cros, M., Epaulard, A. and Martin, P., "Will Schumpeter Catch Covid-19?", *CEPR Discussion Papers*, No 15834, Centre for Economic Policy Research, 2021.

¹² See Altman, E.I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*, Vol. 23, No 4, September 1968, pp. 589-609. For details of the computation, see the notes to Chart 9, panel a.

whole, as the availability of timely data is better at the aggregate level than for individual non-listed companies. At the country level, the index shows a negative relationship with insolvencies (Chart 9, panel a). Following a sharp deterioration in 2020 due to the pandemic, the Z-score partially rebounded in 2021, reflecting improved corporate balance sheets.

The recent general decline in insolvencies notwithstanding, developments are heterogeneous across countries. Differences persist in national insolvency laws and in the culture of using insolvency procedures to close a business. Other ways of handling solvency problems include, for example, voluntary closures and out-of-court procedures. Such differences also affect the link between insolvencies at firm level and macroeconomic developments.¹³ Although all euro countries introduced temporary relief from existing insolvency rules, there were notable differences in scope and time. National differences, whether structural or temporary, are reflected in different insolvency rates across countries (Chart 10, panel a), in differences in estimated insolvency gaps (Chart 8, panel b) and in the varying linear relationships between Altman scores and the number of insolvency cases.

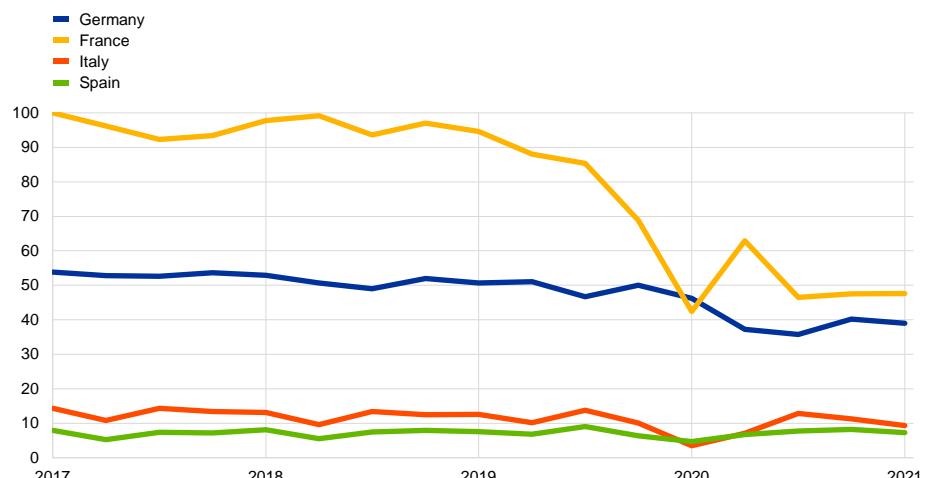
¹³ See, for example, *Corporate insolvencies in Europe 2020*, Creditreform, 2021.

Chart 10

Insolvency rates and SME loan recoveries across countries

a) Insolvency rates across countries

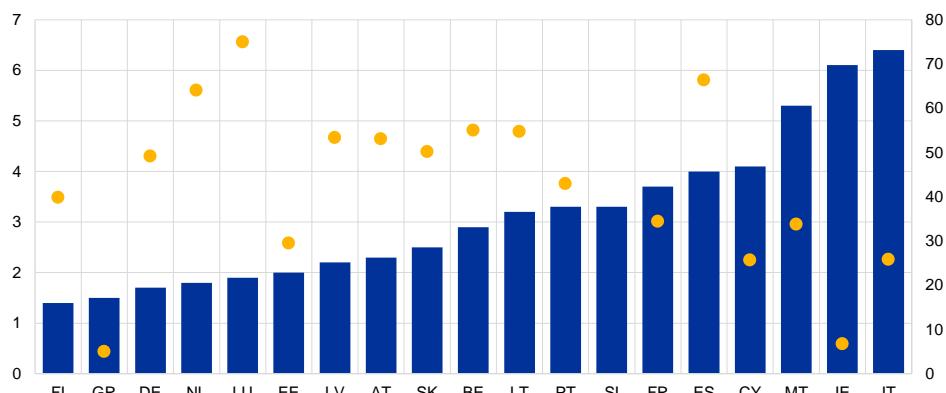
(insolvencies per 10,000 firms)



b) Duration and effect of SME loan recoveries

(left-hand scale: years; right-hand scale: percentages)

■ Time to recovery
● Gross recovery rate (right-hand scale)



Sources: Haver Analytics, Cerved, Eurostat, European Banking Authority and ECB staff calculations.

Notes: Panel b: data were collected for the period between 2015 and 2018 and refer to formal insolvency procedures launched by creditors with respect to SME lending and do not consider non-judicial settlements. Cross-country comparability may be limited by differences in bank practices. The gross recovery rate is defined as the percentage of the bank claim before deducting the cost of recovering the claim. Data on recovery rates are not available for Slovenia.

There are also noteworthy differences in the functioning of insolvency frameworks across euro area countries. For example, the recent European Banking Authority insolvency benchmarking exercise found that recovery value and recovery time vary substantially across euro area countries.¹⁴ For the euro area, the recovery of value from a distressed SME loan takes around four years on average, and creditors recover only about 40% of the loan amount (Chart 10, panel b). Unfavourable insolvency procedure metrics could be a motivation for seeking alternative ways to restructure or close a business.

¹⁴ See “Report on the benchmarking of national loan enforcement frameworks”, EBA/REP/2020/29, European Banking Authority, 2020.

Whether insolvencies and business closures will rise in the future also depends on how vulnerable corporates are to future economic shocks.

Corporate vulnerabilities judged through the lens of bank asset quality suggest that some deterioration could be observed during the pandemic (Box 1), as also reflected in the vulnerability index shown in Chart 7 and the Altman score shown in Chart 9, panel b. The vulnerability index is projected to remain significantly below its average historical level at least until the end of 2024, indicating a limited level of corporate vulnerability. This outcome is, however, conditional on a further strengthening of economic activity and favourable financing conditions, which would keep the cost of debt servicing low.

Box 1

Bank asset quality in the COVID-19 pandemic and prior corporate vulnerabilities

Prepared by Maciej Grodzicki and Martina Spaggiari

An analysis of deterioration in corporate loan quality shows that pre-existing borrower vulnerabilities, such as elevated leverage, low liquidity buffers and low profitability, were more frequently associated with increased credit risk resulting in a reclassification of exposures to IFRS 9 Stage 2 (elevated credit risk) in 2020.

In the first year of the COVID-19 pandemic, euro area banks recognised a significant increase in corporate credit risk in their balance sheets. Banks reclassified 11.3% of their previously performing (IFRS 9 Stage 1) corporate loan books to IFRS 9 Stage 2 (loans that have a significant increase in credit risk but remain performing).¹⁵ The frequency of reclassifications almost doubled compared with 2019, mainly driven by the economic sectors most affected by the lockdowns. However, only a small share of loans ended up in Stage 3 (credit impaired). This box investigates the role played by pre-existing corporate vulnerabilities, sectoral shocks, bank-level factors and policy support measures in the reclassification of loans in 2020.

Pre-existing corporate vulnerabilities, such as a heavy debt load, a weak liquidity position and low profitability, are associated with significant increases in credit risk (Chart A). Combining firm-level data with loan-level data from AnaCredit (the euro area credit dataset) indicates that firms entering the crisis with higher leverage and lower liquid assets were more likely to have loans that were reclassified to Stages 2 and 3 than other firms. In addition, firms with loans that moved to Stage 2 were generally less profitable than those with loans that remained in Stage 1, while most loss-making companies moved directly to Stage 3. The distribution of firms' financial ratios across the three categories thus suggests that pre-existing vulnerabilities played an important role in banks' decisions on reclassification.

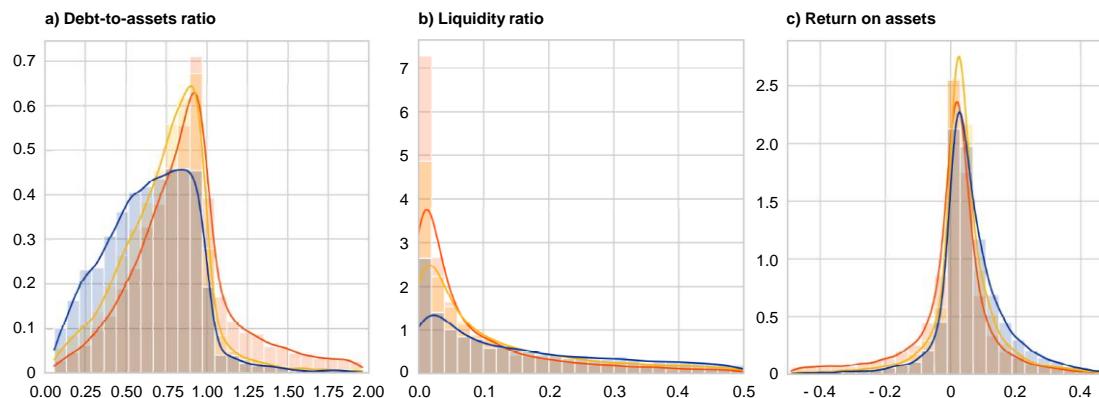
¹⁵ Under the IFRS 9 accounting framework, loans are classified as Stage 1 if their credit risk has not increased significantly since initial recognition; Stage 2 if their credit risk has increased significantly since initial recognition, but they are still performing; and Stage 3 if they are credit impaired.

Chart A

Distribution of borrowers' financial ratios by IFRS 9 stage classification at the end of 2020

(x-axis: multiples; bars: histogram; lines: kernel density)

- Stage 1
- Stage 2
- Stage 3



Sources: ECB (supervisory data, AnaCredit), Bureau van Dijk (Orbis) and ECB calculations.

Notes: According to IFRS 9, banks must classify loans into three stages (see footnote 15). The panels show that loans to more leveraged, less liquid and less profitable firms were more likely to be reclassified from IFRS 9 Stage 1 to Stages 2 and 3 between the end of 2019 and the end of 2020. The sample covers 1,500,000 firms with an active lending relationship classified as Stage 1 at the end of 2019 that remained active at the end of 2020 and for which financial ratios are available in Orbis. The panels show the distribution of three financial ratios for firms whose lending relationships remained in Stage 1 (blue), migrated to Stage 2 (yellow) or migrated to Stage 3 (red) during 2020. Firms with multiple credit relationships classified in different IFRS 9 stages are assigned to the stage corresponding to the worst credit quality. The liquidity ratio is defined as the ratio of cash and cash equivalents to current liabilities.

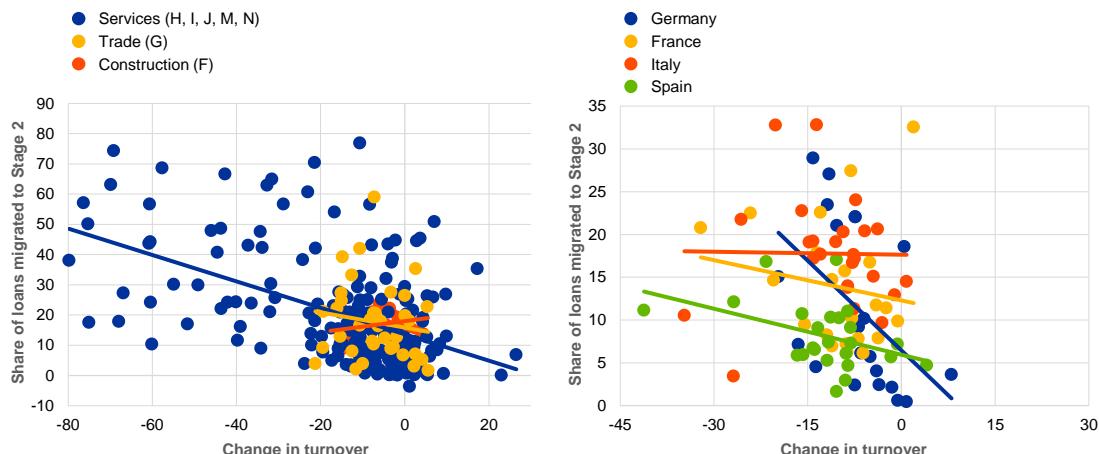
Sectoral shocks arising from business closures and restrictions on economic activity also contributed to weaker corporate asset quality (Chart B, panel a). Firms operating in sectors most affected by the lockdowns were more likely to see their loans reclassified to Stage 2 or 3, although the noisiness of the relationship between sectoral turnover shocks and loan migrations suggests that other factors were significant too. This relationship is particularly strong in the services sector and much weaker in the construction sector, while manufacturing displays heterogeneous behaviours across countries.

Chart B

Turnover losses, pre-pandemic vulnerabilities and loan migrations during the first year of pandemic

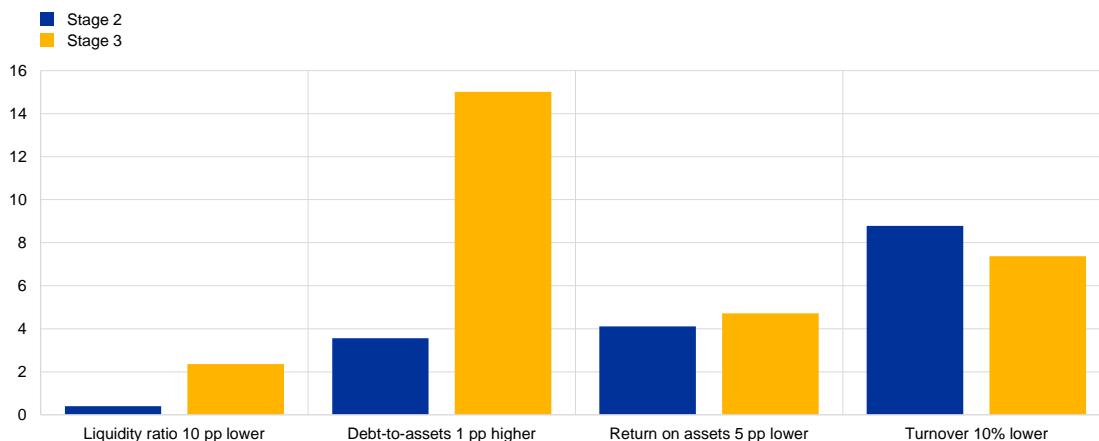
a) Change in turnover relative to 2019 and Stage 2 migration rates in 2020

(percentages)



b) Impact of deteriorating fundamentals on migration to Stages 2 and 3

(percentage changes in odds of migration from Stage 1)



Sources: ECB (supervisory statistics, AnaCredit), Eurostat, Bureau van Dijk (Orbis) and ECB calculations.

Notes: Panel a: each data point indicates a subsector-country pair (e.g. travel agents in Greece). Letters refer to NACE, the statistical classification of economic activities in the EU. "Services" includes subsectors of the following NACE sections: H – Transportation and storage; I – Accommodation and food service activities; J – Information and communication; M – Professional, scientific and technical activities; and N – Administrative and support service activities. "Trade" includes wholesale and retail trade, and repair of motor vehicles and motorcycles. Panel b: odds ratios estimated using a multinomial logit model with bank and debtor country fixed effects, with about 750,000 firm-level observations. All estimated parameters are statistically significant at the 1% level. pp stands for percentage points.

Results from regression analysis confirm that prior fundamentals and sectoral shocks explain the observed asset quality deterioration. A multinomial logit model is used to assess the role of several factors in driving the deterioration in corporate credit quality. The dependent variable is defined as the IFRS 9 stage in which the firm's loans were classified at the end of 2020, while three groups of explanatory variables are considered: firm-level financial variables, representing the pre-pandemic fundamentals of the borrower; macro variables, representing the country and sector-specific impact of the pandemic; and bank-specific factors. Firms' profitability and leverage played a particularly important role: a 1 percentage point increase in the debt-to-assets ratio raised the odds of migration to Stage 2 by 3.6% for an average firm, and a 5 percentage point decrease in return on assets increased these odds by over 4% (Chart B, panel b). Among the macro factors, sectoral cash flow changes show a strong negative relationship with migration to both Stage 2 and Stage 3.

The take-up of moratoria and guarantees interacted with loan classification in 2020. While policy support measures were key in avoiding large-scale asset quality deterioration, banks have nonetheless recognised that their use may be associated with higher vulnerability of individual corporate borrowers. Indeed, the take-up of guarantees and moratoria translated into heightened reclassification of loans to Stage 2. Focusing on moratoria, this reclassification tendency was stronger for borrowers with high leverage than for borrowers with liquidity problems, which was in line with the stated purpose of the moratoria of preventing liquidity-driven defaults.

4 The impact of weakened corporate balance sheets on investment

The increased corporate indebtedness could inhibit investment spending and the economic recovery. Even if insolvencies were not to rise strongly in the period ahead, the increase in the corporate debt burden compared with the pre-COVID-19

period as well as the heterogenous distribution of debt across firms could still put a drag on the economic recovery by impeding investment growth. This could occur through several channels. High corporate indebtedness implies higher interest expenses and thus fewer funds available for investment. Firms with high leverage also find it harder to obtain new funds from external sources due to their higher default risk. Moreover, the desire to repair weak balance sheets leads firms to deleverage, and thereby forgo investment opportunities, potentially with negative implications for profits as well.¹⁶

A negative link between high debt and investment is empirically well

established. A large body of literature has investigated the link between indebtedness and investment at the firm level. Recent studies highlight in particular the non-linear nature of this relationship by identifying a threshold level beyond which the structural relationship between debt and investment changes.¹⁷ While low and medium levels of leverage do not have a negative impact on investment, highly indebted firms report lower investment (Chart 11, panel a). Empirical evidence for the euro area suggests that in particular a sizeable number of micro, small and medium-sized firms are located in “vulnerability regions” where debt, and hence reliance on external finance, negatively affects investment. By contrast, investment by larger firms, which typically face lower financial frictions, does not seem to be influenced by higher leverage (Chart 11, panel b).

¹⁶ See Myers, S.C., “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Issue 2, November 1977, pp. 147-175.

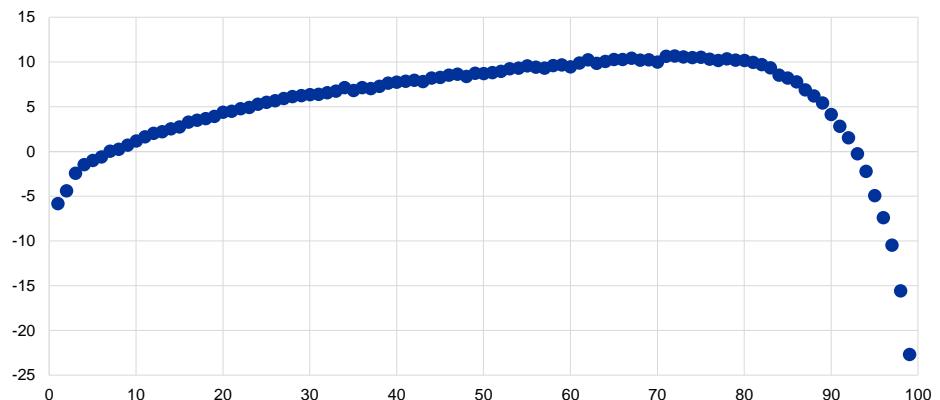
¹⁷ See Kalemli-Özcan, S., Laeven, L. and Moreno, D., “**Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: evidence from the European crisis**”, Working Paper Series, No 2241, ECB, February 2019; and Gebauer, S., Setzer, R. and Westphal, A., “Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 86, Issue C, September 2018, pp. 112-130.

Chart 11

Corporate debt and investment in the euro area

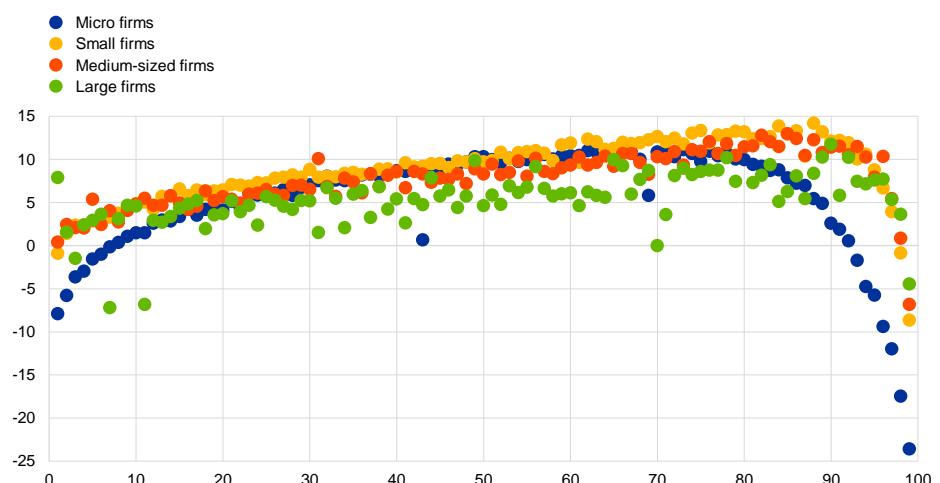
a) Debt-to-assets and investment ratios

(x-axis: debt-to-assets ratio, percentiles; y-axis: tangible fixed capital, annual percentage changes)



b) Debt-to-assets and investment ratios by firm size

(x-axis: debt-to-assets ratio, percentiles; y-axis: tangible fixed capital, annual percentage changes)



Source: Barrella, R., Lopez Garcia, P. and Setzer, R., "Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt", *Working Paper Series*, ECB, forthcoming.

Notes: The percentiles of the debt-to-assets ratio are defined at the two-digit sector level for a sample of 14 euro area countries from 2005 to 2018. The investment ratio is defined as the annual change in tangible fixed assets over previous year's tangible fixed assets. Firm size is defined according to the number of employees. Micro firms have fewer than ten employees, small firms are those with fewer than 50 employees, medium-sized firms have fewer than 250 employees, and large firms have more than 250 employees.

High debt is associated with low investment in the aftermath of economic crises.

The sensitivity of investment to debt differs in economic booms and economic busts. ECB analysis based on firm-level data for 14 euro area countries from 2005 to 2018 suggests that investment by high-debt firms is significantly depressed for an extended period following an economic crisis.¹⁸ Over the four years after a large economic contraction, the growth rate of tangible fixed capital of high-debt firms is some 15 percentage points below that of their counterparts with lower debt burdens (Chart 12, panel a). This result is driven in particular by micro firms, which experience a more protracted fall in investment post-crisis than larger firms (Chart 12, panel b). Applying these findings to the COVID-19 crisis suggests

¹⁸ See Barrella, R., Lopez Garcia, P. and Setzer, R., "Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt", *Working Paper Series*, ECB, forthcoming.

that the COVID-19 shock may lead to a 5% drop in the aggregate stock of tangible fixed assets by 2024.

Improving the equity position of firms could strengthen the prospect of sustainable investment growth in euro area countries. Investment needs in the post-COVID-19 period are likely to be substantial. The COVID-19 pandemic has accelerated large-scale structural transformations that are likely to be associated with high investment needs. New forms of work that necessitate additional hardware and software to allow staff to work from home effectively, an increased take-up of digital technologies and the transition to a carbon-neutral economy all require a comprehensive modernisation of firms' capital stock. The European Commission estimates that the private and public investment needs related to the green and digital transitions will amount to nearly €650 billion per year until 2030, corresponding to 4.5% of EU GDP in 2021, and around one-fifth of total private and public investment in the EU in 2021.¹⁹ Such high levels of investment would be facilitated by a corporate sector that improves its ability to access the credit needed by strengthening its reliance on equity instead of debt.²⁰

¹⁹ See Gentiloni, P., “[Opening remarks at the press conference on the relaunch of the review of EU economic governance](#)”, European Commission, 19 October 2021.

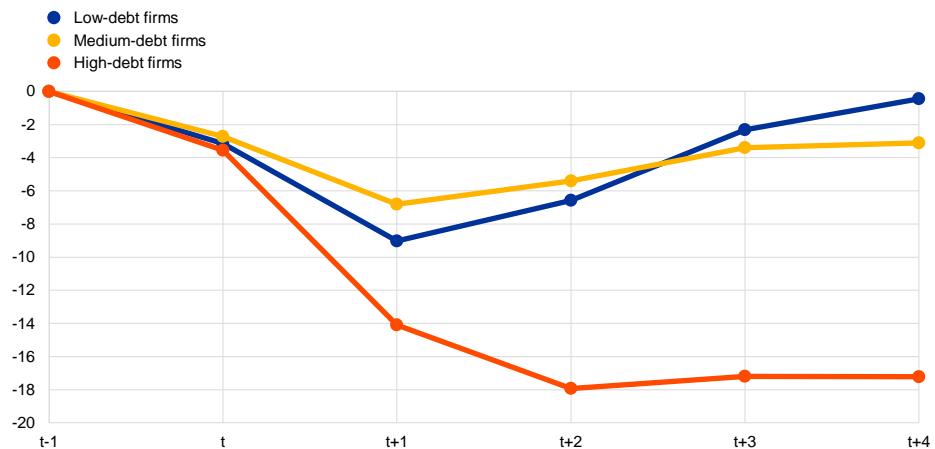
²⁰ Several studies have shown that high debt can exacerbate constraints on firms' access to credit, which restrains corporate investment and employment. See Cherchye, L., De Rock, B., Ferrando, A., Mulier, K. and Verschelde, M., “[Identifying financial constraints](#)”, *Working Paper Series*, No 2420, ECB, June 2020; and De Haas, R. and Popov, A., “[Finance and carbon emissions](#)”, *Working Paper Series*, No 2318, ECB, September 2019.

Chart 12

Investment response to a contraction in economic activity

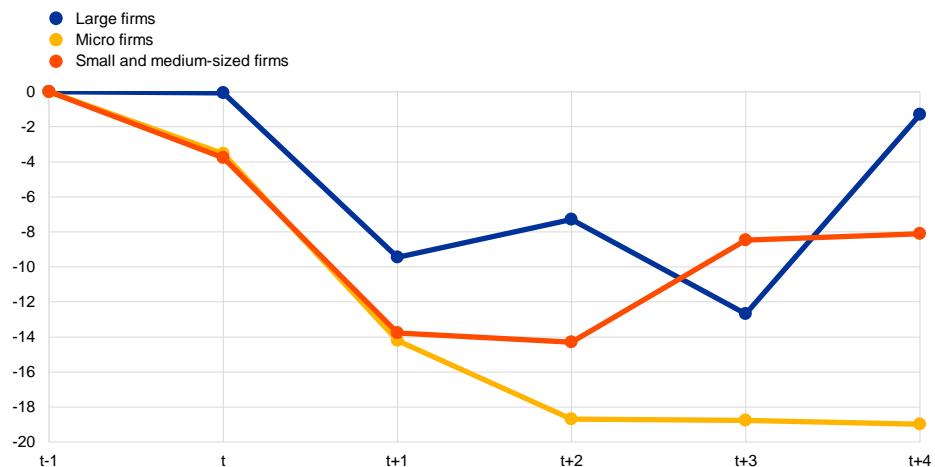
a) Investment by firm leverage

(cumulative growth of tangible fixed capital, percentages)



b) Investment of high-debt firms by firm size

(cumulative growth of tangible fixed capital, percentages)



Source: Barrella, R., Lopez Garcia, P. and Setzer, R., "Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt", *Working Paper Series*, ECB, forthcoming.

Notes: A contraction in economic activity is defined as a large drop in sector value added growth (1.5 standard deviations below the sectoral historical average). The chart shows the cumulative impact (in percent) on tangible fixed capital at time $t+h$ vis-à-vis $t-1$ of such an activity shock at time t . The impulse response functions are estimated using the local projection approach in Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, March 2005, pp. 161-182. The sample comprises 14 euro area countries from 2005 to 2018. Firm size is defined according to the number of employees. Low-debt firms are defined as firms in the bottom 20th percentile of the debt ratio distribution, medium-debt firms are firms between the 20th and the 80th percentile, and high-debt firms are firms standing above the 80th percentile of the distribution. Micro firms have fewer than ten employees, small and medium-sized firms are those with fewer than 250 employees, and large firms have more than 250 employees.

Box 2

Some structural features of SMEs

Prepared by Ralph Setzer

SMEs are the dominant form of business organisation in the euro area (Chart A, panel a). They represent a heterogeneous segment, ranging from single, unincorporated entrepreneurs to medium-sized companies listed on a stock exchange. They account for about 62% of total employment and 50% of value added in the euro area. In all euro area countries, SMEs typically

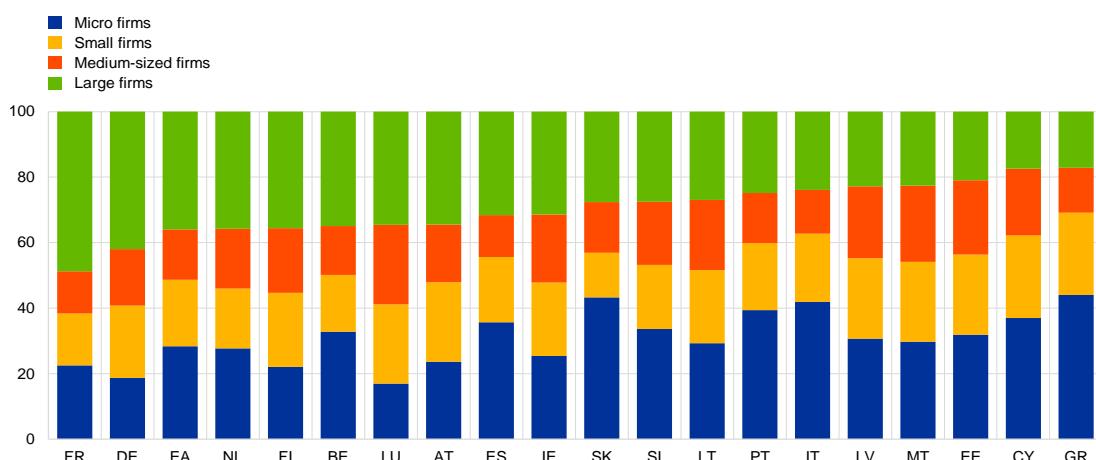
deliver less value added per number of employees than large firms. At the euro area level, the productivity gap relative to large firms amounted to 44%, 34% and 16% for micro, small and medium-sized firms respectively in 2019 (Chart A, panel b). In Ireland, Greece and Portugal in particular, SMEs are less productive than larger firms, while the productivity differences are less pronounced in the Netherlands, Luxembourg, Estonia and Malta, for instance. This notwithstanding, according to the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), smaller firms often outperform larger enterprises on account of competitive advantages in responding to niche demand and greater flexibility to customise and differentiate products. Start-ups and young firms, which are generally small or micro firms, are also the primary source of job creation in many countries.²¹

Chart A

Structural features of SMEs in the euro area

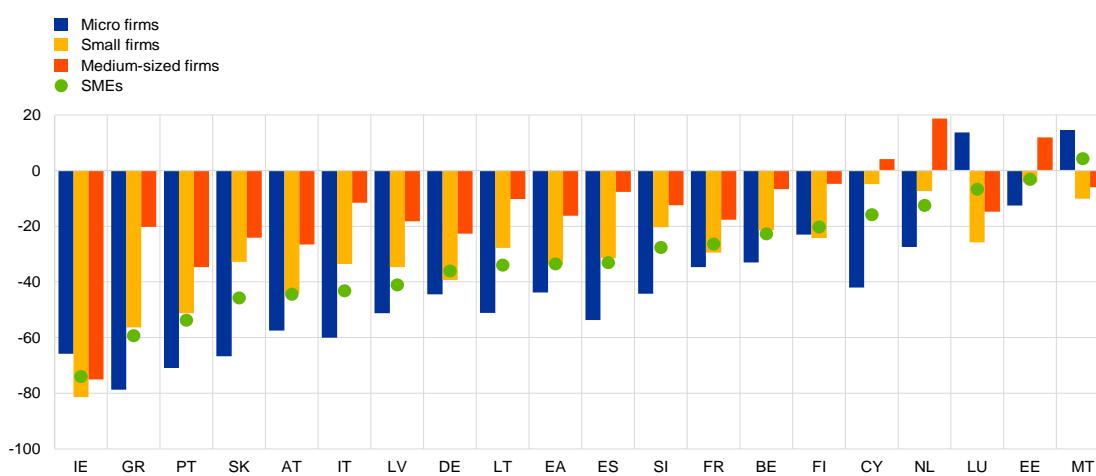
a) Employment share by firm size, 2019

(percentages of the total population of employed persons)



b) Productivity gap between SMEs and large firms, 2019

(percentage differences compared with the productivity of large companies in the same country)



Sources: Eurostat (annual enterprise statistic) and ECB calculations.

Notes: Panel a: countries are ordered according to the combined share of employment of SMEs. Panel b: productivity is defined as value added divided by the number of employees at the sector level. For some countries, data exclude certain sectors for which no data were available. Countries are ordered according to the size of the productivity gap for all SMEs (green dot).

²¹ See “Small, Medium, Strong. Trends in SME Performance and Business Conditions”, OECD, 2017.

The productivity gap between small and large firms can be explained by some specific features of small firms and by institutional factors. This has been attributed to lower diversification, the existence of barriers to entry and growth (due to size-contingent regulations), and obstacles to entrepreneurial capacity. The latter are associated among other things with family-owned company structures and, in some cases, a system of managerial selection based on loyalty rather than competence.²² Furthermore, micro firms record lower productivity than larger SMEs, which are more export-oriented, compete with large multinationals and are often among the market leaders in their particular niches.

The COVID-19 crisis has further exposed the vulnerability of SMEs. While differences across sectors and countries exist, the higher vulnerability of SMEs compared with larger firms relates to their prevalence in COVID-19-sensitive sectors (such as tourism) and their more difficult access to finance.²³ Risks associated with corporate undercapitalisation are stronger for SMEs than for larger firms. SMEs are also less likely to access equity markets due to the disproportionate costs (e.g. various fees) and concerns over undue influence of new investors.

At the same time, the COVID-19 pandemic has led to the acceleration of pre-existing structural trends, such as the deglobalisation of global value chains and the digital and green transitions. These trends may provide new opportunities for SMEs, for instance by strengthening their comparative advantages in terms of radical innovation and capacity to respond rapidly to changing market conditions. Digitalisation also opens up new ways for SMEs to reach global markets at lower cost. A sound business environment and conducive framework conditions are preconditions for all firms to reap the benefits of digitalisation trends, but this is particularly the case for SMEs as they are disproportionately affected by inefficient insolvency regimes and the high costs associated with administrative burdens and red tape.²⁴

5 Conclusions

Corporate indebtedness increased during the pandemic. On aggregate, firms' higher debt has been partly offset by additional cash holdings, especially for larger firms. Bank loans and policy support have helped to cover the liquidity needs of firms and mitigate the risk of immediate insolvencies as cash flows plummeted. As a result, the number of corporate bankruptcies in the euro area has declined significantly since the start of the pandemic, reinforced by the suspension of mandatory insolvency filings in some countries. Corporate insolvency rates are likely to rise, but probably by less than would be predicted by historical regularities.

The heterogenous impact of the pandemic on the balance sheets of firms and ongoing structural transformations will influence the outlook for the corporate sector. High corporate leverage could deter investment during the recovery. While

²² See Crouzet, N. and Mehrotra, N.R., "Small and Large Firms over the Business Cycle", *American Economic Review*, Vol. 110, No 11, 2020, pp. 3549-3601; and Pellegrino, B. and Zingales, L., "Diagnosing the Italian Disease", *NBER Working Paper*, No 23964, National Bureau of Economic Research, 2017.

²³ See "[Coronavirus \(COVID-19\): SME policy responses](#)", OECD, 2020.

²⁴ See "[Enhancing the Contributions of SMEs in a Global and Digitalised Economy](#)", OECD, 2017.

large firms are more resilient to future shocks on account of their large cash holdings, a failure to address the high leverage of SMEs, most notably in sectors hit hard by the pandemic, could also lead to an increase in the number of non-viable firms, which could crowd out viable firms from available credit. This would negatively affect the capacity of the corporate sector to pursue the investment required to support the green and digital transitions.

Broadening the funding sources of firms beyond debt financing could foster sustainable investment growth. Several measures have been proposed to strengthen incentives for private investors to provide equity to viable firms in distress or support balance sheet restructuring.²⁵ These include reducing the tax bias against equity financing and ensuring access to timely and reliable information for equity investors. Changes to accounting rules could improve access to equity provided by private investors, with notable benefits for SMEs.

Sound structural policies could further promote the capacity of the corporate sector to support the recovery. Shorter insolvency procedures might enable a smoother reallocation of resources from less productive firms to firms that are more likely to thrive in the post-pandemic economy. Reducing barriers to entry and investment for new, innovative market entrants could further strengthen the corporate sector, especially through greater use of digitalisation and low-emission technologies. Advancing the banking and capital markets unions and rolling out the Next Generation EU programme could play a strong supporting role in increasing corporate resilience and strengthening the recovery.²⁶

²⁵ See, for instance, “[Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions](#)”, Working Group on Corporate Sector Revitalization, Group of Thirty, 2020.

²⁶ See de Guindos, L., “[Banking Union and Capital Markets Union after COVID-19](#)”, keynote speech at the CIRSF (Research Centre on Regulation and Supervision of the Financial Sector, Portugal) online Annual International Conference 2020 on Major Trends in Financial Regulation, 12 November 2020; and the article entitled “[Next Generation EU: a euro area perspective](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

Statistics

Contents

1 External environment	S 2
2 Financial developments	S 3
3 Economic activity	S 8
4 Prices and costs	S 14
5 Money and credit	S 18
6 Fiscal developments	S 23

Further information

ECB statistics can be accessed from the Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Data from the statistics section of the Economic Bulletin are available from the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
A comprehensive Statistics Bulletin can be found in the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

-	data do not exist/data are not applicable
.	data are not yet available
...	nil or negligible
(p)	provisional
s.a.	seasonally adjusted
n.s.a.	non-seasonally adjusted

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,4	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	.	5,6	7,5	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 Q1	0,6	1,5	-1,2	-0,5	0,3	-0,1	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
Q2	0,4	1,6	5,6	0,6	1,3	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
Q3	1,8	0,6	1,0	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
Q4	.	1,7	1,0	1,3	1,6	0,3	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2021 Sep.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
Oct.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,6	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
Nov.	-	-	-	-	-	-	5,9	3,9	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9
Dec.	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,8

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) The figure for the euro area is an estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾								
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	7	8	9						
	1	2	3	4	5	6				7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5			
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-4,0			
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,4	9,6	13,3			
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,4	1,9	7,2			
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,8	1,6	2,1			
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,1	-0,4	-1,8			
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8			
2021 Sep.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,4	-1,8			
Oct.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,5	-0,2			
Nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,1	0,3	-0,1			
Dec.	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8			
2022 Jan.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	.	.	.			
Feb.	53,1	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,4	53,6	50,1	.	.	.			

Sources: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12).

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages. All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€ESTR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA) ³⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Aug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
Sep.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
Oct.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
Nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
Dec.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Jan.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02

Source: Refinitiv and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) The ECB published the euro short-term rate (€ESTR) for the first time on 2 October 2019, reflecting trading activity on 1 October 2019. Data on previous periods refer to the pre-€ESTR, which was published for information purposes only and not intended for use as a benchmark or reference rate in any market transactions.

3) The European Money Markets Institute discontinued EONIA on 3 January 2022.

2.2 Yield curves

(End of period; rates in percentages per annum; spreads in percentage points)

	Spot rates						Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}				
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24	
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24	
2021 Aug.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16	
Sep.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46	
Oct.	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34	
Nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07	
Dec.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24	
2022 Jan.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40	
Feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59	

Source: ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 Aug.	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7
Sep.	465,5	4.158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4.449,6	29.893,6
Oct.	461,4	4.132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4.460,7	28.586,2
Nov.	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6
Dec.	469,1	4.207,9	1.020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4.677,0	28.514,2
2022 Jan.	471,0	4.252,3	1.031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4.573,8	27.904,0
Feb.	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

2.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator					
	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:			By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation			APRC ³⁾								
					Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2021 Feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,75	5,10	5,25	5,87	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31				
Mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,78	4,93	5,13	5,73	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31				
Apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,76	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31				
May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,77	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32				
June	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	15,72	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32				
July	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,69	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32				
Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,72	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32				
Sep.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,64	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30				
Oct.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31				
Nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32				
Dec.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,13	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31				
2022 Jan. ^(p)	0,01	0,35	0,20	0,57	4,80	15,78	5,59	5,27	5,86	1,96	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33				

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

2.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator		
	With an agreed maturity of:	Up to 2 years		up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million						
		Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,16	1,22	1,23	1,48		
Mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39		
Apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56		
May	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,86	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46		
June	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46		
July	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48		
Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44		
Sep.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	1,99	2,00	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49		
Oct.	-0,03	-0,36	0,17	1,72	1,80	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43		
Nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39		
Dec.	-0,03	-0,33	0,17	1,68	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36		
2022 Jan. ^(p)	-0,04	-0,32	0,21	1,68	1,91	1,94	2,01	1,52	1,41	1,38	1,13	1,24	1,29	1,43		

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector.

2 Financial developments

2.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and initial maturity (EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; nominal values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment			10	11	12	13	14
Short-term														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 July	1.543	478	151	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Aug.	1.542	493	150	.	100	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Sep.	1.574	507	144	.	100	697	127	475	220	45	.	39	124	46
Oct.	1.530	485	138	.	104	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Nov.	1.528	498	138	.	98	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Dec.	1.453	457	138	.	93	669	95	305	134	43	.	37	76	15
Long-term														
2018	15.747	3.687	3.167	.	1.244	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.314	3.817	3.402	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.288	3.892	3.208	.	1.457	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 July	18.154	3.991	3.366	.	1.502	8.515	780	300	56	97	.	18	119	10
Aug.	18.184	3.990	3.361	.	1.500	8.554	779	136	27	35	.	4	66	3
Sep.	18.282	4.020	3.393	.	1.521	8.558	788	305	72	81	.	23	114	15
Oct.	18.369	4.038	3.464	.	1.526	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13
Nov.	18.525	4.062	3.518	.	1.555	8.597	792	268	50	82	.	36	90	9
Dec.	18.503	4.055	3.516	.	1.546	8.590	796	178	45	76	.	8	42	7

Source: ECB.

1) For the purpose of comparison, annual data refer to the average monthly figure over the year.

2.7 Growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares (EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares						
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations	Central government	Other general gov- ern- ment	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	6	7							
Outstanding amount														
2018	16.962,6	4.190,1	3.337,1	.	1.316,0	7.445,8	673,5	7.030,2	465,0	1.099,2	5.466,0			
2019	17.597,3	4.367,0	3.582,4	.	1.403,3	7.558,1	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1			
2020	18.817,7	4.346,2	3.352,9	.	1.555,0	8.720,3	843,3	8.442,0	468,4	1.312,0	6.661,5			
2021 July	19.696,8	4.469,4	3.517,0	.	1.602,8	9.202,8	904,7	9.902,6	559,2	1.526,8	7.816,5			
Aug.	19.726,4	4.482,9	3.511,5	.	1.599,7	9.232,6	899,6	10.168,8	587,9	1.605,1	7.975,9			
Sep.	19.856,0	4.526,9	3.537,4	.	1.621,3	9.255,6	914,9	9.908,8	597,2	1.616,8	7.694,8			
Oct.	19.898,7	4.523,7	3.601,4	.	1.630,3	9.239,3	904,0	10.304,8	613,8	1.700,7	7.990,3			
Nov.	20.052,5	4.560,3	3.655,9	.	1.653,0	9.277,6	905,7	10.020,9	566,5	1.618,3	7.836,0			
Dec.	19.956,3	4.511,7	3.654,6	.	1.639,6	9.259,1	891,3	10.314,4	586,5	1.544,2	8.183,6			
Growth rate														
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,3			
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0			
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8			
2021 July	4,6	0,3	5,2	.	3,8	6,1	10,1	2,2	2,1	5,8	1,5			
Aug.	4,1	0,8	4,3	.	3,5	5,3	9,2	2,1	2,0	6,4	1,3			
Sep.	4,1	1,0	4,5	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4			
Oct.	4,3	1,4	5,5	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3			
Nov.	5,1	2,2	7,0	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1			
Dec.	5,0	2,1	6,7	.	5,1	5,9	4,7	1,9	1,7	5,8	1,1			

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,0	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,5	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	-	-	-	120,8	94,2
2021 Q1	100,7	94,6	95,2	90,1	74,5	87,7	121,7	95,3
Q2	100,5	94,1	94,9	89,3	72,7	85,5	121,9	95,0
Q3	99,5	93,3	94,4	88,4	72,2	84,6	120,5	94,0
Q4	97,7	91,7	93,4	-	-	-	119,1	92,6
2021 Sep.	99,4	93,3	94,5	-	-	-	120,4	93,8
Oct.	98,4	92,3	93,7	-	-	-	119,5	93,1
Nov.	97,6	91,6	93,3	-	-	-	118,8	92,5
Dec.	97,1	91,1	93,3	-	-	-	119,0	92,3
2022 Jan.	96,6	91,1	92,5	-	-	-	118,6	92,3
Feb.	96,9	91,6	92,7	-	-	-	118,9	92,5
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2022 Feb.	0,3	0,4	0,2	-	-	-	0,3	0,2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2022 Feb.	-3,8	-3,2	-2,6	-	-	-	-2,1	-2,8

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the General Notes to the Statistics Bulletin.

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish krone 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 Q1	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
Q2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
Q4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2021 Sep.	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
Oct.	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Nov.	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
Dec.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 Jan.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Feb.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2022 Feb.	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,3	0,0	1,7	0,6	0,2
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2022 Feb.	-7,9	-0,5	-5,6	0,1	-0,3	2,5	1,2	-4,0	1,5	4,4	-3,6	-6,2

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

(EUR billions, unless otherwise indicated; outstanding amounts at end of period; transactions during period)

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2020 Q4	28.404,4	28.923,5	-519,1	11.051,2	9.359,9	10.737,8	12.825,4	-94,4	5.830,0	6.738,2	879,7	14.839,8
2021 Q1	29.716,7	30.252,6	-535,9	11.390,2	9.479,9	11.486,1	13.623,3	-132,1	6.123,2	7.149,4	849,4	15.477,1
Q2	30.235,9	30.621,4	-385,5	11.421,3	9.467,6	12.003,1	13.994,9	-123,6	6.066,0	7.158,9	869,0	15.367,0
Q3	30.985,5	31.256,9	-271,4	11.649,1	9.436,7	12.222,1	14.310,7	-92,6	6.204,5	7.509,5	1.002,4	15.733,0
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2021 Q3	257,6	259,8	-2,3	96,8	78,4	101,6	119,0	-0,8	51,6	62,4	8,3	130,8
<i>Transactions</i>												
2021 Q1	528,3	429,9	98,4	101,6	-7,3	266,3	178,5	6,0	157,6	258,7	-3,1	-
Q2	177,2	89,5	87,8	-28,7	-19,9	226,8	57,7	1,0	-28,4	51,7	6,5	-
Q3	369,7	288,4	81,3	49,0	-78,2	117,3	64,6	14,1	66,9	302,1	122,4	-
Q4	129,2	8,5	120,8	-14,6	-62,1	141,5	-60,7	31,8	-32,5	131,3	2,9	-
2021 July	190,5	152,7	37,7	34,9	-26,4	38,7	59,3	21,7	95,5	119,9	-0,3	-
Aug.	155,1	143,8	11,3	-10,2	-54,8	35,2	11,9	-8,3	16,6	186,7	121,9	-
Sep.	24,1	-8,1	32,2	24,2	3,0	43,5	-6,6	0,7	-45,2	-4,5	0,8	-
Oct.	262,9	251,3	11,6	14,9	-6,9	39,8	22,7	4,6	200,5	235,6	3,2	-
Nov.	115,6	76,1	39,5	42,2	31,9	54,3	-40,1	21,0	-2,5	84,4	0,6	-
Dec.	-249,3	-319,0	69,7	-71,6	-87,1	47,3	-43,3	6,2	-230,4	-188,7	-0,8	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2021 Dec.	1.204,5	816,2	388,2	107,3	-167,6	752,0	240,1	53,0	163,6	743,7	128,7	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2021 Dec.	9,8	6,7	3,2	0,9	-1,4	6,1	2,0	0,4	1,3	6,1	1,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
	Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2019	11.984,2	11.578,1	6.378,5	2.456,5	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.405,6	10.982,1	5.905,3	2.572,4	2.497,0	1.216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5.177,3	4.753,8
2021	12.255,5	11.756,0	6.248,8	2.709,6	2.694,1	1.362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6.063,9	5.564,3
2021 Q1	2.945,9	2.808,9	1.471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1.407,0	1.269,9
Q2	3.018,4	2.888,8	1.533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1.476,6	1.347,0
Q3	3.122,9	2.990,2	1.614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1.542,4	1.409,7
Q4	3.157,9	3.058,8	1.626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1.632,1	1.533,0
as a percentage of GDP												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2021 Q1	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
Q2	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
Q3	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
Q4	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
annual percentage changes												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 Q1	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
Q2	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
Q3	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
Q4	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2021 Q1	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
Q2	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
Q3	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
Q4	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 Q1	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
Q2	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
Q3	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
Q4	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Current prices (EUR billions)												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,5	369,4	1.241,7
2020	10.275,9	177,1	1.971,7	552,6	1.801,0	545,3	471,1	1.211,7	1.168,1	2.054,6	322,8	1.129,7
2021	10.991,5	186,1	2.168,5	603,3	1.994,8	584,8	476,2	1.246,6	1.257,8	2.142,3	331,1	1.264,0
2021 Q1	2.652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
Q2	2.705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
Q3	2.794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
Q4	2.825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
as a percentage of value added												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2021 Q1	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
Q2	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
Q3	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
Q4	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
annual percentage changes												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 Q1	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
Q2	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
Q3	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
Q4	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2021 Q1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
Q3	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	-
Q4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	-
2021 Q1	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	-
Q2	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	-
Q3	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	-
Q4	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment 1)

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
annual percentage changes													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 Q1	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
Q2	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
Q3	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
Q4	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
annual percentage changes													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 Q1	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
Q2	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
Q3	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
Q4	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 Q1	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
Q2	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
Q3	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
Q4	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data for employment are based on the ESA 2010.

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies (seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾	
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender					
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female			
			1	2		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7				
2019	163,492	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2	
2020	161,008	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,6	6,250	8,3	1,8	
2021			12,608	7,7		10,164	6,8	2,444	16,8	6,409	7,4	6,199	8,1	2,4	
2021 Q1	161,937	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,3	6,811	7,9	6,598	8,7	2,1	
Q2	163,223	3,5	12,968	7,9	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3	
Q3	164,039	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,4	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6	
Q4	.	.	11,670	7,1	.	9,497	6,4	2,172	14,7	5,961	6,8	5,709	7,4	2,7	
2021 Aug.	-	-	12,374	7,5	-	9,979	6,7	2,395	16,1	6,286	7,2	6,088	7,9	-	
Sep.	-	-	12,064	7,3	-	9,742	6,5	2,322	15,6	6,144	7,0	5,920	7,7	-	
Oct.	-	-	11,914	7,3	-	9,667	6,5	2,247	15,2	6,062	6,9	5,852	7,6	-	
Nov.	-	-	11,656	7,1	-	9,476	6,3	2,180	14,8	5,940	6,8	5,716	7,4	-	
Dec.	-	-	11,439	7,0	-	9,349	6,2	2,090	14,2	5,880	6,7	5,558	7,2	-	
2022 Jan.	-	-	11,225	6,8	-	9,187	6,1	2,038	13,9	5,777	6,6	5,448	7,1	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations			
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel					
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0			

annual percentage changes																
2019	-1,1	-1,1	-2,5	-1,1	1,4	-1,7	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8			
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,9	-4,2	-4,6	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,6	-25,1			
2021	7,8	8,5	9,5	8,5	8,0	1,5	4,9	5,1	1,1	7,7	9,4	13,1	-3,1			
2021 Q1	4,7	5,1	4,9	8,7	1,3	-0,1	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,1	-0,1	3,7			
Q2	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,6	17,9	11,8	2,1	18,7	29,8	25,0	53,4			
Q3	6,0	6,8	7,7	5,1	8,9	-0,8	0,7	2,5	0,2	4,1	3,5	13,0	-23,6			
Q4	0,1	-0,1	1,9	-4,5	4,6	1,8	-0,2	4,0	-0,5	6,1	13,9	16,4	-25,0			
2021 Aug.	5,6	6,7	6,9	4,8	9,4	-1,9	-2,6	1,4	-1,4	3,3	1,4	-	-24,7			
Sep.	4,0	4,5	4,9	2,9	6,8	0,0	1,8	2,8	0,8	4,0	5,0	-	-24,0			
Oct.	0,1	0,3	2,4	-2,4	1,5	-0,8	3,3	1,7	-1,1	3,0	9,1	-	-28,4			
Nov.	-1,4	-1,9	2,0	-9,5	5,7	4,3	0,4	8,5	0,9	12,6	19,8	-	-21,6			
Dec.	1,6	1,7	1,3	-1,0	7,0	1,8	-3,9	2,1	-1,1	3,4	13,8	-	-24,9			
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	7,8	-1,7	14,8	12,7	-	-	-10,0			

month-on-month percentage changes (s.a.)																
2021 Aug.	-1,6	-2,0	-1,3	-2,2	-2,2	0,6	-0,9	0,8	-0,7	2,3	-0,7	-	0,2			
Sep.	-0,7	-0,8	-0,2	-1,5	0,4	1,4	0,8	-0,1	0,8	-1,4	1,0	-	1,7			
Oct.	-1,5	-1,4	-0,1	1,2	-4,3	0,5	0,9	0,3	0,1	0,4	0,5	-	-1,9			
Nov.	2,4	2,8	1,0	1,4	2,8	1,6	-0,2	1,1	0,2	1,8	-1,7	-	0,5			
Dec.	1,2	1,1	0,5	2,6	0,5	-0,8	-4,0	-2,7	0,5	-4,9	0,1	-	2,4			

2022 Jan.
Sources: Eurostat, ECB calculations and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

1) Including wholesale trade.

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q1	94,6	-2,4	79,8	-13,7	-5,7	-16,6	-14,7	85,9	58,4	58,5	46,9	49,9
Q2	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
Q3	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2021 Sep.	116,4	14,2	-	-4,0	7,5	1,4	15,1	-	58,6	55,6	56,4	56,2
Oct.	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov.	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
Dec.	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Jan.	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Feb.	114,0	14,0	-	-8,8	9,9	5,4	13,0	-	58,2	55,5	55,5	55,5

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and Markit (col. 9-12).

3.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

Saving ratio (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes						Percentage of net value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,3	2,0	7,7	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	4,0	35,3	6,3	74,9	2,0	7,9	1,8
2020	19,4	96,1	-0,6	4,1	-3,5	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-14,5	2,0
2020 Q4	19,4	96,1	0,2	4,1	1,9	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-20,7	2,0
2021 Q1	20,6	96,6	-0,4	4,6	11,0	6,9	3,9	32,4	5,9	83,2	4,0	-10,6	2,2
Q2	19,0	96,7	3,2	4,1	31,1	5,9	4,3	34,3	7,6	80,6	4,5	19,1	2,3
Q3	18,5	97,0	0,8	3,9	16,9	6,6	5,6	34,5	8,1	79,8	4,6	14,7	2,5

Sources: ECB and Eurostat.

1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt and gross disposable income (adjusted for the change in pension entitlements).

2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.

3) The profit share uses net entrepreneurial income, which is broadly equivalent to current profits in business accounting.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts (EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021 Q1	1.048,5	952,9	95,6	601,5	501,1	226,9	202,9	189,7	174,5	30,4	74,5	15,6	12,4
Q2	1.071,5	992,1	79,4	617,9	536,3	233,4	208,7	190,3	174,9	29,9	72,3	18,3	11,5
Q3	1.109,5	1.040,8	68,7	626,3	554,4	249,5	234,4	191,9	176,6	41,8	75,3	30,7	13,2
Q4	1.152,9	1.086,7	66,2	668,0	625,3	273,1	213,8	179,2	171,9	32,6	75,6	59,9	44,8
2021 July	371,7	340,8	30,9	210,4	182,7	82,1	74,4	64,1	59,6	15,1	24,1	12,5	5,3
Aug.	368,8	354,0	14,8	207,8	185,5	82,4	83,4	63,7	60,2	14,9	25,0	8,0	3,3
Sep.	369,0	346,0	23,0	208,1	186,3	85,0	76,6	64,1	56,8	11,8	26,2	10,2	4,6
Oct.	376,0	356,0	20,0	215,2	199,0	90,8	72,7	58,9	58,9	11,1	25,4	8,6	4,3
Nov.	390,7	367,1	23,6	226,0	210,7	93,3	70,4	60,7	60,1	10,6	25,8	5,7	3,7
Dec.	386,2	363,6	22,6	226,8	215,6	89,0	70,7	59,5	52,9	10,9	24,4	45,6	36,9
12-month cumulated transactions													
2021 Dec.	4.382,3	4.072,5	309,8	2.513,6	2.217,2	982,9	859,8	751,1	697,8	134,7	297,7	124,5	81,9
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2021 Dec.	35,8	33,3	2,5	20,5	18,1	8,0	7,0	6,1	5,7	1,1	2,4	1,0	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

3.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾ (seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)						
	Exports	Imports	Total			Memo item:	Manufacturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2021 Q1	0,7	0,4	581,7	280,6	115,1	174,2	486,9	512,2	284,3	91,5	129,7	382,8	47,1	
Q2	34,4	34,0	596,2	291,4	116,9	177,4	493,6	558,8	324,2	92,3	136,1	405,4	53,6	
Q3	13,6	22,8	607,5	305,1	118,4	171,6	501,7	580,5	344,7	93,7	135,3	415,3	58,8	
Q4	12,0	31,1	632,9	.	.	.	521,2	643,6	.	.	.	446,6	.	
2021 July	12,1	18,1	202,0	99,4	40,8	57,6	167,3	189,2	112,6	30,6	43,8	135,0	19,7	
Aug.	19,5	29,1	203,0	103,2	39,2	56,7	167,0	194,4	115,4	31,7	45,3	140,3	19,6	
Sep.	10,2	21,7	202,5	102,5	38,5	57,3	167,3	197,0	116,7	31,4	46,2	139,9	19,5	
Oct.	7,4	24,7	207,3	104,3	37,5	60,6	170,7	206,5	124,6	30,6	47,5	143,2	23,0	
Nov.	14,5	32,0	213,5	107,5	38,6	62,9	175,3	215,3	131,0	31,6	49,9	149,9	25,1	
Dec.	14,1	36,7	212,2	.	.	.	175,2	221,9	.	.	.	153,6	.	
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2021 Q1	0,8	0,2	104,5	108,5	100,8	101,5	103,8	104,8	103,2	112,6	105,4	108,2	85,8	
Q2	29,3	20,4	104,7	109,2	101,7	101,8	103,4	109,8	110,5	113,8	108,5	112,2	85,1	
Q3	4,4	5,4	103,5	109,7	100,9	96,5	102,0	108,1	109,1	112,3	104,9	110,8	84,9	
2021 June	19,2	16,0	104,4	110,2	100,1	100,3	103,1	109,3	109,4	114,5	108,2	112,2	83,7	
July	4,9	3,2	104,3	109,1	104,7	97,6	103,2	107,0	108,7	110,0	103,5	108,9	85,9	
Aug.	9,1	11,3	103,3	110,8	100,0	95,3	101,4	108,8	109,6	115,1	105,2	112,5	85,9	
Sep.	0,1	2,5	102,8	109,4	97,9	96,6	101,4	108,5	109,0	112,0	105,9	110,9	82,8	
Oct.	-2,9	2,8	104,1	109,6	94,9	101,4	102,8	110,7	112,4	106,0	108,2	111,8	89,8	
Nov.	3,1	9,1	106,2	112,1	98,0	103,1	104,7	114,4	118,0	107,5	111,7	115,3	95,4	

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 3.8) and Eurostat's trade in goods (Table 3.9) are mainly due to different definitions.

2) Product groups as classified in the Broad Economic Categories.

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,2	0,4	-0,7	1,1	6,5	0,5	1,0	1,4
Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,6	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,7	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1
2021 Sep.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,5	1,4	0,4	3,3	3,6
Oct.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6
Nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2
Dec.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Jan.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,8	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Feb. ³⁾	111,7	5,8	2,7	-	2,5	0,7	0,6	0,8	0,6	3,3	0,2	-	-
	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents		22	23	24	25	
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 Q1	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
Q2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
Q4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2021 Sep.	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5	
Oct.	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7	
Nov.	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7	
Dec.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8	
2022 Jan.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6	
Feb. ³⁾	4,1	3,5	6,1	-	3,0	31,7	-	-	-	-	-	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Flash estimate.

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾								
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy												
		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods															
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non-food													
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9	11	12	13								
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5								
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,4	1,7								
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	-	-	-								
2021 Q1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	6,1	-1,6								
Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,7	7,3	-4,3								
Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,7	9,1	-								
Q4	127,2	24,0	12,3	9,6	18,0	4,3	3,9	3,9	3,0	67,5	-	-	-								
2021 Aug.	115,0	13,5	9,2	7,5	14,3	3,1	2,8	2,9	2,2	32,0	-	-	-								
Sep.	118,1	16,1	10,4	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-								
Oct.	124,5	21,9	11,9	9,0	16,9	4,0	3,4	3,2	2,7	62,4	-	-	-								
Nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-								
Dec.	130,5	26,3	12,3	10,1	18,7	4,7	4,5	4,7	3,2	73,8	-	-	-								
2022 Jan.	137,3	30,6	13,9	11,7	20,2	5,7	6,1	6,3	4,8	85,6	-	-	-								

Sources: Eurostat, ECB calculations, and ECB calculations based on MSCI data and national sources (col. 13).

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.: index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾			
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food	
			1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	
% of total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3	
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8	
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1	
2021 Q1	108,1	1,5	1,5	1,1	2,5	1,2	1,0	0,9	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6	
Q2	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4	
Q3	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7	
Q4	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0	
2021 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,8	23,5	29,9	29,9	27,1	33,0	
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7	
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8	
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4	
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,8	31,7	
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4	

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (col. 9).

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q1	10,9	4,9	-1,8	-3,5	8,2	74,0	54,0	56,5	48,6
Q2	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
Q3	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2021 Sep.	38,4	30,4	13,1	25,0	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Oct.	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov.	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
Dec.	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Jan.	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
Feb.	49,8	47,4	22,3	38,1	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and Markit.

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,5	2,2
2020	110,3	3,1	3,7	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	.	.	.	.	.	.	1,5
2021 Q1	104,8	1,5	2,3	-1,1	1,2	2,0	1,4
Q2	116,0	-0,1	-0,5	1,2	-0,9	1,8	1,8
Q3	107,6	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	1,4
Q4	.	.	.	.	.	.	1,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

4 Prices and costs

4.6 Unit labour costs, compensation per labour input and labour productivity

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity										Arts, enter- tainment and other services
		Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2019	105,3	1,8	-0,9	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,6	3,0	4,5	6,4	0,8	0,2	1,6	5,5	6,5	13,5
2021	109,9	-0,1	5,0	-3,5	2,8	-1,3	2,2	0,9	4,3	0,3	0,3	1,6
2021 Q1	110,1	1,3	3,1	-3,9	5,6	2,3	0,9	1,1	3,7	2,9	2,8	14,6
Q2	109,0	-4,4	6,5	-11,0	-1,8	-7,0	1,2	-2,3	8,2	-2,7	-4,5	-2,4
Q3	109,9	1,4	6,0	-1,3	2,9	-0,2	4,8	2,9	3,0	0,5	2,4	0,4
Q4	110,8	1,0	4,6	2,1	4,4	-0,8	1,5	1,9	2,8	0,4	0,7	-5,9
Compensation per employee												
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,7	0,5	-2,2	-1,8	-4,7	0,5	0,0	1,0	-0,4	2,4	-3,0
2021	111,0	4,0	3,0	4,4	4,8	6,2	4,2	2,8	5,5	4,4	1,8	4,4
2021 Q1	109,4	2,1	2,3	2,0	4,7	-0,5	2,2	3,4	3,1	2,4	2,0	-0,2
Q2	109,7	7,4	3,1	9,1	11,1	13,6	7,7	1,9	10,6	8,6	2,1	10,2
Q3	112,1	3,3	3,2	3,9	1,8	4,9	3,6	3,0	4,1	3,4	2,1	2,6
Q4	112,8	3,5	3,1	3,1	2,4	7,4	3,5	2,9	4,5	3,6	1,1	5,5
Labour productivity per person employed												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,5	0,9	2,4	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	2,2	-5,0	-6,0	-10,4	-0,3	-0,2	-0,5	-5,6	-3,8	-14,5
2021	101,0	4,2	-2,0	8,2	2,0	7,5	2,0	1,9	1,1	4,1	1,5	2,7
2021 Q1	99,3	0,8	-0,8	6,1	-0,9	-2,7	1,3	2,2	-0,6	-0,5	-0,8	-12,9
Q2	100,7	12,3	-3,1	22,6	13,1	22,1	6,4	4,3	2,2	11,6	6,9	12,9
Q3	102,0	1,9	-2,7	5,3	-1,1	5,1	-1,2	0,1	1,1	2,9	-0,3	2,2
Q4	101,8	2,4	-1,4	1,0	-1,9	8,3	2,0	0,9	1,7	3,3	0,4	12,2
Compensation per hour worked												
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,3	3,9	5,8	2,9	1,5	5,8	4,7	4,8	6,2
2021	113,4	0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,6	2,3	1,0	1,3	0,8	0,5	0,2
2021 Q1	114,2	3,3	0,8	0,8	1,3	6,3	2,3	1,8	3,3	2,9	1,3	3,3
Q2	112,5	-4,5	-2,5	-4,5	-5,9	-6,2	1,8	-2,6	-0,3	-2,9	-2,8	-5,9
Q3	113,8	2,1	3,2	1,9	2,1	2,1	1,7	2,7	0,8	1,4	2,7	2,5
Q4	114,9	1,1	1,5	1,7	2,0	0,2	3,8	2,8	1,9	2,0	1,4	0,8
Hourly labour productivity												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,4	0,8	1,1	0,1	3,0	2,0	6,4	0,3	-1,0	-4,6
2021	104,1	0,0	-3,4	3,1	-3,4	1,3	-0,1	-0,2	-4,3	-0,1	-0,2	-2,4
2021 Q1	104,7	1,7	-2,9	5,0	-4,5	3,1	1,4	0,7	-2,3	-0,4	-1,7	-9,3
Q2	104,2	-1,8	-7,2	6,0	-5,7	-1,2	-0,1	-0,9	-12,8	-1,9	0,9	-8,1
Q3	104,4	0,8	-1,7	3,1	-0,8	2,6	-2,8	-0,5	-2,1	0,7	0,1	2,5
Q4	104,6	-0,2	-1,5	-0,6	-3,0	1,0	2,0	0,5	0,0	1,4	0,5	5,8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates 1)

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

Currency in circulation	M3										
	M2						M3-M2				
	M1			M2-M1			Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	10	11
	1	2	3	4	5	6					
Outstanding amounts											
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3
2021	1.464,7	9.796,5	11.261,2	927,5	2.507,6	3.435,1	14.696,4	117,6	658,5	16,4	792,5
2021 Q1	1.392,9	9.137,6	10.530,4	991,4	2.477,0	3.468,4	13.998,9	109,3	617,9	15,8	743,1
Q2	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,2
Q3	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2
Q4	1.464,7	9.796,5	11.261,2	927,5	2.507,6	3.435,1	14.696,4	117,6	658,5	16,4	792,5
2021 Aug.	1.435,9	9.519,2	10.955,2	914,2	2.487,1	3.401,3	14.356,5	112,8	617,9	36,9	767,5
Sep.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2
Oct.	1.451,8	9.664,4	11.116,2	927,0	2.495,7	3.422,7	14.539,0	133,7	618,9	39,5	792,0
Nov.	1.459,9	9.698,3	11.158,1	928,9	2.499,4	3.428,3	14.586,5	126,1	644,5	40,7	811,3
Dec.	1.464,7	9.796,5	11.261,2	927,5	2.507,6	3.435,1	14.696,4	117,6	658,5	16,4	792,5
2022 Jan. ^(p)	1.481,9	9.816,3	11.298,2	951,8	2.512,7	3.464,4	14.762,6	131,2	610,1	30,2	771,5
Transactions											
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,8	0,1	133,4
2021	105,2	902,9	1.008,2	-118,4	67,2	-51,2	956,9	12,0	22,7	14,2	48,8
2021 Q1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	6,9	-18,6	18,1	6,4
Q2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0
Q3	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8
Q4	21,1	190,6	211,7	17,1	14,4	31,5	243,2	-3,5	57,7	-25,6	28,6
2021 Aug.	8,5	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	77,0	-3,1	-0,1	1,0	-2,1
Sep.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2
Oct.	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	1,2	32,4
Nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4
Dec.	4,8	98,6	103,4	-1,9	8,5	6,6	110,0	-8,6	14,0	-24,6	-19,2
2022 Jan. ^(p)	17,2	15,0	32,2	24,6	5,7	30,3	62,5	12,7	-48,3	14,1	-21,6
Growth rates											
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6
2021 Q1	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7
Q2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6
Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5
Q4	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6
2021 Aug.	8,6	11,4	11,1	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,4	7,7	-	12,7
Sep.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5
Oct.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	197,2	11,2
Nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	104,2	12,3
Dec.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6
2022 Jan. ^(p)	7,7	9,3	9,0	-6,6	2,6	-0,1	6,8	14,8	-3,8	85,3	0,6

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.980,7	2.527,3	309,9	140,3	3,2	7.659,1	4.960,7	437,3	2.260,3	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.249,2	2.823,4	290,7	128,7	6,5	8.083,3	5.375,4	373,0	2.334,2	0,7	1.236,8	228,3	551,6
2021 Q1	3.052,8	2.604,9	300,1	140,4	7,5	7.821,2	5.108,9	422,1	2.289,2	0,9	1.133,2	217,0	491,1
Q2	3.092,1	2.656,2	290,7	136,8	8,5	7.914,1	5.202,6	407,1	2.303,7	0,7	1.164,8	222,5	494,6
Q3	3.160,5	2.736,3	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
Q4	3.249,2	2.823,4	290,7	128,7	6,5	8.083,3	5.375,4	373,0	2.334,2	0,7	1.236,8	228,3	551,6
2021 Aug.	3.128,9	2.707,2	282,4	130,7	8,7	7.988,4	5.282,3	394,6	2.310,8	0,7	1.187,0	227,1	501,9
Sep.	3.160,5	2.736,3	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
Oct.	3.188,1	2.758,2	292,7	128,9	8,2	8.040,3	5.332,5	383,5	2.323,3	1,0	1.244,7	239,2	508,5
Nov.	3.212,1	2.783,7	291,5	129,5	7,5	8.058,5	5.354,2	377,8	2.325,6	1,0	1.233,2	231,9	517,0
Dec.	3.249,2	2.823,4	290,7	128,7	6,5	8.083,3	5.375,4	373,0	2.334,2	0,7	1.236,8	228,3	551,6
2022 Jan. ^(p)	3.234,1	2.802,4	294,3	127,1	10,3	8.134,1	5.424,7	364,9	2.343,1	1,4	1.266,5	238,6	538,5
Transactions													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,6	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,6	279,9	-21,3	-6,9	3,0	423,3	410,8	-65,0	77,6	-0,2	145,9	-8,3	48,2
2021 Q1	67,2	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	146,0	-15,7	30,4	0,0	27,5	-18,2	-10,0
Q2	41,6	53,2	-9,2	-3,5	1,1	93,7	94,2	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
Q3	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,4	111,3	-18,3	15,5	-0,1	46,0	1,9	21,9
Q4	84,9	84,6	5,7	-2,3	-3,1	60,6	59,3	-16,0	17,2	0,1	38,0	2,3	32,7
2021 Aug.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,5	-0,2	2,6
Sep.	26,2	24,9	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
Oct.	28,0	22,6	8,8	-2,0	-1,4	19,7	18,4	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
Nov.	20,0	23,1	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Dec.	36,8	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,8	20,1	-4,9	8,8	-0,2	5,1	-3,7	34,5
2022 Jan. ^(p)	-12,3	-19,6	3,1	0,5	3,7	44,6	43,0	-6,4	7,4	0,7	28,8	10,0	-13,1
Growth rates													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Q1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	40,9	4,6	-5,7	4,1
Q2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Q4	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Aug.	6,8	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,8	-1,8	6,1
Sep.	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Oct.	7,4	10,5	-10,1	-6,9	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
Nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,2	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Dec.	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Jan. ^(p)	7,5	9,3	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	58,4	15,0	3,1	7,2

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds					
					Total	Adjusted loans ²⁾	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts																
2019	4.654,6	989,2	3.653,6	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9				
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.710,6	6.129,7	911,7	167,8	1.548,2	865,3				
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,2	12.341,8	12.726,8	4.869,1	6.367,5	944,0	161,2	1.584,3	889,0				
2021 Q1	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.411,5	4.766,3	6.187,3	953,7	151,6	1.518,5	880,2				
Q2	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.736,2	6.250,2	942,1	149,1	1.523,2	887,2				
Q3	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.775,0	6.311,0	951,8	144,7	1.532,4	896,6				
Q4	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,2	12.341,8	12.726,8	4.869,1	6.367,5	944,0	161,2	1.584,3	889,0				
2021 Aug.	6.347,8	1.004,0	5.342,2	14.556,8	12.137,3	12.492,9	4.759,1	6.292,7	939,4	146,0	1.524,0	895,5				
Sep.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.775,0	6.311,0	951,8	144,7	1.532,4	896,6				
Oct.	6.391,9	987,4	5.402,9	14.682,9	12.231,6	12.592,5	4.795,3	6.334,5	947,2	154,6	1.555,8	895,5				
Nov.	6.476,2	987,3	5.487,3	14.739,4	12.310,2	12.659,5	4.821,0	6.360,0	968,7	160,6	1.541,7	887,4				
Dec.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,2	12.341,8	12.726,8	4.869,1	6.367,5	944,0	161,2	1.584,3	889,0				
2022 Jan. ^(p)	6.546,2	992,3	5.552,2	14.904,6	12.446,6	12.598,0	4.869,8	6.415,0	989,1	172,7	1.566,6	891,3				
Transactions																
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4				
2020	1.041,9	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2				
2021	667,2	-0,5	677,3	570,6	480,8	515,8	176,4	262,2	51,9	-9,7	80,4	9,4				
2021 Q1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	56,1	60,7	39,2	-16,4	2,7	8,3				
Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,3	75,0	-10,8	-2,4	4,8	5,0				
Q3	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8				
Q4	201,0	-1,2	202,0	229,8	175,3	227,5	98,6	60,7	-0,1	16,1	63,2	-8,7				
2021 Aug.	51,0	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1				
Sep.	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0				
Oct.	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,3	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6				
Nov.	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-14,0	-6,7				
Dec.	104,1	9,8	94,1	97,8	54,3	101,2	53,7	14,3	-14,3	0,5	41,9	1,6				
2022 Jan. ^(p)	11,6	-5,3	17,0	60,5	71,5	60,5	1,2	26,1	45,0	-0,7	-15,5	4,5				
Growth rates																
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5				
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4				
2021	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1				
2021 Q1	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3				
Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5				
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3				
Q4	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1				
2021 Aug.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,7	-6,0	2,7	7,1				
Sep.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3				
Oct.	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7				
Nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2				
Dec.	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1				
2022 Jan. ^(p)	10,8	0,1	13,0	4,3	4,4	4,6	3,7	4,4	8,2	4,7	4,5	1,6				

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

3) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations ²⁾				Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outstanding amounts									
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5
2020	4.710,6	4.832,1	897,6	1.010,2	2.802,8	6.129,7	6.398,1	700,6	4.724,7
2021	4.869,1	5.000,1	888,0	1.008,7	2.972,5	6.367,5	6.630,7	698,3	4.970,8
2021 Q1	4.766,3	4.888,3	893,9	1.016,7	2.855,8	6.187,3	6.450,4	696,7	4.787,4
Q2	4.736,2	4.857,3	832,4	970,4	2.933,3	6.250,2	6.509,1	694,1	4.852,6
Q3	4.775,0	4.890,0	835,1	972,2	2.967,7	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4
Q4	4.869,1	5.000,1	888,0	1.008,7	2.972,5	6.367,5	6.630,7	698,3	4.970,8
2021 Aug.	4.759,1	4.873,7	828,1	969,4	2.961,7	6.292,7	6.552,2	695,4	4.895,1
Sep.	4.775,0	4.890,0	835,1	972,2	2.967,7	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4
Oct.	4.795,3	4.913,2	859,2	971,8	2.964,3	6.334,5	6.590,4	699,0	4.935,1
Nov.	4.821,0	4.933,1	869,8	980,3	2.970,8	6.360,0	6.615,5	702,5	4.956,9
Dec.	4.869,1	5.000,1	888,0	1.008,7	2.972,5	6.367,5	6.630,7	698,3	4.970,8
2022 Jan. ^(p)	4.869,8	4.843,8	888,0	1.000,6	2.981,1	6.415,0	6.615,5	696,5	5.010,8
Transactions									
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5
2020	288,2	325,2	-54,1	138,6	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7
2021	176,4	209,0	-2,3	3,4	175,2	262,2	268,4	10,8	254,9
2021 Q1	56,1	58,3	-3,8	6,8	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2
Q2	-18,3	-22,0	-57,6	-43,0	82,2	75,0	70,4	2,3	72,1
Q3	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,6	4,1	64,0
Q4	98,6	128,3	55,1	37,7	5,8	60,7	72,4	6,6	55,7
2021 Aug.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,5
Sep.	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7
Oct.	19,3	25,9	23,8	-0,9	-3,6	23,1	23,0	2,8	20,3
Nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8
Dec.	53,7	79,6	20,6	29,0	4,0	14,3	25,2	-0,9	16,6
2022 Jan. ^(p)	1,2	0,7	-1,2	-8,2	10,6	26,1	25,7	-2,6	24,2
Growth rates									
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7
2021	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4
2021 Q1	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0
Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,1	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7
Q3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6
Q4	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4
2021 Aug.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,1	0,1	5,8
Sep.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6
Oct.	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5
Nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,2	1,6	5,5
Dec.	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4
2022 Jan. ^(p)	3,7	4,4	0,4	0,0	6,1	4,4	4,3	1,4	5,5

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

5 Money and credit

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

Central government holdings ²⁾	MFI liabilities					Net external assets	MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						Other			
	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2021 Q1	704,0	6.891,3	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,2	1.409,5	400,9	127,2	130,2
Q2	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
Q3	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
Q4	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2021 Aug.	708,7	6.873,8	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,9	1.446,7	355,2	125,3	128,4
Sep.	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
Oct.	739,5	6.872,5	1.842,7	38,1	2.002,6	2.989,0	1.392,0	476,1	140,0	147,6
Nov.	706,9	6.905,5	1.830,9	37,7	2.011,9	3.025,1	1.394,9	399,7	144,5	149,9
Dec.	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2022 Jan. ^(p)	724,6	6.880,8	1.840,6	36,8	1.992,8	3.010,6	1.346,7	342,0	164,1	157,5
Transactions										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,6	-74,2	-5,0	-39,8	82,4	-117,4	-98,0	-11,3	-2,3
2021 Q1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
Q4	106,7	8,2	-13,3	-1,6	6,1	16,9	-67,2	23,1	-20,2	-9,2
2021 Aug.	22,0	-9,3	-10,0	-0,4	-3,9	5,0	2,6	1,3	-8,0	-4,8
Sep.	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
Oct.	48,6	17,1	-7,7	-0,5	23,8	1,5	4,5	64,2	0,9	1,6
Nov.	-32,3	-11,9	-13,4	-0,5	1,0	1,0	-31,7	-63,2	4,6	2,2
Dec.	90,4	2,9	7,8	-0,6	-18,7	14,4	-39,9	22,1	-25,7	-13,1
2022 Jan. ^(p)	-72,6	-16,1	-16,1	-0,3	-14,1	14,4	-16,1	-103,8	45,8	21,1
Growth rates										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Aug.	-12,0	-0,7	-3,8	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Sep.	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Oct.	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,5	-	-	-5,9	-4,3
Nov.	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,4	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dec.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Jan. ^(p)	4,9	-0,4	-4,5	-12,1	-1,5	3,3	-	-	11,7	7,7

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 Q4	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 Q1	-8,3	.	.	.	.	-6,8
Q2	-6,9	.	.	.	.	-5,4
Q3	-6,2	.	.	.	.	-4,8

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6.2 Revenue and expenditure

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Revenue					Expenditure							Capital expenditure		
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			8	9	10	11					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8		
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7		
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7		
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6		
2020 Q4	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6		
2021 Q1	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7		
Q2	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7		
Q3	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7		

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6.3 Government debt-to-GDP ratio

(as a percentage of GDP; outstanding amounts at end of period)

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 Q4	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors¹⁾ (as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to- GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest- growth differential	Memo item: Borrowing requirement		
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other				
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0		
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8		
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9		
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6		
2020 Q4	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6		
2021 Q1	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3		
Q2	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8		
Q3	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3		

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

1) Intergovernmental lending in the context of the financial crisis is consolidated except in quarterly data on the deficit-debt adjustment.

2) Calculated as the difference between the government debt-to-GDP ratios at the end of the reference period and a year earlier.

6.5 Government debt securities¹⁾

(debt service as a percentage of GDP; flows during debt service period; average nominal yields in percentages per annum)

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months		Maturities of up to 3 months			Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Issuance	Redemption	
							6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5								
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 Q4	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 Q1	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
Q2	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
Q3	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
2021 Aug.	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Sep.	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Oct.	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Nov.	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
Dec.	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Jan.	15,1	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,6

Source: ECB.

1) At face value and not consolidated within the general government sector.

2) Excludes future payments on debt securities not yet outstanding and early redemptions.

3) Residual maturity at the end of the period.

4) Outstanding amounts at the end of the period; transactions as 12-month average.

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

(as a percentage of GDP; flows during one-year period and outstanding amounts at end of period)

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 Q4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 Q1	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4	
Q2	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2	
Q3	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6	
Government debt										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 Q4	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4	
Q2	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9	
Q3	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Finland	
	10	11	12	13	14	15	16	17	19	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 Q4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 Q1	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
Q2	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
Q3	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
Government debt										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 Q4	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
Q2	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
Q3	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2022

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

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

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB. Prevode pripravljajo in objavljajo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 9. marec 2022.

Za specifično terminologijo in kratice glej [glosar ECB](#).

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-22-002-SL-N (pdf)