

Ekonomski bilten

številka 2 / 2024

Vsebina

Ekonomski, finančni in denarni gibanji	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	7
2 Gospodarska aktivnost	13
3 Cene in stroški	21
4 Gibanja na finančnih trgih	27
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	33
6 Javnofinančna gibanja	40
Okvirji	43
1 Špekulacije s ceno nafte in plina v času geopolitičnih tveganj	43
2 Kako geopolitika spreminja trgovino	49
3 Kako so gospodinjstva prilagodila potrošnjo in varčevanje pri spopadanju z visoko inflacijo?	54
4 Kateri dejavniki so v zadnjih dveh letih poganjali inflacijo v skupini hrane v euroobmočju?	60
5 Točnost nedavnih projekcij strokovnjakov Eurosistema/ECB glede kratkoročne inflacije	66
6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 1. novembra 2023 do 30. januarja 2024	73
7 Euro kot svetovna valuta: pogled z vidika plačil	79
8 Načrt ECB v zvezi s podnebjem in naravo 2024–2025	83
Članka	88
1 The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth	88
2 Is there a digital divide in payments? Understanding why cash remains important for so many	110
Box 1 Unbanked beyond the euro area: do digital ownership patterns differ abroad?	120
Statistični podatki	S1

Ekomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 7. marca 2024 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Od seje o denarni politiki, ki je potekala 25. januarja 2024, se je inflacija dodatno znižala. V marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje je bila inflacija popravljena navzdol, zlasti za leto 2024, kar je predvsem odraz manjšega prispevka cen energentov. Strokovnjaki sedaj napovedujejo, da bo povprečna inflacija znašala 2,3% v letu 2024, 2,0% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. Projekcije inflacije brez energentov in hrane so bile ravno tako popravljene navzdol in znašajo povprečno 2,6% za leto 2024, 2,1% za leto 2025 in 2,0% za leto 2026. Čeprav se je večina merit osnovne inflacije nadalje znižala, ostajajo domači cenovni pritiski močni, kar je deloma posledica visoke rasti plač. Pogoji financiranja so restriktivni in pretekli dvigi obrestnih mer še naprej zavirajo povpraševanje, kar potiska inflacijo navzdol. Strokovnjaki so projekcijo gospodarske rasti za leto 2024 popravili navzdol na 0,6%, saj pričakujejo, da bo gospodarska aktivnost v bližnji prihodnosti ostala umirjena. Zatem pričakujejo, da se bo gospodarstvo okreplilo ter doseglo 1,5-odstotno rast v letu 2025 in 1,6-odstotno rast v letu 2026, k čemur bo sprva prispevala potrošnja, kasneje pa tudi investicije.

Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%. Na podlagi sedanje ocene Svet ECB meni, da so ključne obrestne mere ECB določene na ravni, na kateri bodo, če jo bo ohranjalo dovolj dolgo, znatno prispevale k temu cilju. Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB določene na dovolj restriktivni ravni tako dolgo, kot bo potrebno.

O ustrezni ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo ostaja šibko. Potrošniki so bili še naprej zadržani pri trošenju, investicije so se umirile in podjetja so izvozila manj, kar je odraz upočasnitve zunanjega povpraševanja in deloma tudi izgube konkurenčnosti. Vseeno ankete nakazujejo postopno okrevanje tekom leta 2024. Ker inflacija upada in plače še naprej rastejo, se bodo realni dohodki okreplili in tako podpirali rast. Poleg tega bo zaviralni vpliv preteklih dvigov obrestnih mer postopoma popuščal, povpraševanje po izvozu euroobmočja pa naj bi se okreplilo.

Stopnja brezposelnosti je najnižja od uvedbe eura. Zaposlenost se je v zadnjem četrletju 2023 povečala za 0,3% ter tako zopet presegla gospodarsko aktivnost. Proizvod na zaposlenega se je zato nadalje zmanjšal. Obenem delodajalci objavljajo manj prostih delovnih mest in manj podjetij poroča, da njihovo proizvodnjo omejuje pomanjkanje delovne sile.

Po marčnih projekcijah se bo gospodarska rast med letom 2024 postopno krepila, ko se bo realni razpoložljivi dohodek zaradi zniževanja inflacije in močne rasti plač zviševal ter se bodo pogoji menjave izboljševali. Ker zaradi sedanjih motenj pomorskega prevoza v Rdečem morju najverjetnejne ne bo prišlo do večjih ponovnih omejitev na strani ponudbe, bo rast izvoza predvidoma dohitela zunanje povpraševanje, ki se krepi. V srednjeročnem obdobju naj bi k okrevanju prispevalo tudi postopno popuščanje vpliva, ki ga ima zaostrovanje denarne politike ECB. Gledano v celoti naj bi povprečna letna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,6%, nato pa se bo okreplila na 1,5% v letu 2025 in 1,6% v letu 2026. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje so bili obeti za rast BDP za leto 2024 popravljeni navzdol zaradi učinkov prenosa, ki izhajajo iz preteklih presenetljivo slabih podatkov in slabših najnovejših v prihodnost usmerjenih informacij, za leto 2025 so ostali nespremenjeni, za leto 2026 pa so bili popravljeni rahlo navzgor.

Vlade bi morale nadaljevati z umikanjem ukrepov pomoči, ki so jih uvedle zaradi visokih cen energentov, da bi omogočile vzdržno nadaljevanje procesa dezinflacije. Javnofinančne in strukturne politike bi bilo treba okrepliti, da bi povečale produktivnost in konkurenčnost gospodarstva v euroobmočju, razširile ponudbene zmogljivosti in postopno zniževale visoke stopnje javnega dolga. S hitrejšim uresničevanjem programa »EU naslednje generacije« in odločnejšim odstranjevanjem nacionalnih ovir, ki preprečujejo oblikovanje globljih in bolj integriranih bančnih in kapitalskih trgov, bi se lahko povečale investicije v zeleni in digitalni prehod ter zmanjšali cenovni pritiski v srednjeročnem obdobju. Revidiran okvir ekonomskega upravljanja v EU se mora začeti nemudoma izvajati.

Inflacija

Inflacija se je januarja rahlo znižala na 2,8% in februarja po Eurostatovi prvi oceni še dodatno na 2,6%. Inflacija v skupini hrane se je zopet zmanjšala, in sicer na 5,6% januarja in 4,0% februarja, medtem ko so cene energentov v obeh mesecih še naprej upadale v primerjavi z letom prej, vendar manj kot v decembru. Blagovna inflacija se je ravno tako dodatno znižala, in sicer na 2,0% januarja in 1,6% februarja. Storitvena inflacija je februarja rahlo upadla na 3,9%, potem ko je tri mesece zaporedoma znašala 4,0%.

Večina merit osnovne inflacije se je januarja nadalje znižala, saj je vpliv preteklih ponudbenih šokov še naprej slabel, zaostrena denarna politika pa je zavirala povpraševanje. Vseeno so domači cenovni pritiski še vedno povišani, kar je deloma posledica močne rasti plač in upadanja produktivnosti dela. Obenem obstajajo znaki,

da se je rast plač začela umirjati. Poleg tega dobički absorbirajo del naraščanja stroškov dela, kar zmanjšuje inflacijske učinke.

Inflacija bo v prihodnjih mesecih predvidoma nadaljevala trend zniževanja. Zatem bo po pričakovanjih upadla na ciljno raven Sveta ECB, saj se bodo stroški dela umirili, učinki preteklih energetskih šokov, ozkih gril v dobavnih verigah in ponovnega odpiranja gospodarstva po pandemiji pa bodo popustili. Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo približno stabilna in se večinoma gibajo okrog 2%.

Po marčnih projekcijah se bo inflacija še dodatno umirila zaradi sedanjega popuščanja pritiskov iz proizvodne verige in zaostrovanja denarne politike, vendar bo umirjanje zmernejše kot v letu 2023. Cenovni pritiski iz proizvodne verige naj bi se še naprej zmanjševali, ker bodo imele motnje pomorskega prevoza v Rdečem morju predvidoma omejen vpliv na rast cen. Ob zniževanju cen emergentov naj bi bilo močno gibanje stroškov dela glavno gonilo inflacije brez emergentov in hrane.

Nominalna rast plač naj bi ostala povisana zaradi vztrajnega pomanjkanja ustrezne delovne sile, vendar naj bi se v obdobju projekcij postopoma umirila, ko se bodo zmanjšali navzgor usmerjeni pritiski, ki izhajajo iz kompenziranja inflacije. Okrevanje rasti produktivnosti naj bi prispevalo k umirjanju pritiskov s strani stroškov dela. Rast dobička naj bi v obdobju projekcij oslabela in absorbirala stroške dela. Gledano v celoti se bo medletna povprečna skupna inflacija predvidoma znižala s 5,4% v letu 2023 na 2,3% v letu 2024, 2,0% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. Zaradi obetov, da bo inflacija v skupini emergentov šibka, bo skupna inflacija po pričakovanjih ostala nižja od inflacije brez emergentov in hrane v celotnem obdobju projekcij. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila skupna inflacija za leti 2024 in 2025 popravljena navzdol predvsem zaradi neposrednih in posrednih učinkov, ki izhajajo iz nižjih predpostavk o cenah energetskih surovin, in zaradi manjših pritiskov s strani stroškov dela, za leto 2026 pa je ostala nespremenjena.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so še vedno nagnjena navzdol. Rast bi lahko bila nižja, če bodo učinki denarne politike močnejši, kot se pričakuje. Gospodarsko rast v euroobmočju bi lahko zaviralo tudi šibkejše svetovno gospodarstvo ali nadaljnja upočasnitev svetovne trgovinske menjave. Ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu sta glavna vira geopolitičnih tveganj. To bi lahko povzročilo upad zaupanja med podjetji in gospodinjstvi glede prihodnosti ter motnje v svetovni trgovinski menjavi. Nasprotno bi bila gospodarska rast lahko višja, če se bo inflacija znižala hitreje, kot je pričakovano, in se bo zaradi zviševanja realnih dohodkov potrošnja povečala bolj, kot je predvideno, ali če bo svetovno gospodarstvo raslo močneje, kot je pričakovano.

Tveganja, da bo inflacija višja, so povezana z okrepljenimi geopolitičnimi napetostmi, zlasti na Bližnjem vzhodu, zaradi katerih bi se lahko kratkoročno zvišale cene emergentov in stroški ladijskega prevoza ter bi prišlo do motenj v svetovni trgovinski menjavi. Inflacija bi lahko bila višja od pričakovane tudi v primeru, da se bodo plače zvišale bolj, kot je pričakovano, ali če se bodo profitne marže zniževale počasneje,

kot je pričakovano. Nasprotno bi bila inflacija lahko nižja od pričakovane, če bo denarna politika bolj zavrla povpraševanje, kot je pričakovano, ali če se bo gospodarsko okolje v drugih delih sveta nepričakovano poslabšalo.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se od seje Sveta ECB, ki je potekala 25. januarja 2024, zvišale in denarna politika ECB je ohranjala širše pogoje financiranja restriktivne. Obrestne mere za posojila podjetjem so se večinoma stabilizirale, medtem ko so se obrestne mere za hipotekarna posojila decembra in januarja znižale. Vseeno posojilne obrestne ostajajo povišane, in sicer 5,2% za posojila podjetjem in 3,9% za hipotekarna posojila.

Bančno posojanje podjetjem je decembra postal pozitivno in medletno poraslo za 0,5%. Toda januarja se je rahlo zmanjšalo na 0,2% zaradi negativnega toka v tem mesecu. Rast posojil gospodinjstvom je še naprej slabila in se januarja medletno zmanjšala na 0,3%. Široki denar, merjen z denarnim agregatom M3, je zabeležil umirjeno 0,1-odstotno rast.

Sklepi o denarni politiki

Obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja ter obrestni meri za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostajajo nespremenjene na ravni 4,50%, 4,75% oziroma 4,00%.

Portfelj v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se zmanjšuje postopno in predvidljivo, saj je Eurosistem prenehal ponovno investirati plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev.

Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), še naprej v celoti ponovno investirati v prvi polovici leta 2024. V drugi polovici leta namerava portfelj v okviru programa PEPP zmanjševati v povprečju za 7,5 milijarde EUR na mesec. Svet ECB namerava ponovno investiranje v okviru programa PEPP končati ob koncu leta 2024.

Svet ECB bo še naprej fleksibilno ponovno investiral unovčenja, ki izhajajo iz portfelja v okviru programa PEPP, da bi preprečil tveganja, povezana s pandemijo, ki bi lahko ogrozila transmisijski mehanizem denarne politike.

Ob tem ko banke odplačujejo zneske, izposojene v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, bo Svet ECB redno ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije in tekoče odplačevanje izposojenih sredstev prispevajo k naravnosti denarne politike.

Zaključek

Svet ECB je na seji 7. marca 2024 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%. Na podlagi sedanje ocene Svet ECB meni, da so ključne obrestne mere ECB določene na ravni, na kateri bodo, če jo bo ohranjaj dovolj dolgo, znatno prispevale k temu cilju. Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB določene na dovolj restriktivnih ravneh tako dolgo, kot bo potrebno. O ustrezeni ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov. V vsakem primeru je Svet ECB v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil vrnitev inflacije na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem obdobju ter da bi ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

Zunanje okolje

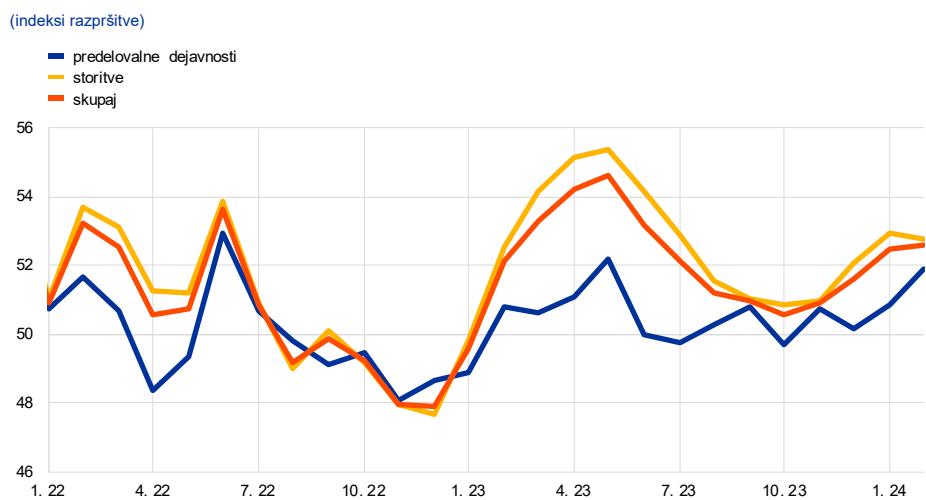
Svetovna gospodarska rast se je ob prelomu leta umirila, ker se je zaostrovanje denarne politike še naprej prenašalo v gospodarstvo. Rast potrošnje se je deloma upočasnila zaradi pojemanja spodbujevalnih dejavnikov v razvitih gospodarstvih, v katerih se trg dela sicer ohlaja, vendar ostaja razmeroma napet, zaloga presežnih prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, pa je večinoma že pošla. Na Kitajskem ostaja potrošnja gospodinjstev oslabljena zaradi šibkega nepremičninskega trga. Svetovna medletna stopnja rasti se bo po projekcijah v obdobju 2024–2026 postopno zniževala in na srednji rok predvidoma ostala rahlo pod stopnjo, ki je bila zabeležena v prejšnjem desetletju. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila napoved svetovne gospodarske rasti v marčnih projekcijah za letos popravljena navzgor, kar odraža zlasti močnejšo doseženo rast v ZDA. Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos okrevala in zatem naraščala bolj v skladu s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Čeprav je napoved svetovne trgovinske menjave večinoma nespremenjena glede na decembridske projekcije, bo obseg trgovine v obdobju projekcij predvidoma ostal pod dolgoročnim trendom. Svetovna inflacija bo po projekcijah v obravnavanem obdobju upadala.

Svetovna gospodarska rast se je ob prelomu leta umirila, ker se je zaostrovanje denarne politike še naprej prenašalo v gospodarstvo. Svetovna realna rast BDP se je po ocenah v četrtem četrtletju 2023 upočasnila na 0,8%, potem ko je v tretjem četrtletju znašala 1,0%.¹ Gledano v celoti se je svetovna gospodarska aktivnost v letu 2023 ocenjeno povečala za 3,5%, kar je podobno kot leto prej in blizu povprečne stopnje rasti v zadnjem desetletju. Je tudi za 0,2 odstotne točke več od svetovne stopnje rasti, ki je bila napovedana v decembrisih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Najnovejši podatki vseeno kažejo, da se rast svetovne potrošnje upočasnuje, saj dejavniki, ki spodbujajo zasebno potrošnjo, postopno popuščajo. Trgi dela sicer ostajajo dokaj napeti, vendar se v vseh razvitih gospodarstvih postopno ohlajajo, kot je razvidno iz zniževanja razmerja med prostimi delovnimi mesti in stopnjo brezposelnosti, vse hitreje pa se upočasnuje tudi nominalna rast plač. Poleg tega je zaloga presežnih prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, večinoma že porabljena. Na Kitajskem ostaja potrošnja gospodinjstev šibka, k čemur med drugim prispeva šibka dinamika na trgu nepremičnin. Zaradi vseh teh dejavnikov ostaja svetovna zasebna potrošnja, ki je podpirala gospodarsko aktivnost med okrevanjem po pandemiji, oslabljena. V zadnjem času se je svetovni sestavljeni indeks vodil nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost februarja rahlo zvišal, kar nakazuje, da se je aktivnost okrepila tako v predelovalnih kot tudi v storitvenih dejavnostih (graf 1). Vseeno je treba ta signal obravnavati v luči širšega sklopa novih podatkov, ki na splošno še naprej kažejo na upočasnjeno svetovno gospodarsko aktivnost.

¹ Zaradi usmeritve tega poglavja na dogajanja v svetovnem okolju, so vse navedbe svetovnih in/ali globalnih agregatov gospodarskih kazalnikov v tem poglavju brez euroobmočja.

Graf 1

Svetovni indeks PMI – gospodarska aktivnost



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki so iz februarja 2024.

Svetovna rast bo po projekcijah v obravnavanem obdobju postopno upadala.

Nekoliko nižja rast v letošnjem letu odraža nadaljnje popuščanje spodbujevalnega učinka zgoraj omenjenih dejavnikov, ki so v razvitih gospodarstvih v obdobju po pandemiji podpirali zasebno potrošnjo. K temu so prispevali tudi učinki preteklega zaostrovanja denarne politike in povečana negotovost zaradi geopolitičnih napetosti. Gledano v celoti bo svetovna realna rast BDP po projekcijah letos znašala 3,4%, nato pa naj bi se v obdobju 2025–2026 upočasnila na 3,2% medletno, kar je nekoliko manj od stopnje rasti, zabeležene v zadnjem desetletju. Napoved svetovne rasti je bila za letos v primerjavi z decembrskimi projekcijami popravljenata navzgor, kar je predvsem posledica prenosa boljših stopenj rasti v ZDA.

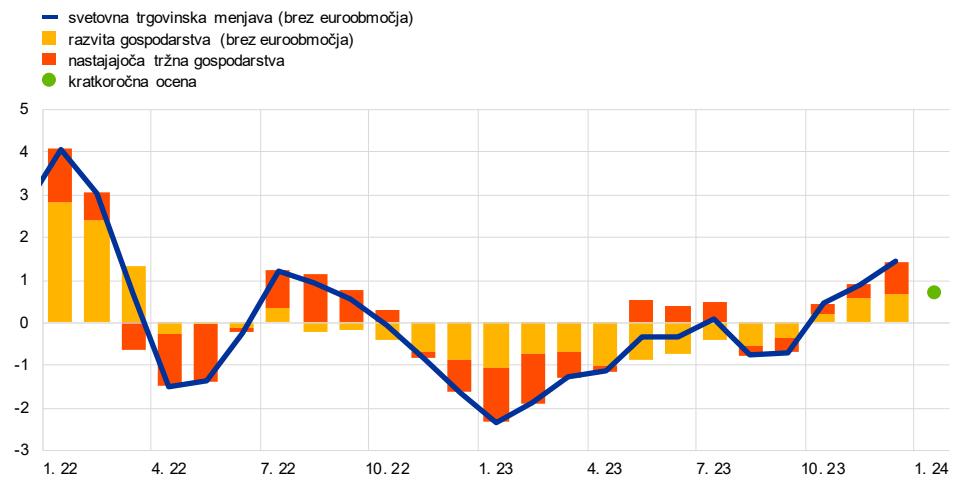
Rast svetovne blagovne menjave ostaja pozitivna. Rast svetovne blagovne menjave je v četrtem četrletju 2023 postala pozitivna in je po ocenah v pozitivnem območju ostala tudi januarja 2024 (graf 2). Hitrejša rast odraža popravek gibanj, ki so zaznamovala okrevanje po pandemiji, kot sta ponovno prevešanje potrošnje od blaga k storitvam in prilagajanje svetovnih zalog. Okrevanje svetovne trgovinske menjave se bo predvidoma nadaljevalo, ker bodo postpandemična gibanja po pričakovanjih postopno izginila in ker se tako svetovni cikel predelovalnih dejavnosti kot tudi zasebne naložbe v začetku leta 2024 očitno stabilizirajo. Trgovinsko menjavo bo v bližnji prihodnosti predvidoma podpiralo tudi izboljšanje svetovnega »tehnološkega cikla«, ki je zgodnji kazalnik skupne rasti v predelovalnih dejavnostih.²

² Gibanja v svetovni proizvodnji tehnoloških izdelkov, kot so računalniki, elektronska in električna oprema, veljajo za pokazatelj prihodnjih gibanj v svetovnih predelovalnih dejavnostih in širše v svetovnem gospodarstvu. Glej okvir z naslovom »[What the maturing Tech cycle signals for the global economy](#)«, Ekonomski bilten, številka 3, ECB, 2019.

Graf 2

Rast svetovne blagovne menjave

(realni uvoz, 3-mesečna odstotna sprememba glede na prejšnje 3 mesece na letni ravni, v odstotnih točkah)



Viri: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, nacionalni viri prek LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.
Opombe: Kratkoročne ocene vključujejo najnovejše objave podatkov, v katerih se uporabljajo napovedi svetovnega agregata in več makroekonomskih spremenljivk. Zadnji podatki se pri uradnih podatkih CPB nanašajo na december 2023, v kratkoročnih ocenah pa na januar 2024.

Motnje v pomorskem prometu v Rdečem morju bi lahko zavirale okrevanje svetovne blagovne menjave, čeprav se ocenjuje, da doslej niso imele večjega vpliva. Obseg prevoza po Rdečem morju se je močno zmanjšal, saj se ladjarske družbe izogibajo temu območju in preusmerjajo ladje okrog Afrike. Vseeno so svetovne dobavne verige zaenkrat večinoma ostale odporne, saj so se dobavni roki pri dobaviteljih na svetovni ravni letos le malenkost podaljšali. Tako ostajajo v skladu z dolgoročnim povprečjem in daleč pod ravnimi iz obdobja 2021–2022, ko so bile svetovne dobavne verige močno ovirane. K temu prispeva vrsta blažilnih dejavnikov. Prvič, zdi se, da obstaja veliko prostih zmogljivosti v ladijskem prevozu, saj je svetovno povpraševanje po proizvodih razmeroma šibko, svetovna flota tovornih ladij pa se je povečala. Drugič, raven zgoščenosti prometa v svetovnih pristaniščih ostaja približno enaka kot pred napadi, kar kaže, da so ta pristanišča, sposobna obdelati dodatne preusmerjene ladje. In tretjič, proizvajalci imajo velike zaloge, kar pomaga blažiti vpliv daljših dobavnih rokov na proizvodnjo. Vseeno bodo tveganja za svetovno trgovinsko menjavo in inflacijo ostala, če se bodo motnje v Rdečem morju zaostrike in vztrajale dalj časa.³

Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos postopno okrevala in zatem naraščala bolj v skladu s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Svetovna rast uvoza se bo z 1,2% v letu 2023 po pričakovanjih letos povečala na 2,8%, nato pa naj bi se postopno okreplila na 3,1% v letu 2025 in 3,2% v letu 2026, kar je približno enako kot v prejšnjih projekcijah. Kljub pričakovanemu okrevanju bo svetovna trgovinska menjava predvidoma ostala pod dolgoročnim trendom, kar je posledica strukturnih sprememb, ki trenutno potekajo v trgovinskih odnosih zaradi naraščanja geopolitičnih napetosti. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja

³ Motnje v Rdečem morju ter njihov vpliv na svetovno gospodarstvo in euroobmočje so podrobnejne obravnavane v okvirju 3 v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2024.

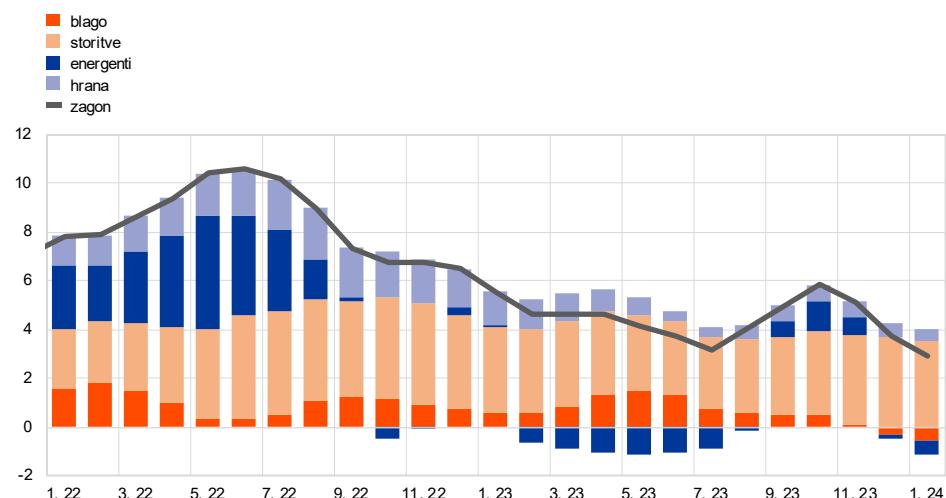
bo predvidoma okrevalo počasneje, kot je bilo napovedano v prejšnjih projekcijah, saj okrevanje zavira šibkejša lanskoletna rast uvoza v glavnih trgovinskih partnericah euroobmočja, vključno z Združenim kraljestvom ter državami srednje in vzhodne Evrope. Zaradi šibkega uvoza v teh državah se zunanje povpraševanje euroobmočja povečuje počasneje, kot je bilo predvideno v decembrskih projekcijah.

Trend postopne dezinflacije se je nadaljeval. Skupna inflacija, merjena z indeksom cen živiljenjskih potrebščin (CPI), je januarja v državah članicah OECD upadla na 5,7%, potem ko je mesec prej znašala 6,0%. Osnovna inflacija (brez hrane in energentov) se je januarja rahlo znižala na 6,6%, potem ko je decembra znašala 6,7%. Zagon skupne inflacije po CPI, merjen kot trimesečna sprememba v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, preračunano na letno raven, nakazuje, da se bo v letu 2024 svetovni trend zniževanja inflacije verjetno nadaljeval, čeprav počasneje kot lani (graf 3). To potrjujejo tudi najnovejše vrednosti indeksa vodilj nabave (PMI) o lastnih in prodajnih cenah, ki deluje kot vodilni indeks o verjetnem prihodnjem gibanju svetovnih cen osnovnih dobrin in storitev. V marčnih projekcijah se pričakuje, da se bo v razvitih gospodarstvih inflacija v opazovanem obdobju postopno zniževala proti ciljnim vrednostim centralnih bank, medtem ko bo v nastajajočih tržnih gospodarstvih letos predvidoma rahlo zrasla, zatem pa začela ponovno upadati. Tako je v projekcijah predvideno, da se bo inflacija zvišala v nekaterih večjih gospodarstvih, kot so Kitajska, Rusija in Turčija. Rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja bo letos predvidoma postala pozitivna in v preostanku obdobja projekcij vztrajala blizu svojega ocenjenega dolgoročnega povprečja. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila ta rast za leto 2024 rahlo popravljena navzdol, ker so se pritiski v dobavnih verigah zmanjšali, cene energetskih surovin pa so upadle.

Graf 3

Zagon skupne inflacije, merjene s cenami živiljenjskih potrebščin, v državah OECD

(trimesečna sprememba glede na prejšnje tri mesece na letni ravni v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: Prispevki skupin k zagonu skupne inflacije v državah OECD, predstavljeni v grafu, so izračunani od spodaj navzgor iz razpoložljivih podatkov za posamezne države, ki skupaj predstavljajo 84% agregata OECD. Inflacija v skupini blaga je izračunana kot prispevek vsega blaga minus prispevek energentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2024.

Od decembrskih projekcij so cene surove nafte večinoma ostale nespremenjene, evropske cene plina pa so se precej znižale. Cene nafte kljub povečanemu geopolitičnemu tveganju na Bližnjem vzhodu ostajajo razmeroma stabilne. Napadi Hutijev na ladje v Rdečem morju so nekoliko ovirali trgovanje z nafto. Po drugi strani je trgovina z nafto skozi mnogo pomembnejšo Hormuško ožino ostala večinoma neprizadeta, kar je zmanjševalo gospodarski vpliv teh napadov. Poleg tega je bil ladijski promet po Rdečem morju preusmerjen okrog Afrike, tako da je pritisk na zvišanje cen nafte zaradi višjih stroškov ladijskega prevoza ostal omejen, saj stroški prevoza predstavljajo le približno 1–2% cene nafte. Na cene nafte ni bistveno vplivalo niti zmanjšanje proizvodnje, ki ga je konec novembra napovedala skupina OPEC+ in je veljalo za prvo četrletje 2024, nedavno pa je bilo podaljšano tudi na drugo četrletje. Na splošno se pričakuje, da bo svetovni naftni trg zaradi večje ponudbe nafte iz ZDA in šibkejšega povpraševanja po nafti v razvitih gospodarstvih v prvem četrletju 2024 ostal v ravnovesju, preostanek leta pa v presežku. Evropske cene plina so strmo upadle, kar je predvsem posledica šibkejšega povpraševanja, ki ga je povzročila kombinacija dejavnikov, kot so mila zima, manjša poraba plina v gospodinjstvih in šibkejša industrijska aktivnost. K nižjim cenam plina so prispevali tudi dejavniki na strani ponudbe, saj so zaloge plina še vedno polne.

V ZDA rast ostaja močna, vendar se pričakuje, da se bo letos umirila. Visokofrekvenčni kazalniki, kot sta zaupanje potrošnikov in prodaja v trgovini na drobno, dajejo precej mešano sliko o zasebni potrošnji na začetku leta 2024, potem ko so bili v zadnjem četrletju 2023 rezultati zelo dobri. Naraščanje števila primerov neodplačevanja potrošniških posojil kaže, da je finančno stanje gospodinjstev pod vse večjim pritiskom, stopnja varčevanja gospodinjstev pa je na nizki ravni 4%. Poleg tega gospodarsko aktivnost še naprej zavira restriktivna denarna politika ameriške centralne banke. Trg dela po dolgoročnih standardih sicer ostaja napet, vendar se postopno ohlaja, rast plač pa se je rahlo zmanjšala, čeprav je še vedno povišana. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je januarja rahlo znižala na 3,1%, k čemur so največ prispevale cene energentov, medtem ko je medletna osnovna inflacija ostala stabilna na ravni 3,9%. Cene osnovnih storitev so se zvišale predvsem zaradi ponovnega hitrejšega naraščanja cen nestanovanjskih komponent. Sektorska razčlenitev inflacije v skupini zasebne potrošnje kaže na učinkovit prenos denarne politike ameriške centralne banke v tem ciklu zaostrovanja, saj se je inflacija bolj znižala v tistih sektorjih, ki so občutljivi na obrestne mere, kot v sektorjih, ki na obrestne mere niso občutljivi.

Na Kitajskem najnovejši kazalniki gospodarske aktivnosti dajejo mešano sliko, ob nadalnjem prilagajanju na trgu stanovanjskih nepremičnin. Medtem ko se je decembra rast industrijske proizvodnje medletno rahlo okrepila na 6,5%, so anketni rezultati za prve mesece letošnjega leta neenotni. Šibek sektor stanovanjskih nepremičnin ostaja glavna zavora gospodarske aktivnosti in upočasnjuje zlasti rast zasebne potrošnje. Prilagajanje v stanovanjskem sektorju se nadaljuje tudi v letu 2024, saj se je prodaja novih stanovanj močno zmanjšala, število začetih gradenj in prodaja zemljišč pa stagnirata na zelo nizki ravni. Zaradi takšnih neugodnih gibanj je delniški trg v zadnjem času močno nihal, zaupanje potrošnikov pa se je ustalilo na zgodovinsko nizki ravni. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, je

januarja upadla na $-0,8\%$, potem ko je decembra znašala $-0,3\%$, k čemur je največ prispevalo nadaljnje zniževanje cen hrane. Medletna osnovna inflacija, merjena z indeksom CPI (brez hrane in energentov), je ostala pozitivna na ravni $0,4\%$. Nizka raven osnovne inflacije odraža zelo šibko povpraševanje potrošnikov.

Na Japonskem se je realni BDP v zadnjem četrtletju 2023 nepričakovano

zmanjšal. Gospodarska aktivnost je v četrtem četrtletju ponovno upadla, in sicer za $0,1\%$, potem ko se je v tretjem četrtletju po popravku navzdol skrčila za $0,8\%$. Ta rezultat odraža šibko domače povpraševanje, ki je bilo razmeroma široko osnovano. V začetku leta 2024 bo rast verjetno znova postala pozitivna, kot napovedujejo boljši anketni kazalniki, zlasti za storitveni sektor, in krepitev zaupanja potrošnikov. Skupna medletna inflacija je januarja 2024 znašala $2,2\%$, kar je nad tržnimi pričakovanji, a pod ravnimi, ki so bile zabeležene proti koncu lanskega leta. Skupna inflacija se je znižala predvsem zaradi počasnejše rasti cen hrane in upadanja cen energentov. Osnovna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je januarja prav tako znižala, na $2,6\%$, potem ko je bila decembra na ravni $2,8\%$.

V Združenem kraljestvu je gospodarska aktivnost v četrtem četrtletju ponovno

oslabila. Realna rast BDP je presenetila navzdol, saj se je skrčila na $-0,3\%$, potem ko je v tretjem četrtletju znašala $-0,1\%$. K skrčenju je največ prispeval upad neto trgovinske menjave, saj se je močno zmanjšal izvoz storitev. Slabša od pričakovanj sta bila tudi zasebna potrošnja in državna poraba, pri čemer se je slednja zmanjšala predvsem zaradi ponavljajočih se stavk v javnem sektorju. Sestavljeni indeks PMI, prodaja v trgovini na drobno in kazalniki zaupanja so januarja 2024 še naprej rasli, kar kaže, da rast v Združenem kraljestvu pridobiva zagon, saj nižji stroški financiranja, rast realnega razpoložljivega dohodka in odporen trg dela podpirajo domače povpraševanje. Trg dela se postopno ohlaja, vendar je dolgoročno gledano še vedno napet. Število oglaševanih prostih delovnih mest se je zmanjšalo, vendar je napetost trga dela, merjena kot število prostih delovnih mest na zaposleno osebo, še vedno večja od preteklih povprečij. Zadnji podatki o zasebnih prihodkih kažejo, da se je nominalna rast plač v treh mesecih do decembra upočasnila na $6,2\%$, potem ko je v treh mesecih do novembra znašala $6,6\%$, in pričakuje se, da se bo še naprej upočasnevala. Januarja je skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, ostala stabilna na ravni $4,0\%$, osnovna inflacija pa na ravni $5,1\%$. V naslednjih nekaj mesecih se bo skupna inflacija po pričakovanjih spustila bliže 2-odstotnemu inflacijskemu cilju britanske centralne banke, vendar bo zaradi baznih učinkov iz preteklih povečanj reguliranih računov za energijo to znižanje le začasno.

2

Gospodarska aktivnost

Gospodarska aktivnost v euroobmočju je ob koncu leta 2023 še vedno stagnirala pod vplivom šibke svetovne trgovinske menjave, zmanjševanja zalog in transmisije zaostrovanja denarne politike ECB. Aktivnost naj bi bila umirjena tudi v bližnji prihodnosti, v nadaljevanju leta pa naj bi se zaradi zniževanja inflacije, močne rasti plač in krepitve tujega povpraševanja postopno povečevala. Anketni podatki še naprej kažejo, da bo rast v kratkoročnem obdobju majhna ali ničelna, vendar so iz večine anketnih kazalnikov o prihodnjih gibanjih razvidni nekateri znaki izboljšanja. Zasebna potrošnja je še vedno šibka, saj so potrošniki še vedno cenovno občutljivi in odlašajo z večjimi nakupi, vendar naj bi se to ob povečanju razpoložljivega dohodka izboljšalo. Izpolnjena zaostala naročila in zaostrena denarna politika negativno vplivajo na kratkoročne obete glede podjetniških naložb, čeprav izboljšanje zaupanja vlagateljev nakazuje, da bi lahko prišlo do okrevanja v nadaljevanju leta. V nasprotju s tem bodo stanovanske naložbe verjetno še naprej šibke. Čeprav se povpraševanje po delavcih še naprej zmanjšuje, se je zaposlenost v zadnjem četrletju 2023 še naprej povečevala skladno z rastjo delovne sile. V srednjeročnem obdobju bo k okrejanju prispevalo tudi postopno pojemanje vpliva zaostrene denarne politike.

Take obete kažejo marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,6%, v letu 2025 naj bi se povečala na 1,5%, v letu 2026 pa na 1,6%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami za euroobmočje, ki so jih decembra 2023 pripravili strokovnjaki Eurosistema, so bili obeti za rast BDP v letu 2024 popravljeni navzdol, za leti 2025 in 2026 pa ostajajo nespremenjeni.

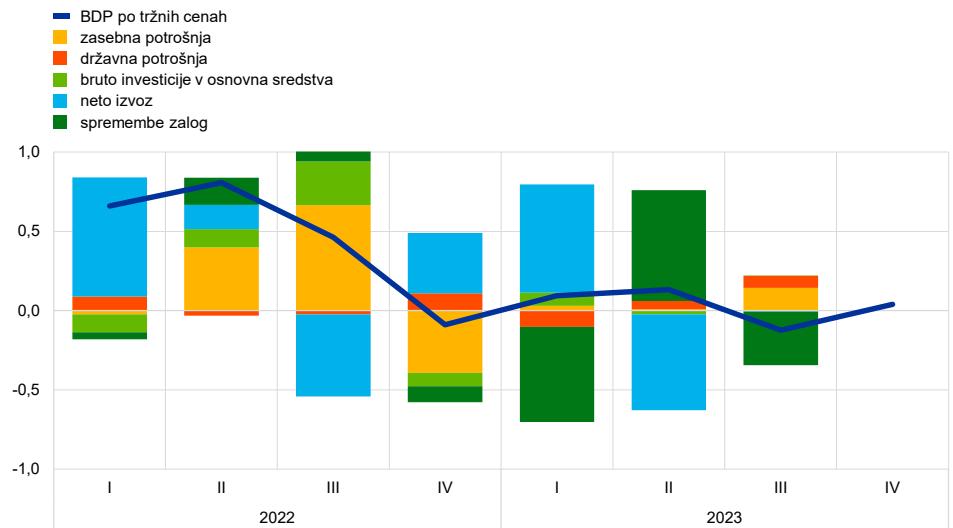
Gospodarska aktivnost v euroobmočju je ob koncu leta 2023 še vedno stagnirala. Po Eurostatovi prvi oceni je realni BDP v zadnjem četrletju 2023 zaradi vse večjega vpliva šibke svetovne trgovinske menjave in intenzivne transmisije denarne politike dosegel ničelno medčetrtletno rast (graf 4). To pomeni, da je gospodarska aktivnost od tretjega četrletja 2022 večinoma stabilna.⁴

⁴ Razčlenitev BDP po izdatkovnih komponentah za zadnje četrletje 2023 je bila objavljena po presečnem datumu za podatke v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 4

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

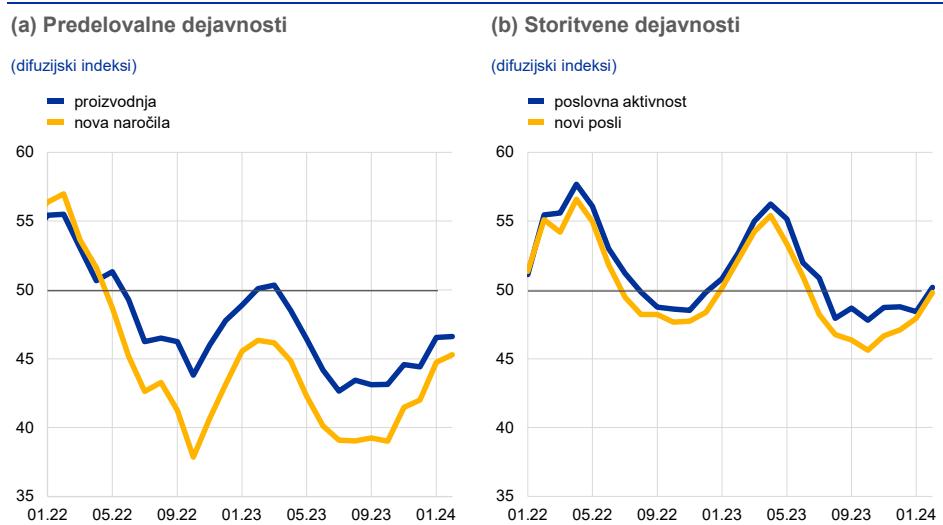
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2023 pri BDP in na tretje četrtletje 2023 pri vseh drugih postavkah.

Gospodarska aktivnost bo v prvem četrtletju 2024 predvidoma ostala šibka.

Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti je januarja in februarja v povprečju znašal 48,6, medtem ko je v zadnjem četrtletju 2023 znašal 47,2. Čeprav se je očitno zvišal od zadnje najnižje ravni (46,5), dosežene v oktobru 2023, je še vedno nižji od praga rasti (50). Kar zadeva posamezne sektorje, je bil indeks PMI za predelovalne dejavnosti februarja še vedno v območju krčenja, čeprav se je od lanskega poletja vztrajno zviševal (graf 5, slika a). Indeks o novih naročilih se je zvišal nekoliko močneje, kar je verjetno povezano z zmanjševanjem zaostankov pri izpolnjevanju naročil. Dinamika gospodarske aktivnosti v storitvenih dejavnostih je bila stabilnejša na višji ravni, ki pa je bila v zadnjih mesecih še vedno nizka, nato pa se je februarja zvišala, kar pomeni, da se je zniževanje, ki se je začelo lani, ustavilo (graf 5, slika b).

Graf 5

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2024.

Na splošno je bil trg dela v zadnjem četrtletju 2023 še vedno odporen proti

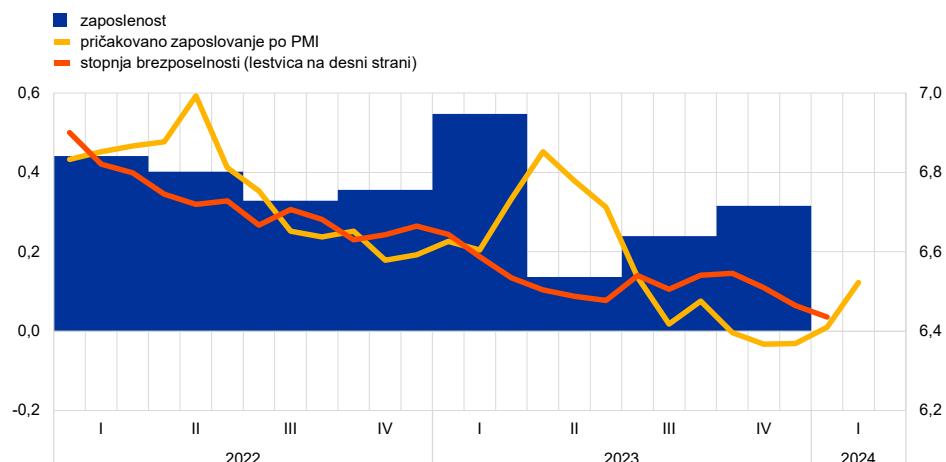
šibki gospodarski aktivnosti. Zaposlenost se je v zadnjem četrtletju 2023 povečala za 0,3% (graf 6, slika a) predvsem zaradi nadaljnje rasti obsega delovne sile, ki se je v omenjenem četrtletju prav tako povečal za 0,3%. Nasprotno prvi začasni podatki kažejo, da se je povprečno število opravljenih delovnih ur v zadnjem četrtletju 2023 zmanjšalo, kar pomeni, da gre za kopičenje delovne sile (del delovne sile kot proizvodnega dejavnika, ki ga podjetje med proizvodnim procesom v določenem trenutku ne izkorišča v celoti). Stopnja brezposelnosti se je malenkostno znižala s 6,5% v decembru na 6,4% v januarju, s čimer je doseglaj najnižjo raven od uvedbe eura. Povpraševanje po delavcih se je zmanjšalo, a je še vedno veliko, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v zadnjem četrtletju 2023 znižala na 2,7%, kar je 0,2 odstotne točke manj kot v prejšnjem četrtletju.

Graf 6

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti ter sektorski PMI o zaposlovanju v euroobmočju

(a) Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti

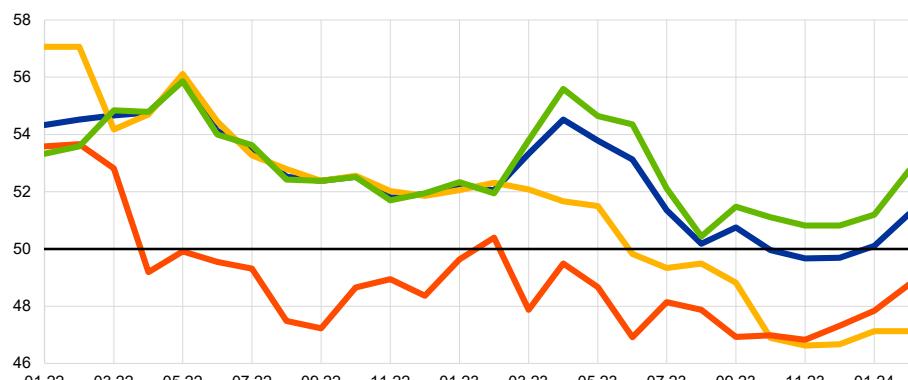
(lestvica na levi strani: medčetrtletne spremembe v odstotkih, difuzijski indeks; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



(b) Sektorski PMI o zaposlovanju

(difuzijski indeksi)

— sestavljeni indeks
— predelovalne dejavnosti
— gradbeništvo
— storitvene dejavnosti



Viri: Eurostat, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a črti označujeta mesečno gibanje, stolci pa prikazujejo četrtletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtek 2023 pri zaposlenosti, na februar 2024 pri pričakovanim zaposlovanju po PMI in na januar 2024 pri stopnji brezposelnosti. Na sliki b se zadnji podatki nanašajo na februar 2024.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da se rast zaposlenosti v prvem četrtletju 2024 nadaljuje. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je povečal s 50,1 v januarju na 51,2 v februarju, kar pomeni, da se je zaposlenost še povečala. Ta kazalnik se je od aprila 2023, ko je dosegel najvišjo vrednost, precej zmanjšal, vendar se je nato v zadnjih dveh mesecih znova povečal, k čemur so prispevale storitvene dejavnosti (graf 6, slika b). Kazalnik PMI za storitvene dejavnosti se je zvišal z 51,2 v januarju na 52,7 v februarju, medtem ko je kazalnik PMI za predelovalne dejavnosti ostal v območju krčenja.

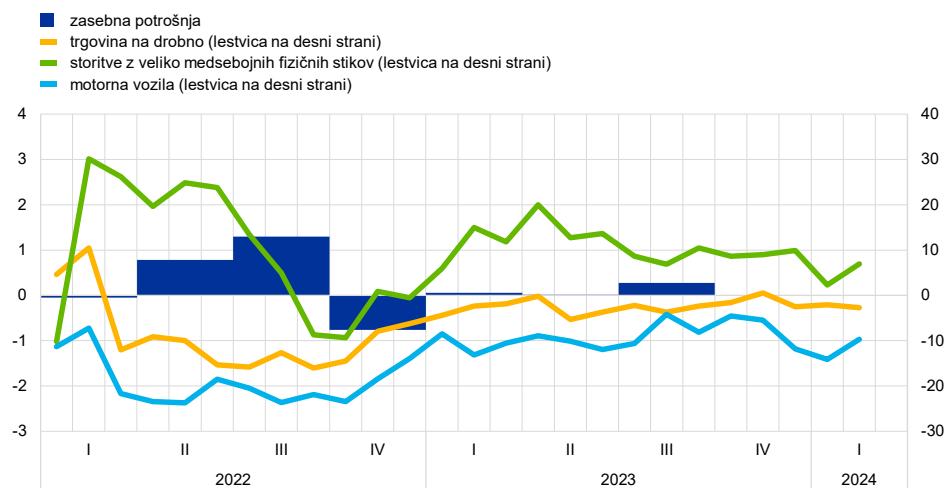
Zasebna potrošnja je v zadnjem četrtletju 2023 verjetno stagnirala, najnovejši podatki pa kažejo, da so kratkoročni obeti še naprej slabi. Iz agregiranih

razpoložljivih podatkov za posamezne države o zasebni potrošnji je razvidno, da je zasebna potrošnja v zadnjem četrletju 2023 stagnirala, pri čemer se je potrošnja storitev verjetno rahlo povečala, kar je odtehtal upad potrošnje izdelkov.⁵ To se kaže v še naprej skromnem obsegu prodaje v trgovini na drobno in prodaje avtomobilov, ki je bil ob koncu leta še vedno umirjen in v januarju manjši od povprečja v zadnjem četrletju. Poleg tega najnovejši anketni podatki še naprej kažejo, da je potrošnja izdelkov na začetku leta na splošno šibka. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je februarja malenkostno povečal, vendar ostaja nekoliko pod dolgoročnim povprečjem. Hkrati so bili v prvih dveh mesecih leta 2024 kazalniki Komisije o pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno še vedno umirjeni, pričakovana prodaja motornih vozil pa se je od zadnjega četrletja 2023 zmanjšala. Pričakovanja glede poslovanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov so se v januarju zmanjšala, vendar so se v februarju ponovno povečala, pri čemer so ostala v območju rasti (graf 7). Iz ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev za januar je razvidno tudi vztrajno pričakovano povpraševanje po počitniških rezervacijah. Vztrajno razliko med potrošnjo izdelkov in potrošnjo storitev na splošno potrjuje analiza ankete o pričakovanjih gospodinjstev, iz katere je razvidno, da so gospodinjstva potrošnjo izdelkov v zadnjih nekaj letih prilagodila predvsem zaradi spopadanja z inflacijskimi pritiski, medtem ko se je potrošnja storitev v zvezi z rekreacijo in potovanji še naprej povečevala, kar nakazuje spremembo preferenc.⁶

Graf 7

Zasebna potrošnja ter pričakovanja glede trgovine na drobno, storitev in motornih vozil

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; neto ravnotežja v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Pričakovanja glede poslovanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil), pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in pričakovana prodaja motornih vozil za naslednje tri mesece se nanašajo na neto ravnotežja v odstotkih; »storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov« so nastanitvene storitve, storitve potovanj in storitve prehrane. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2023 pri zasebni potrošnji ter na februar 2024 pri pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno, v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in na področju motornih vozil.

⁵ Zajetje držav v izdatkovni razčlenitvi BDP je okrog 89%.

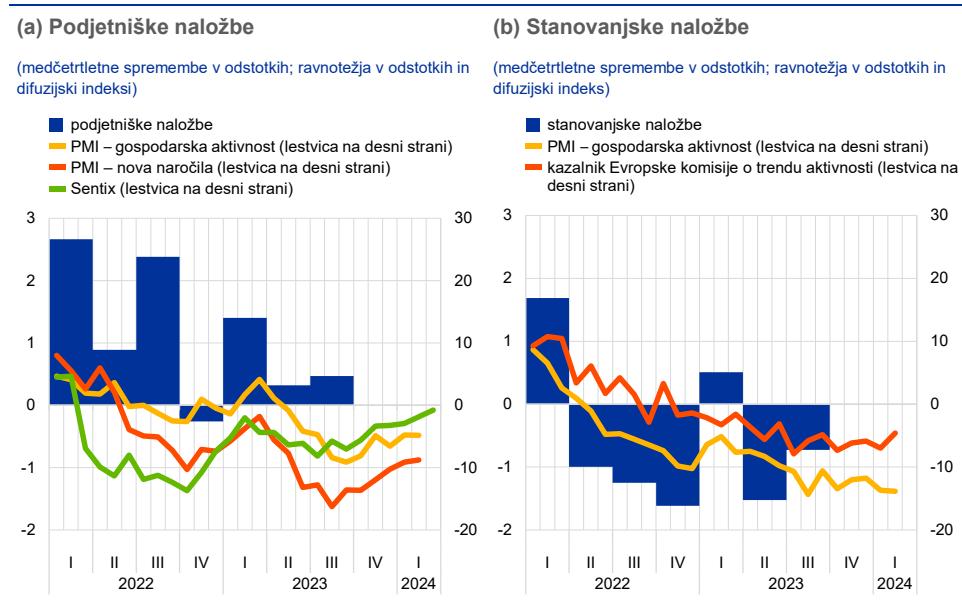
⁶ Glej okvir z naslovom »Kako so gospodinjstva prilagodila potrošnjo in varčevanje pri spopadanju z visoko inflacijo?« v tej številki Ekonomskega biltena.

Podjetniške naložbe so se v zadnjem četrtletju 2023 verjetno močno zmanjšale, v kratkoročnem obdobju pa naj bi ostale šibke. Iz agregiranih razpoložljivih podatkov za posamezne države o negradbenih naložbah (brez neopredmetenih naložb na Irskem) je razvidno, da so se v zadnjem četrtletju 2023 medčetrtletno zmanjšale za 1,6%, medtem ko se je industrijska proizvodnja v sektorju proizvodov za investicije v euroobmočju (brez Irske), ki podjetjem v euroobmočju in drugje dobavlja proizvode za investicije, dodatno zmanjšala.⁷ Zaradi izpolnjenih zaostalih naročil, ki so v zadnjih nekaj četrtletjih podpirala podjetniške naložbe, je bil izrazit upad naložb v zadnjem četrtletju verjetno posledica šibke gospodarske aktivnosti ob močni transmisiji denarne politike. Kar zadeva kratkoročne obete, je iz indeksa PMI za sektor proizvodov za investicije razvidno, da se je zmanjševanje proizvodnje in novih naročil v zadnjem četrtletju leta upočasnilo (graf 8, slika a). Vendar pa je iz bolj v prihodnost usmerjenih podatkov za širše gospodarstvo, kot se kažejo v podindeksu Sentix o zaupanju vlagateljev za naslednjih šest mesecev, razvidno, da se podjetniške naložbe od septembra 2023 povečujejo, pri čemer se je indeks zvišal na četrtletno povprečje, ki ni bilo doseženo vse od začetka leta 2022. Poleg tega naj bi se po podatkih iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju, opravljene januarja 2024, povpraševanje po dolgoročnejših posojilih (ki se ponavadi uporablja za investicije v osnovna sredstva) ponovno začelo povečevati v prvem četrtletju 2024. Pozneje naj bi k privabljanju podjetniških naložb, povezanih z zelenim in digitalnim prehodom, prispevalo tudi zapozneno črpanje sredstev iz sklada »EU naslednje generacije«.

⁷ Podatki, ki so postali na voljo po presečnem datumu za to številko, to večinoma potrjujejo.

Graf 8

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



Viri: Eurostat, European Commission, S&P Global Market Intelligence, Sentix in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Črte se nanašajo na odgovore sektorja proizvodov za investicije, razen podindeksa Sentix za naslednjih šest mescev, ki kaže širše zaupanje viagateljev za prihodnje obdobje (zaradi prilagoditev so časovne vrste deljene s tri). Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2023 pri podjetniških naložbah, na marec 2024 pri indeksu Sentix in na februar 2024 pri vseh drugih postavkah. Na sliki b se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na oceno gradbenega sektorja glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2023 pri stanovanjskih naložbah in na februar 2024 pri vseh drugih postavkah.

Stanovanjske naložbe so se v zadnjem četrtletju 2023 verjetno nekoliko zmanjšale, še najprej pa naj bi se zmanjševale tudi v kratkoročnem obdobju. Iz agregiranih razpoložljivih podatkov iz nacionalnih računov je razvidno, da so se stanovanjske naložbe v euroobmočju v zadnjem četrtletju 2023 v primerjavi s tretjim četrtletjem zmanjšale za 0,4%, medtem ko je gradnja stavb v euroobmočju – vodilni kazalnik za stanovanjske naložbe – upadla za 0,5%. Kratkoročni kazalniki nakazujejo, da se bodo stanovanjske naložbe v prvem četrtletju 2024 dodatno zmanjšale, pri čemer bosta indeksi PMI o stanovanjski gradnji in kazalnik Evropske komisije o gradbeni aktivnosti na začetku leta ostala v območju krčenja (graf 8, slika b). V celoti gledano je nadaljnje zmanjševanje stanovanjskih naložb posledica precejšnjega zvišanja hipotekarnih obrestnih mer zaradi zaostrene denarne politike in negativnega vpliva na cenovno dostopnost stanovanj. Vztrajno visoka raven obrestnih mer bo verjetno povzročila, da stanovanja še vedno ne bodo ustrezno cenovno dostopna, kar bo še naprej zaviralo dinamiko stanovanjskih naložb.

Rast izvoza euroobmočja je bila ob prelому leta še vedno umirjena. Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja se je decembra medčetrtletno zmanjšal, saj ga je še naprej zaviralo skromno svetovno povpraševanje. Tako se je šibka rast kitajskega gospodarstva odražala v nizki ravni izvoza na Kitajsko, medtem ko so bili pri izvozu v ZDA znaki okrevanja. Hkrati so na izvoz negativno vplivali izzivi cenovne konkurenčnosti, ki so bili odraz visokih, čeprav vse nižjih, cen emergentov in pretekle apreciacije eura. Obenem je uvoz euroobmočja decembra ostal umirjen zaradi šibke gospodarske aktivnosti v euroobmočju. Ker se je uvoz še naprej zmanjševal hitreje

kot izvoz, je bil prispevek neto izvoza k BDP v zadnjem četrletju še vedno pozitiven. Glede gibanj v prihodnosti naj bi se ob ponovni krepitvi povpraševanja in popuščanju pritiskov zunanje cenovne konkurenčnosti izvoz začel ponovno povečevati. Vendar pa je iz anketnih kazalnikov razvidno, da bo ob še vedno negativni rasti novih izvoznih naročil v kategorijah blaga in storitev rast obsega izvoza euroobmočja v bližnji prihodnost še naprej šibka.

Rast v euroobmočju naj bi letos po pričakovanjih ciklično okrevala. Če ne bo dodatnih šokov, bo ob zmanjševanju inflacije in močni rasti plač okrevanje na začetku rezultat povečevanja realnega razpoložljivega dohodka, ki bo podpiralo zasebno potrošnjo. V srednjeročnem obdobju bodo k okrevanju prispevale tudi naložbe, ki bodo deloma odraz postopnega pojemanja vpliva zaostrovanja denarne politike ECB.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,6%, v letu 2025 se bo povečala na 1,5% in v letu 2026 na 1,6%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami za euroobmočje, ki so jih decembra 2023 pripravili strokovnjaki Eurosistema, so bili obeti za rast BDP v letu 2024 popravljeni navzdol, za leti 2025 in 2026 pa ostajajo nespremenjeni.⁸

⁸ Glej »[Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljene 7. marca 2024 na spletnem mestu ECB.

3

Cene in stroški

Skupna inflacija v euroobmočju se je znižala z 2,8% v januarju 2024 na 2,6% v februarju. Večina meril osnovne inflacije se je januarja nadalje znižala, prav tako pa se je februarja znižala tudi inflacija brez emergentov in hrane. Vseeno so domači cenovni pritiski še vedno povišani, kar je deloma posledica močne rasti plač in upadanja produktivnosti dela. Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so februarja ostala približno stabilna in so se večinoma gibala okrog 2%. Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje se bo skupna inflacija postopoma zniževala in v povprečju znašala 2,3% v letu 2024, 2,0% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026.

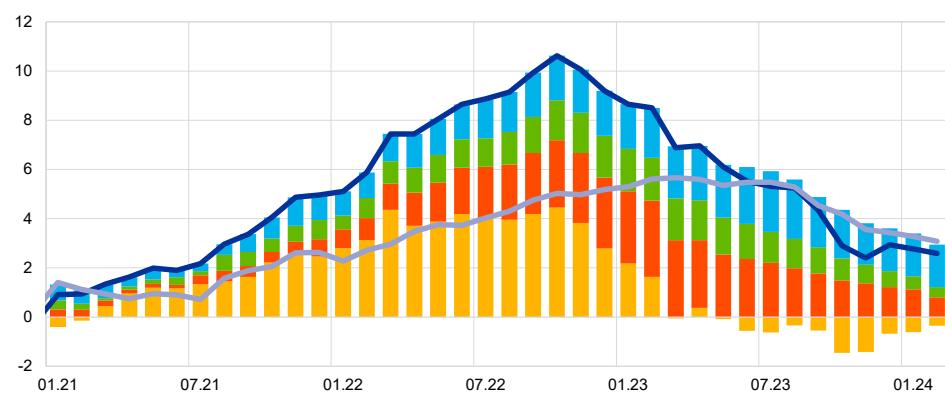
Po Eurostatovi prvi oceni se je skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen živiljenjskih potrebščin (HICP), znižala z 2,8% v januarju na 2,6% v februarju (graf 9). Znižanje je bilo posledica nižje stopnje inflacije v vseh glavnih skupinah razen inflacije v skupini emergentov, ki je februarja postala manj negativna (-3,7%, potem ko je januarja znašala -6,1%). Inflacija v skupini hrane se je še naprej umirjala in je upadla s 5,6% v januarju na 4,0% v februarju. Znižanje je odražalo nižjo medletno stopnjo rasti cen predelane in nepredelane hrane, ki je bila posebno izrazita v skupini nepredelane hrane, in sicer zaradi negativnih baznih učinkov, ki izhajajo iz gibanj v letu 2023. Inflacija brez emergentov in hrane je še dodatno upadla s 3,3% v januarju na 3,1% v februarju, in sicer zaradi znižanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen emergentov (1,6% februarja, potem ko je januarja znašala 2,0%) in inflacije v skupini storitev (3,9% februarja, potem ko je januarja znašala 4,0%). Zniževanje stopnje rasti cen predelane hrane in industrijskih proizvodov razen emergentov odraža nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige, medtem ko je bolj vztrajna inflacija v skupini storitev poleg drugih dejavnikov povezana tudi z večjo vlogo stroškov dela pri nekaterih njenih postavkah.

Graf 9

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- inflacija
- inflacija brez emergentov in hrane
- energenti
- hrana
- industrijski proizvodi razen emergentov
- storitve



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

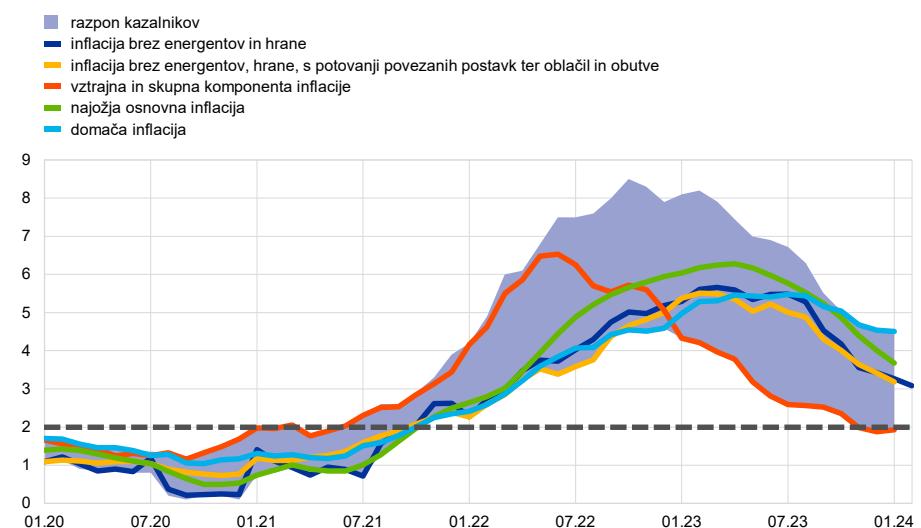
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2024 (prva ocena).

Po najnovejših razpoložljivih podatkih se je večina kazalnikov osnovne inflacije še naprej zniževala zaradi popuščanja preteklih šokov, ki so prizadeli energetske stroške, in motenj v dobavnih verigah ter zaradi šibkejšega povpraševanja ob bolj zaostreni denarni politiki (graf 10). Januarja so vrednosti kazalnikov znašale od 1,9% do 4,5%, pri čemer je bila vztrajna in skupna komponenta inflacije na dnu razpona, kazalnik domače inflacije pa na vrhu. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve se je znižala s 3,4% decembra na 3,2% januarja. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, se je znižal s 4,0% decembra na 3,7% januarja, medtem ko je modelsko merilo vztrajne in skupne komponente inflacije v istem obdobju ostalo nespremenjeno na 1,9-odstotni ravni. Kazalnik domače inflacije (brez postavk z velikim deležem uvoza) je bil najvišje in najvztrajnejše merilo, saj je decembra 2023 in januarja 2024 znašal 4,5%, kar odraža relativen pomen plačnih pritiskov.

Graf 10

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, HICP brez energentov in hrane, HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve, domača inflacija, 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino, vztrajno in skupno komponento inflacije, kazalnik najožje osnovne inflacije ter tehtano mediano. Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2024 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in na januar 2024 pri ostalih postavkah.

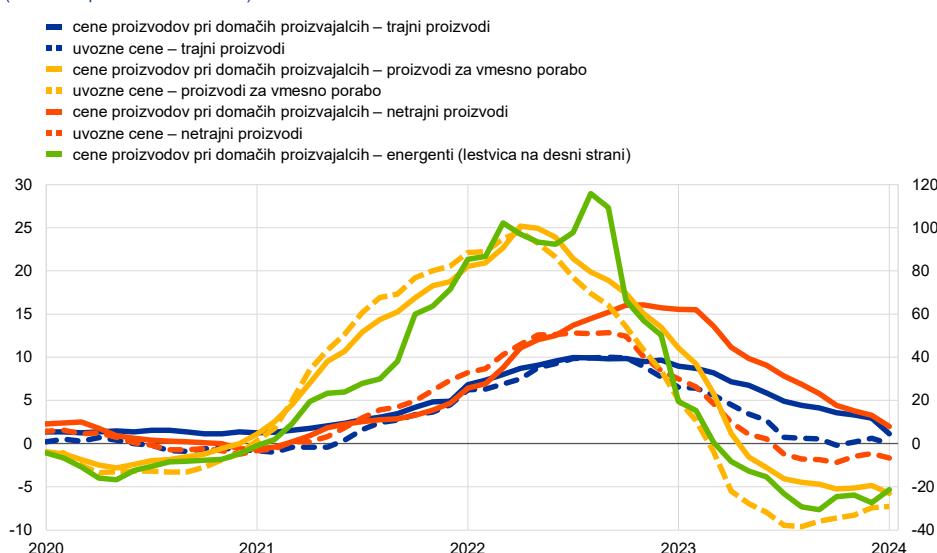
Pritiski iz proizvodne verige so še naprej popuščali, ker so kumulativni učinki preteklih šokov še naprej slabeli (graf 11). V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je sicer negativna od marca 2023, zvišala z -27,3% v decembru na -21,3% v januarju. Negativna je ostala tudi medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji (znižanje z -4,8% v decembru na -5,8% v januarju). Enako velja za rast uvoznih cen v skupini proizvodov za vmesno porabo (-7,3% januarja, potem ko je decembra znašala -7,4%). Medtem je v poznejših fazah cenovne verige rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini trajnih proizvodov za široko porabo upadla z 2,9% v decembru na 1,1% v januarju, medletna stopnja rasti uvoznih cen v tej skupini pa je januarja znašala nič, potem ko

je bila decembra na 0,6-odstotni ravni. To potrjuje sedanje postopno popuščanje nakopičenih cenovnih pritiskov iz proizvodne verige. Dodatno se je umirila tudi rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini netrajnih proizvodov, ki se je januarja nadalje znižala na 2,0%, kar je najnižja raven od maja 2021. Medletna stopnja rasti uvoznih cen netrajnih proizvodov je ostala negativna (-1,7% januarja, potem ko je decembra znašala -1,2%). Netrajni proizvodi za široko porabo vključujejo živilske proizvode, pri katerih se je medletna stopnja rasti cen pri proizvajalcih sprva zniževala hitreje kot pri neživilskih proizvodih. Vendar se v zadnjem času po hitrosti upada približala neživilskim proizvodom.

Graf 11

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2024.

Najnovejši podatki, ki so bili na voljo v času analize, nakazujejo, da so se domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, začeli zmanjševati.

Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je znižala s 6,1% v drugem četrletju 2023 na 5,9% v tretjem četrletju, in sicer zaradi manjšega prispevka dobička na enoto proizvoda (graf 12). Najnovejši podatki so torej potrdili predvideno blaženje močnejših pritiskov, ki izhajajo iz stroškov dela. Rahlo močnejša medletna rast stroškov dela na enoto proizvoda v tretjem četrletju odraža bolj negativno stopnjo rasti produktivnosti dela in prikriva dejstvo, da se je rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na zaposlenega ali na opravljeni delovno uro, rahlo znižala. Informacije, na voljo za veliko število držav, so kazale na nadaljnjo upočasnitve rasti plač v euroobmočju in na določeno umirjanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda v zadnjem četrletju 2023.⁹ Rast dogovorjenih plač se je znižala s 4,7% v tretjem

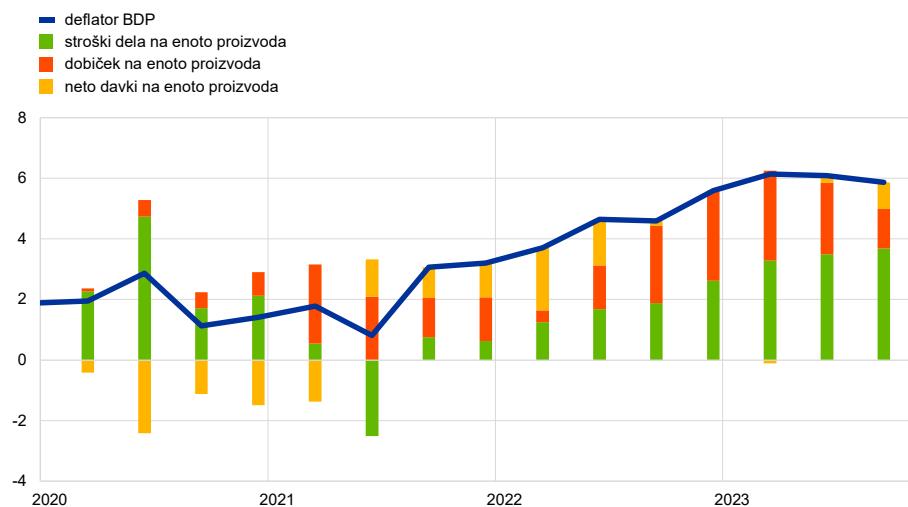
⁹ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 6. marec 2024. Po podatkih iz nacionalnih računov, objavljenih 8. marca 2024, je bila v zadnjem četrletju 2023 zabeležena šibkejša medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega (4,6%, potem ko je v tretjem četrletju znašala 5,1%) in stroškov dela na enoto proizvoda (5,8%, potem ko je v tretjem četrletju znašala 6,5%). Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je znižala s 5,9% v tretjem četrletju 2023 na 5,3% v zadnjem četrletju in je vključevala tudi znižanje rasti dobička na enoto proizvoda s 4,7% na 2,8%.

četrtletju 2023 na 4,5% v zadnjem četrtletju, kar potrjuje popuščanje plačnih pritiskov v zadnjem delu leta. Podatki o najnovejših plačnih dogоворih nakazujejo sedanje postopno popuščanje plačnih pritiskov, čeprav bodo ti v prihodnjem obdobju ostali na razmeroma visoki ravni.¹⁰

Graf 12

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2023. Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda, produktivnost dela pa negativno.

Anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj in tržna merila nadomestila za inflacijo so prav tako ostali večinoma nespremenjeni, pri čemer jih je bila večina na ravni okrog 2% (graf 13). Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrtletje 2024 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov iz marca 2024 je povprečje dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj (za leto 2028) znašalo 2,0%. Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobačnih izdelkov) na daljšem koncu krivulje so bila stabilna, pri čemer je terminska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let znašala okrog 2,3% in se je znižala z večletne najvišje ravni iz začetka avgusta 2023. Vendar je treba upoštevati, da ta tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, saj vključujejo tudi premije za inflacijsko tveganje. Modelske ocene dejanskih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, kažejo, da tržni udeleženci pričakujejo, da bo inflacija dolgoročneje na ravni okrog 2%. Tržna merila kratkoročne inflacije v euroobmočju nakazujejo, da vlagatelji pričakujejo, da se bo inflacija v letu 2024 dodatno znižala in bo v drugi polovici leta znašala povprečno 2%. Terminska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto je bila v obravnavanem obdobju večinoma nespremenjena in je znašala 2,1%. Na strani potrošnikov je bilo iz ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov iz januarja 2024 razvidno, da mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednje leto znaša

¹⁰ Glej Górnicka in Koester (urednika), »A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area«, Occasional Paper Series, št. 338, ECB, februar 2024.

3,3% v primerjavi s 3,2% v decembru, medtem ko so inflacijska pričakovanja čez tri leta ostala na 2,5-odstotni ravni.

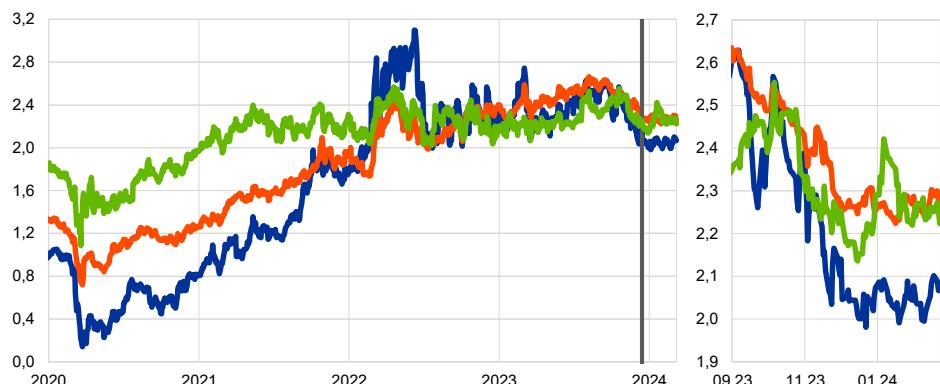
Graf 13

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)

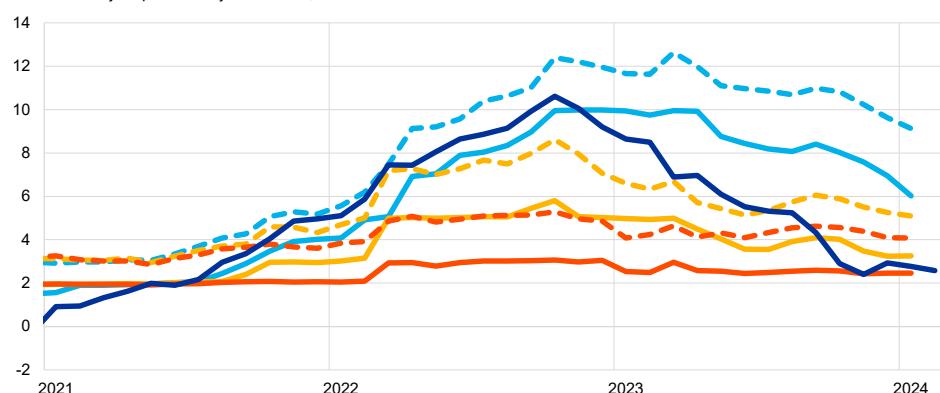
- terminska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto
- terminska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let
- ameriška 5-letna stopnja čez pet let



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)

- inflacija
- zaznana pretekla inflacija, aritmetična sredina/mediana
- inflacijska pričakovanja čez eno leto, aritmetična sredina/mediana
- inflacijska pričakovanja čez tri leta, aritmetična sredina/mediana



Viri: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, anketa o pričakovanjih potrošnikov in izračuni ECB.

Opombe: Slika A prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje in 5-letno terminska stopnjo »breakeven« inflacije čez pet let za ZDA. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. december 2023). Na sliki b prekinjene črte predstavljajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2024 pri terminskih obrestnih merah, na februar 2024 pri inflaciji (prva ocena) in na januar 2024 pri ostalih postavkah.

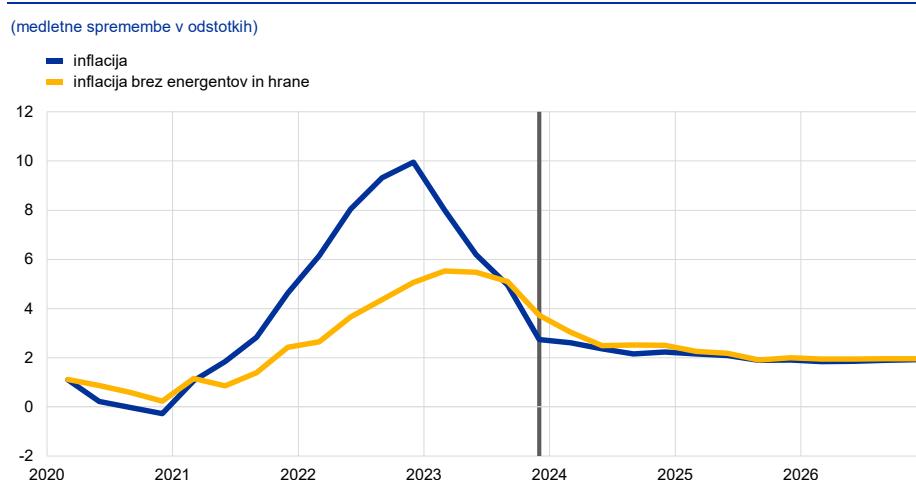
Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo skupna inflacija še dodatno umirila z 2,3% v letu 2024 na 2,0% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026 (graf 14).¹¹ Umirjanje odraža nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige ter zaostrovanje denarne politike. Rast plač bo po pričakovanjih ostala povišana zaradi visoke inflacije in pomanjkanja ustrezne delovne sile. Vseeno pa se bo nominalna rast plač po projekcijah postopno zniževala, a bo ostala povišana, kar bo do leta 2025 omogočilo približevanje realnih plač ravni, ki je prevladovala pred

¹¹ Več podrobnosti je v [marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

skokovitim porastom inflacije. V primerjavi z decembrskimi projekcijami so bile projekcije za skupno inflacijo za leti 2024 in 2025 popravljene za 0,4 oziroma 0,1 odstotne točke navzdol predvsem zaradi neposrednih in posrednih učinkov nižjih predpostavk o cenah energetskih surovin in manjših pritiskov s strani stroškov dela. Projekcije za skupno inflacijo v letu 2026 pa so nespremenjene. Inflacija brez energentov in hrane se bo v prihodnjih letih po projekcijah še dodatno umirila in bo v povprečju znašala 2,6% v letu 2024, 2,1% v letu 2025 in 2,0% v letu 2026. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila inflacija brez energentov in hrane popravljena navzdol za celotno obdobje projekcij. Tako je bila za leto 2024 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, za leto 2025 za 0,2 odstotne točke in za leto 2026 za 0,1 odstotne točke.

Graf 14

Inflacija in inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju



Viri: Eurostat in [marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2023 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2026 (projekcije). Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje so bile dokončane 21. februarja, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 9. februar 2024. Pretekli in dejanski podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane so četrletni.

4

Gibanja na finančnih trgih

V obravnavanem obdobju od 14. decembra 2023 do 6. marca 2024 sta bila na finančnih trgih v euroobmočju še naprej v ospredju tempiranje in višina prihodnjih rezov obrestnih mer denarne politike. Kratkoročne netvegane obrestne mere so se zvišale, medtem ko udeleženci na trgu pričakujejo poznejše in manjše število rezov obrestnih mer ECB v letu 2024. Ob koncu obravnavanega obdobia je terminska krivulja eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) skoraj v celoti vračunala prvo znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk v drugem četrtletju 2024 in 100 bazičnih točk skupnega znižanja med letom 2024. Dolgoročne netvegane obrestne mere so se po decembridski seji sprva znižale, vendar so se pozneje zvišale, kar je bilo v skladu z večjim prevrednotenjem ameriške krivulje, saj so podatki o rasti in inflaciji v ZDA pozitivno presenetili. Donosnost državnih obveznic se je gibala približno enako kot netvegane obrestne mere, pri čemer se je razpršitev razmikov državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč zmanjšala, vlagatelji pa so dobro absorbirali večje količine izdanih obveznic. Tečaji delnic euroobmočja so se rahlo povečali, vendar so bili slabši od ameriških zaradi nadaljnjih popravkov pričakovanih dobičkov v euroobmočju navzdol. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo apreciiral, vendar je v primerjavi z ameriškim dolarjem nekoliko depreciiral.

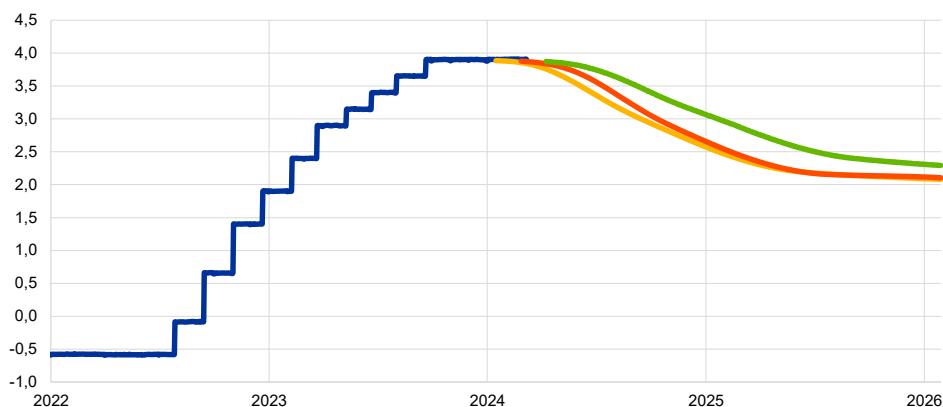
Terminska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je od decembridske seje Sveta ECB obrnila navzgor, saj so udeleženci na trgu popravili pričakovani čas prvega znižanja obrestnih mer na poznejje v drugem četrtletju 2024 (graf 15). Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala stabilna na ravni 3,9%, kar je odraz nespremenjene obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki jo Svet ECB od seje o denarni politiki septembra 2023 vzdržuje na 4-odstotni ravni. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 83 milijard EUR na 3.500 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica odplačil v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in zmanjšanja portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, saj Eurosistem ne reinvestira več izplačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v tem portfelju. Terminske obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki temeljijo na €STR, so se od decembridske seje Sveta ECB zvišale. To kaže, da udeleženci na trgu pričakujejo, da bo do prvega znižanja obrestnih mer prišlo nekoliko pozneje, kot je bilo prej pričakovano, in da bo do konca leta manj rezov obrestnih mer, kot je bilo prej pričakovano. Ob koncu obravnavanega obdobia je terminska krivulja skoraj v celoti vračunala prvo znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk v drugem četrtletju 2024 in 100 bazičnih točk skupnega znižanja med letom 2024.

Graf 15

Termske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)

- realizirana €STR
- terminska krivulja €STR 13. decembra 2023
- terminska krivulja €STR 24. januarja 2024
- terminska krivulja €STR 6. marca 2024



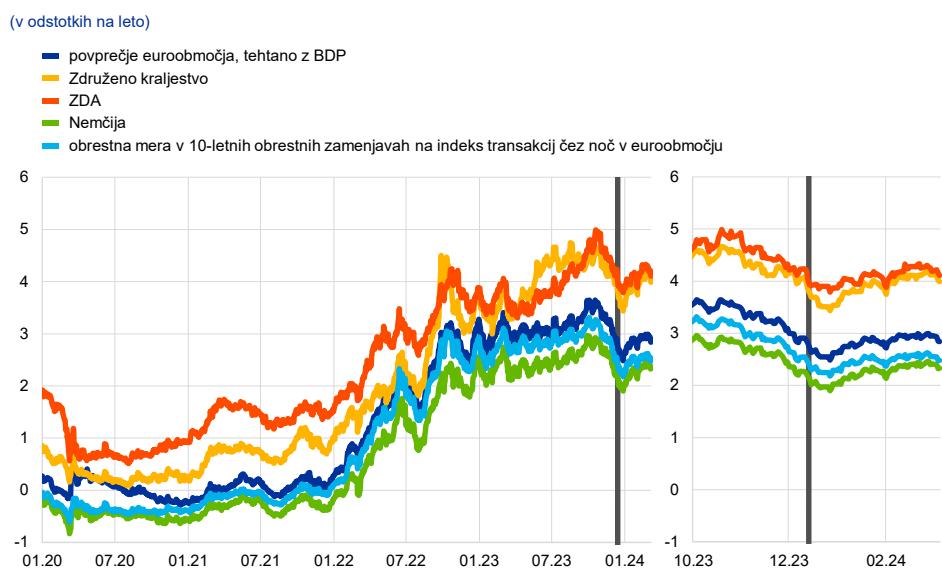
Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

Opomba: Terminska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se zvišale zaradi še močnejšega prevrednotenja krivulje obrestnih mer v ZDA, saj je ameriško gospodarstvo ostalo odporno (graf 16). Na začetku obravnavanega obdobja so se dolgoročne netvegane obrestne mere precej znižale: obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v eurih je bila konec decembra za približno 20 bazičnih točk nižja kot na začetku obravnavanega obdobja. Nato se je gibanje dolgoročnih netveganih obrestnih mer v euroobmočju več kot obrnilo, na splošno v skladu z močnejšim gibanjem donosnosti ameriških državnih obveznic, kar je bilo deloma posledica boljših makroekonomskeih podatkov v ZDA od pričakovanih in ponovne presoje denarne politike na obeh straneh Atlantika. Obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v eurih je nazadnje znašala približno 2,5%, kar je približno 10 bazičnih točk več kot na začetku obravnavanega obdobja. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic se je povečala za približno 19 bazičnih točk na 4,1%, britanskih državnih obveznic pa za približno 21 bazičnih točk na približno 4%.

Graf 16

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



Viri: LSEG in izračuni ECB.

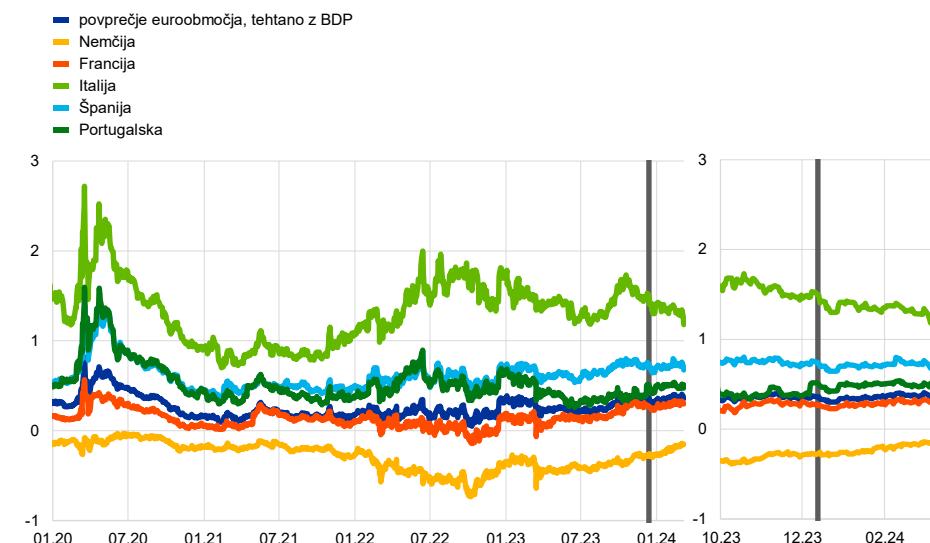
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. december 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2024.

Donosnost državních obveznic v euroobmočju se je gibala skladno z netveganimi obrestními merami, razmiki med državnimi obveznicami pa so se le malo spremenili (graf 17). Ob koncu obravnavanega obdobia je bila donosnost 10-letních državních obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, višja za približno 11 bazičních točk in je znašala približno 2,8%, tako da se je razmik nad obrestno mero v obrestních zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR le rahlo povečal. Razmiki v donosnosti državních obveznic med državami so se zmanjšali, ker so se zožili razmiki nekaterih državních obveznic z višjo donosnostjo, donosnost nemških državních obveznic pa je zmanjšala negativno vrzel glede na obrestno mero v obrestních zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Obravnavano obdobje je zaznamovala odpornost trga državních obveznic, ker so zasebni vlagatelji dobro absorbirali večje količine izdanih obveznic.

Graf 17

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: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. decembra 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2024.

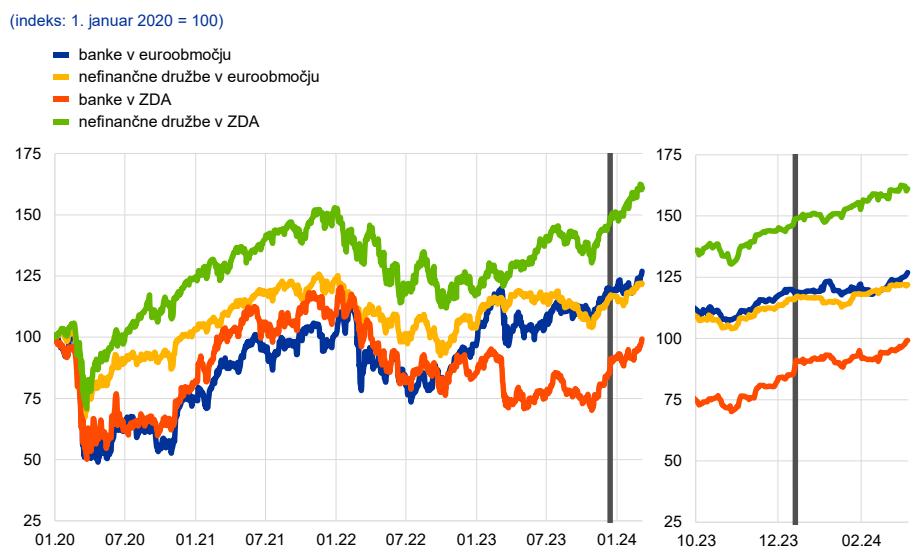
Razmiki v donosnosti visokodonosnih podjetniških obveznic so se ob naklonjenosti tveganju precej zmanjšali. V obravnavanem obdobju so se razmiki v donosnosti visokodonosnih podjetniških obveznic precej zmanjšali, in sicer za približno 37 bazičnih točk, zlasti v začetku leta. Padec je bil močnejši pri finančnih kot pri nefinančnih družbah. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so le zmerno nihali in so ostali praktično nespremenjeni. Dolgoročneje gledano so trenutne ravni razmikov v donosnosti podjetniških obveznic glede na pretekle vrednosti še vedno nizke, zlasti pri visokodonosnih obveznicah, ki so približno 50 bazičnih točk pod ravnimi, doseženimi decembra 2021, potem ko so se v letu 2022 povečale na približno 250 bazičnih točk nad temi ravnimi. Z nižjimi razmiki je bila zajezena rast stroškov tržnega dolžniškega financiranja v času, ko so netvegane obrestne mere občutno in hitro rasle.

Tečaji delnic v euroobmočju so se ob podpori dobrega razpoloženja na trgu okrepili kljub nadaljnjemu znižanju pričakovanih dobičkov in nekoliko višjim diskontnim stopnjama (graf 18). V obravnavanem obdobju se je širši borzni indeks v euroobmočju povečal, čeprav manj kot ameriški ekvivalent. Indeksa sta se zvišala za približno 6% oziroma 8%, po pričakovanjih pa bodo nominalni dobički v euroobmočju leta 2024 rasli precej manj kot v ZDA. Slabši rezultati v euroobmočju – ne le v obravnavanem obdobju, temveč tudi po najnižji ravni, doseženi konec oktobra – so bili dokaj splošno razširjeni, saj so se tako indeksi tržne kapitalizacije kot tudi enakovredno tehtani indeksi povečali manj kot v ZDA. Medtem ko so tečaji delnic finančnih družb na obeh straneh Atlantika rasli podobno hitro, je nefinančni sektor v euroobmočju dosegel slabše rezultate kot nefinančni sektor v ZDA. Tečaje

delnic v euroobmočju so podpirale nižje premije za tveganje lastniškega kapitala, ki so več kot odtehtale popravek napovedi dobičkov navzdol in višje diskontne stopnje.

Graf 18

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



Viri: LSEG in izračuni ECB.

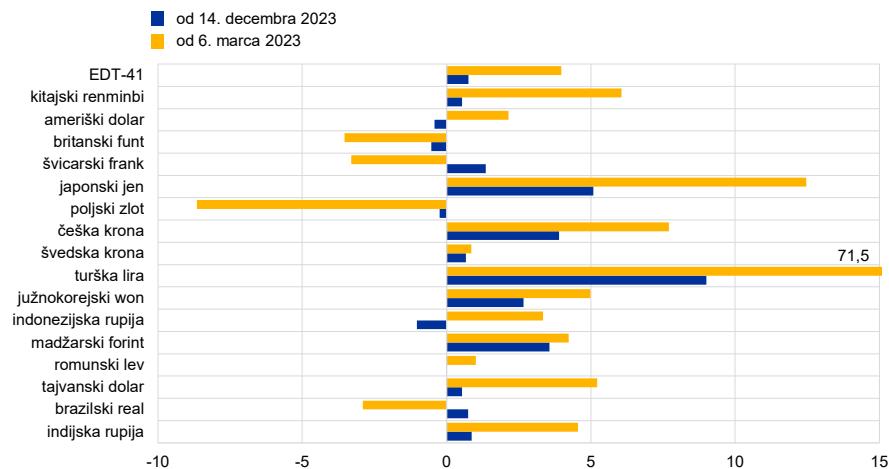
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. december 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2024.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo apreciral, vendar je v primerjavi z ameriškim dolarjem nekoliko depreciral (graf 19). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 0,8%. Rahla apreciacija eura je posledica rasti v primerjavi z valutami več razvitih gospodarstev (npr. za 5% v primerjavi z japonskim jenom), nastajajočih tržnih gospodarstev in držav članic EU zunaj euroobmočja. Nasprotno se je vrednost eura v primerjavi z ameriškim dolarjem ob nihanjih v obravnavanem obdobju nekoliko znižala (za 0,4%), kar je bilo predvsem posledica spremenjenih pričakovanj udeležencev na trgu glede relativne gospodarske moči in obrestnih mer. Od sredine decembra do konca leta se je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem okreplil, ker so udeleženci na trgu decembridsko sejo Zveznega odbora za odprti trg (FOMC) razumeli kot naklonjeno ohranjanju nizkih obrestnih mer in spodbujanju gospodarske rasti, medtem ko je večja naklonjenost tveganju vplivala na ameriški dolar. Od začetka leta 2024 je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem depreciral, in sicer zaradi večje gospodarske odpornosti ZDA v primerjavi z euroobmočjem, udeleženci na trgu pa so po previdnejšem sporočilu ameriške centralne banke na januarski seji odbora FOMC znižali pričakovanja o skorajšnjih rezih obrestnih mer v ZDA. Tako razlago so še dodatno podkreplili ugodni podatki o trgu dela v ZDA in februarski indeks cen življenjskih potrebščin v ZDA, ki je bil višji od pričakovanega.

Graf 19

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 6. marca 2024.

5

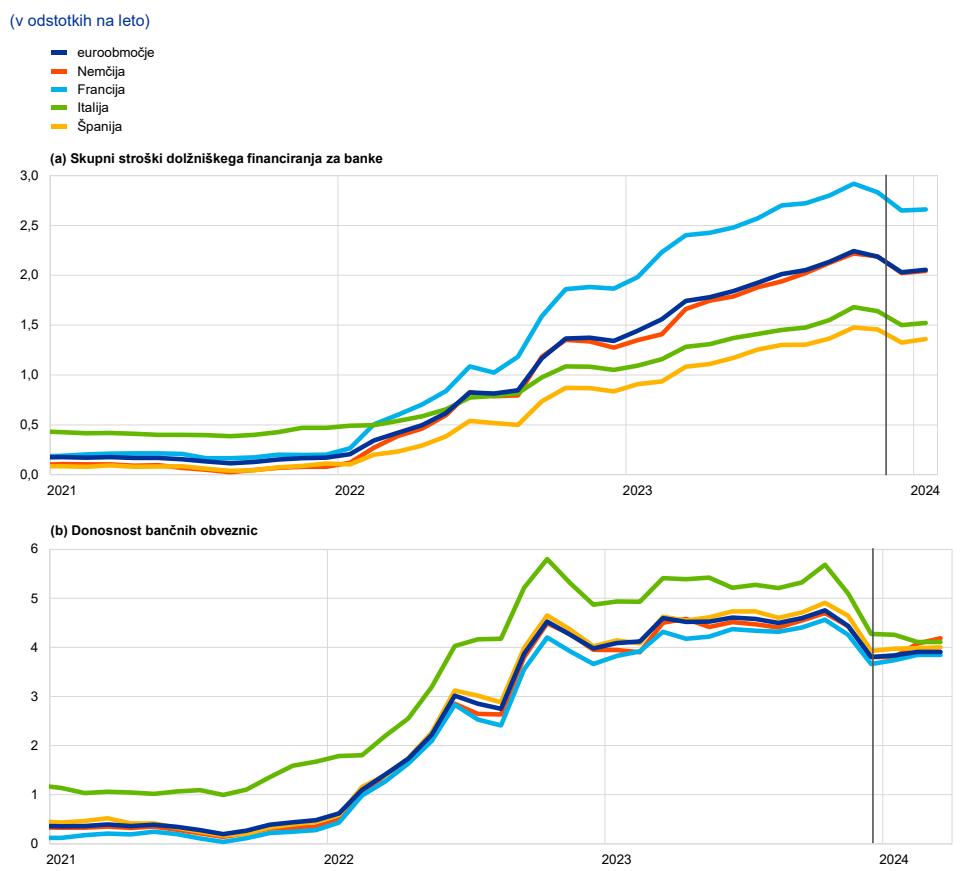
Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Po znižanju v zadnjem četrtletju 2023 so se skupni stroški financiranja za banke januarja 2024 ponovno zvišali in glede na pretekle vrednosti ostali na visoki ravni. V obravnavanem obdobju od 14. decembra 2023 do 6. marca 2024 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja za nefinančne družbe nekoliko povečali, stroški lastniškega financiranja pa so se rahlo zmanjšali. Obrestne mere bank za posojila podjetjem so bile na splošno nespremenjene, obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa so se nekoliko znižale. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je ostala blizu nič zaradi visokih oportunitetnih stroškov, stagnacije posoil in zmanjšanja bilance stanja Eurosistema.

Stroški financiranja za banke v euroobmočju so ostali kljub zmanjševanju donosnosti obveznic visoki glede na zgodovinske standarde. Januarja 2024 so se skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočja ob precejšnji heterogenosti med državami ponovno rahlo zvišali, potem ko so upadli z najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023 (graf 20, slika a). Donosnost bančnih obveznic, ki se je v zadnjem četrtletju 2023 znatno zmanjšala, se je v prvem četrtletju 2024 ponovno povečala (graf 20, slika b), kar odraža podobne spremembe v krivulji netveganih obrestnih mer (glej razdelek 4). Januarja 2024 so se (skupne) obrestne mere za vloge, ki predstavljajo večino skupnih stroškov financiranja za banke, ob razlikah med instrumenti in sektorji še dodatno zvišale. Medtem ko so se obrestne mere za vloge čez noč skromno zvišale, so se obrestne mere za vezane vloge januarja znižale, zato se je rahlo zmanjšal velik razmik med vezanimi vlogami in vlogami čez noč. Zaradi vse hujše konkurenco med bankami za vloge komitentov so se stroški financiranja bank z vlogami povečali. Banke, ki poslujejo s prebivalstvom, so zelo odvisne od financiranja z vlogami, zato so se stroški še naprej povečevali ob vztrajnih pritiskih navzgor, ki so bili posledica skromnega skupnega obsega vlog. Nasprotno so banke, odvisne od grosističnega financiranja, v zadnjem četrtletju 2023 bolj izkoristile zmanjšanje donosnosti bančnih obveznic, čeprav so v zgodnjih fazah cikla zaostrovanja denarne politike ravno tako občutile večje in hitrejše povečanje stroškov financiranja z vlogami. Na splošno se je sestava bančnih obveznosti še naprej spremenjala v smeri dražjih virov financiranja. Poleg tega se je likvidnost iz finančnega sistema mehanično odvajala, saj se je bilanca stanja Eurosistema še naprej normalizirala.

Graf 20

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju



Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtano povprečje skupnih stroškov 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 poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno transho. Navpična siva črta na slikah (a) in (b) označuje 31. oktober 2023. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2024 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in na 6. marec 2024 pri donosnosti bančnih obveznic.

Januarja 2024 so bile obrestne mere bank za posojila podjetjem na splošno nespremenjene, obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa so se znižale. Obrestne mere za podjetja in gospodinjstva v državah euroobmočja so začele strmo rasti na začetku leta 2022, od novembra 2023 pa kažejo znake ustalitve na teh visokih ravneh (graf 21). Januarja 2024 so obrestne mere za posojila podjetjem znašale 5,22% v primerjavi s 5,25% decembra 2023, medtem ko so se obrestne mere za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom skromno znižale, in sicer s 3,97% decembra na 3,87% januarja. Znižanje je bilo zabeleženo v vseh največjih državah v euroobmočju ter je bilo izrazitejše pri posojilih s srednjim in daljšim obdobjem fiksne začetne obrestne mere. Razlike v velikosti znižanja so prispevale k manjši razpršenosti obrestnih mer za posojila. Hkrati so se obrestne mere bank za nova potrošniška posojila gospodinjstvom ter za prekoračitve stanja na računu in potrošniška posojila januarja še naprej zviševale. Razpršenost posojilnih obrestnih mer za podjetja in gospodinjstva med državami je ostala na nizki ravni (graf 21), kar kaže, da je bila transmisija denarne politike v državah euroobmočja nemotena. Ker višje obrestne mere bank za posojila še naprej vplivajo na obseg stanovanjskih posojil in ker stroški servisiranja dolga naraščajo, je vse večji

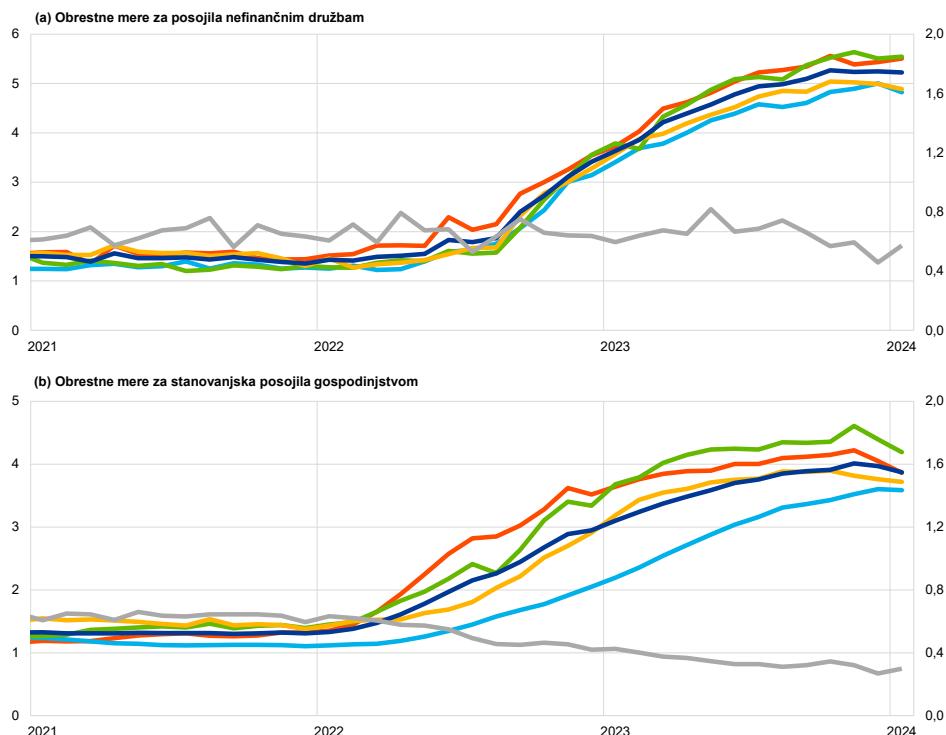
delež gospodinjstev, zlasti med kvintili z nižjimi dohodki, v [anketi ECB o pričakovanjih gospodinjstev](#) januarja 2024 poročal, da pričakuje, da bo imel v naslednjih treh mesecih težave pri plačevanju hipotekarnih posojil.

Graf 21

Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom v izbranih državah

(v odstotkih na leto; standardni odklon)

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



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila 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 2024.

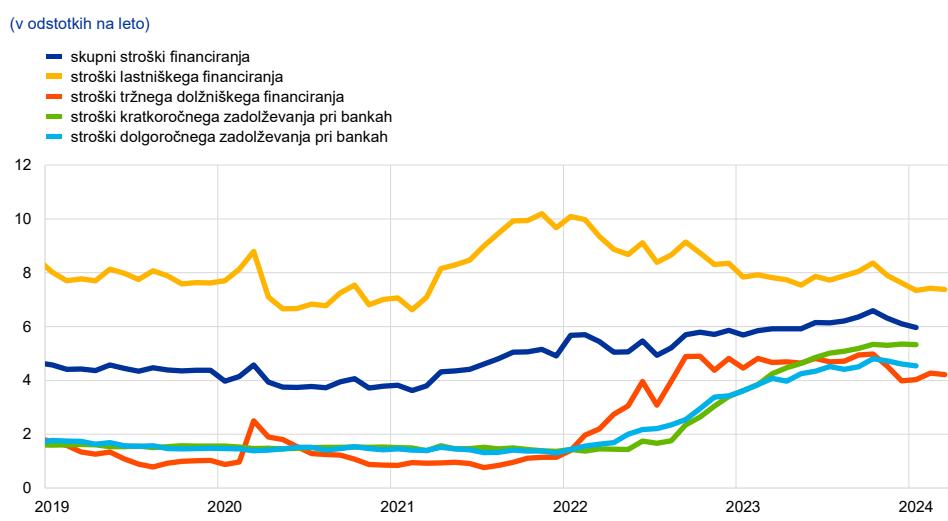
Dnevni podatki za obravnavano obdobje – od 14. decembra 2023 do 6. marca 2024 – kažejo rahlo povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja za nefinančne družbe in rahlo zmanjšanje stroškov lastniškega financiranja. Na podlagi mesečnih podatkov so se skupni stroški financiranja za nefinančne družbe januarja 2024 – tj. sestavljeni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja – precej znižali z večletne najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023, in znašajo 6,0%, tj. 10 bazičnih točk manj kot decembra (graf 22).¹² To je bilo predvsem posledica znižanja stroškov lastniškega financiranja, saj se nobena od drugih stroškovnih komponent ni bistveno spremenila. Po dnevnih podatkih so se stroški tržnega dolžniškega financiranja v

¹² Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do januarja 2024.

obravnavanem obdobju povečali zaradi dviga netvegane obrestne mere, ki ga ni v celoti izravnalo zmanjšanje pribitkov na obveznice nefinančnih družb v segmentih z visoko donosnostjo. Hkrati so se nekoliko znižali stroški lastniškega financiranja zaradi znižanja premije za tveganje lastniškega kapitala, ki je odtehtalo zgoraj omenjeno zvišanje netvegane obrestne mere (pričlenek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč) (glej razdelek 4).

Graf 22

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temelijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2024 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na januar 2024 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

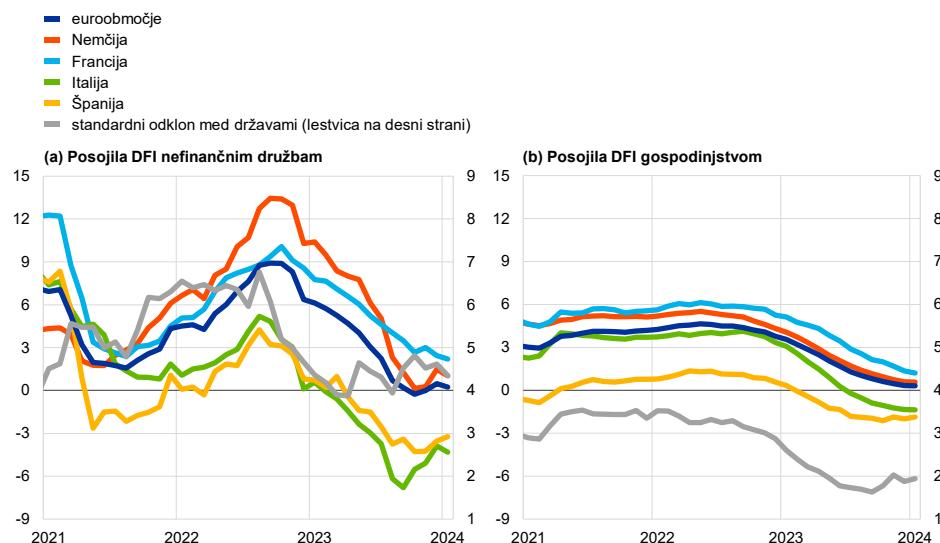
Bančna posojila podjetjem in gospodinjstvom so se januarja 2024 stabilizirala na nizki ravni zaradi visokih obrestnih mer za posojila, umirjenega povpraševanja po posojilih in strogih kreditnih standardov. Medletna rast posojil nefinančnim družbam se je zmanjšala z 0,5% decembra 2023 na 0,2% januarja 2024 (graf 23, slika a) ob precejšnji heterogenosti med državami. Hkrati se povečuje volatilnost, kar se kaže v močnem zmanjšanju kratkoročnih posojil v januarju, s čimer se je obrnilo podobno povečanje v prejšnjih dveh mesecih. Na splošno ostaja sedanja šibka rast posojil v skladu s stagniranjem posojil, zabeleženo od začetka leta 2023 zaradi šibkega agregatnega povpraševanja, strogih kreditnih standardov in restriktivne denarne politike. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je januarja 2024 zaradi negativnih obetov na stanovanjskem trgu, nekoliko strožjih kreditnih standardov in visokih obrestnih mer za posojila z decembrskih 0,4% zmanjšala na 0,3% (graf 23, slika b). Na zmanjšanje so vplivala predvsem stanovanjska posojila in posojila samostojnim podjetnikom (tj. nekorporativnim malim podjetjem), medtem ko je ostala rast potrošniških posojil stabilna, predvsem zaradi povpraševanja kvintilov z nižjimi dohodki, kar se je odrazilo v povečanju števila zavrnjenih vlog za posojila. Poleg tega rezultati ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov januarja 2024 kažejo, da velik neto odstotek

anketirancev meni, da so kreditni standardi strogi, in pričakuje, da bo v naslednjih 12 mesecih težje dobiti stanovanjsko posojilo.

Graf 23

Posojila denarnih finančnih institucij v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



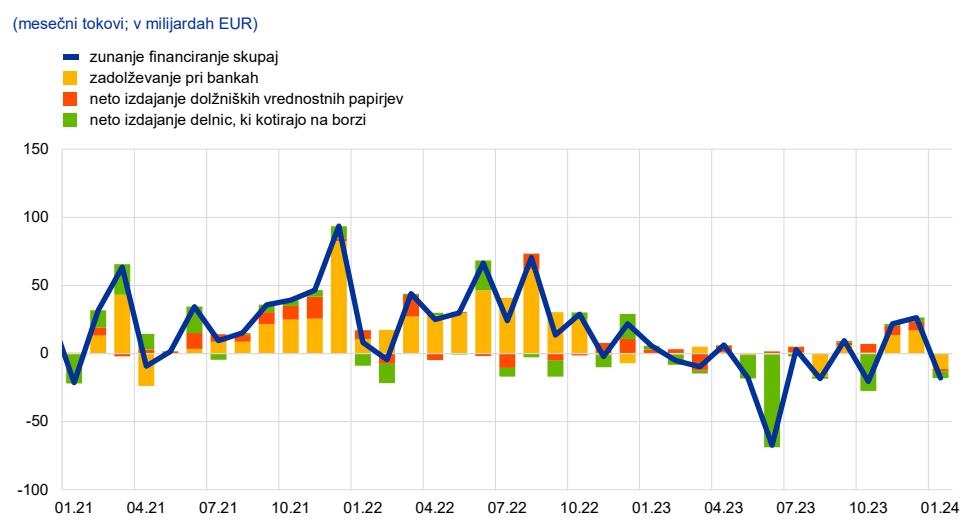
Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) 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 2024.

Rast neto zunanjega financiranja v podjetjih v euroobmočju je ostala v zadnjem četrletju 2023 in januarja 2024 šibka, kar je posledica nizke ravni dolžniškega financiranja. Medtem ko se je medletna stopnja rasti neto zunanjega financiranja povečala z $-0,9\%$ oktobra 2023 na $0,8\%$ januarja 2024, je mesečni tok januarja ponovno postal negativen (graf 24). V nasprotju s prejšnjimi obdobji šibke dinamike posojil izdajanje podjetniških obveznic ni nadomestilo skupnega upada bančnih posojil. V januarju se je povpraševanje podjetij po posojilih nanašalo predvsem na kratkoročne zapadlosti, dolgoročnejša posojila pa so nadomeščale podjetniške obveznice. Poleg tega je bilo še naprej umirjeno izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi.

Graf 24

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

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 zdrževanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2024.

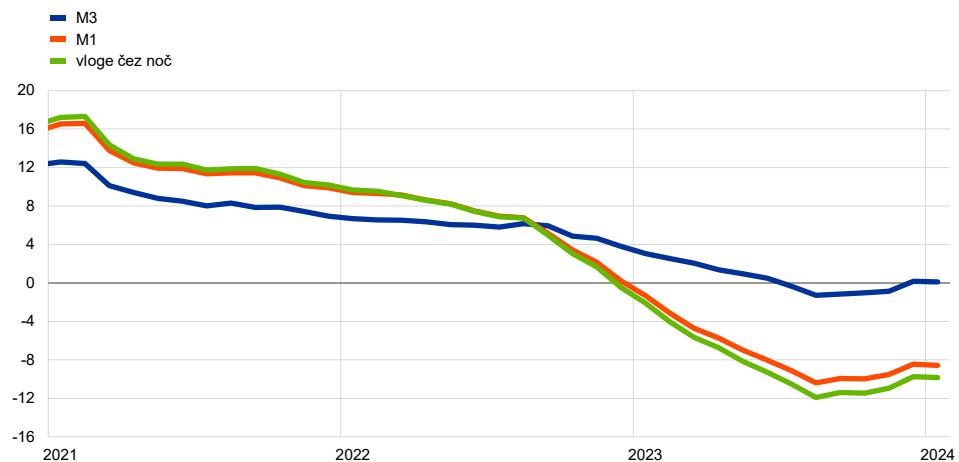
Podjetja in gospodinjstva so januarja 2024 še naprej prerazporejala vloge čez noč v vezane vloge. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je naprej zmanjševala in je januarja 2024 znašala -9,9%, potem ko je decembra 2023 znašala -9,7% (graf 25). Veliko naklonjenost vezanim vlogam pojasnjuje velik razmik med obrestnimi merami za vezane vloge in obrestnimi merami za vloge čez noč, ki odraža visoke oportunitetne stroške imetja visoko likvidnih instrumentov.¹³ Januarja so bile obrestne mere za vezane vloge podjetij blizu obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita in so ostale višje od obrestnih mer za gospodinjstva. Pri gospodinjstvih je prišlo še do enega velikega mesečnega premika iz vlog čez noč v vezane vloge, podjetja pa so pospešila prilagajanje strukture teh dveh instrumentov, ki se je v zadnjem četrletju 2023 precej upočasnilo.

¹³ Enako kot v prejšnjih ciklih zaostrovanja so se obrestne mere za vloge čez noč počasneje prilagajale spremembam obrestnih mer ECB kot obrestne mere za vezane vloge. Glej okvir z naslovom »Denarna dinamika v ciklu zaostrovanja«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2023.

Graf 25

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2024.

Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je ostala januarja 2024 blizu nič zaradi visokih oportunitetnih stroškov, stagnacije posojil in zmanjšanja bilance stanja Eurosistema. Rast agregata M3 v euroobmočju se je rahlo zmanjšala in je januarja 2024 znašala 0,1%, kar je manj kot 0,2% decembra 2023 (graf 25). Januarja se je medletna rast ožjega denarja (M1), ki zajema likvidne instrumente v agregatu M3, nekoliko znižala in je znašala -8,6%, potem ko je decembra znašala -8,5%. Po razmeroma velikem prilivu v zadnjem četrletju 2023 je aggregat M3 januarja zabeležil precejšen mesečni odliv ob vse večji volatilnosti in portfeljskih premikih iz M3, ki so okrepili šibko denarno dinamiko. Januarski odliv je bil posledica decembrskega delnega zmanjšanja nakupov državnih obveznic, kar je spremljalo povečanje državnih obveznic v imetu denarnega sektorja, in posledica ponovne izdaje dolgoročnih bančnih obveznic pred prihajajočim odplačilom sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja marca 2024. Te odlive so delno izravnali večji prilivi iz tujine, ki so bili posledica precejšnjega presežka na tekočem računu ob šibkem uvozu in rezultat povečanega zanimanja tujih vlagateljev za vrednostne papirje euroobmočja. Poleg tega je zmanjšanje bilance stanja Eurosistema še naprej zaviralo ustvarjanje denarja ob hkratnem stagniranju posojil zasebnemu sektorju.

Javnofinančna gibanja

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju leta 2024 zmerno zmanjšal na 2,9% BDP, nato pa se bo v letih 2025 in 2026 zmanjšal le malenkostno, in sicer na 2,8%. Postopno zmanjševanje proračunskega primanjkljaja, ki poteka od vrhunca pandemije, naj bi se tako ustavilo, primanjkljaj pa naj bi se celo rahlo povečal. Večinoma kot posledica teh gibanj naj bi se v letu 2024 naravnost javnofinančne politike v euroobmočju precej zaostrlila, nato pa skoraj ne več. Zaostrovanje naravnosti javnofinančne politike je posledica dejstva, da bodo vlade po pričakovanjih še naprej odpravljale ukrepe pomoči, povezane z energijo. Ker naj se naravnost javnofinančne politike po letu 2024 ne bi več zaostrovala, naj bi delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP ostal velik, pri čemer naj bi se v obdobju projekcij malenkostno povečal, in sicer z ocenjenih 88,3% v letu 2023 na okrog 88,6% v letu 2026. Komisija je 21. februarja 2024 objavila vmesno oceno mehanizma za okrevanje in odpornost. Čeprav poudarja, da je bil dosežen določen napredok, je še vedno pomembno pospešiti izvajanje programa »EU naslednje generacije«, da bi lahko v celoti izkoristili njegov potencial. Na podlagi pred kratkim sklenjenega začasnega političnega dogovora med Ekonomsko-finančnim svetom in Evropskim parlamentom o reformi okvira ekonomskega upravljanja v EU bi bilo treba zakonodajni postopek zaključiti hitro, tako da bo mogoče nova pravila začeti izvajati takoj.

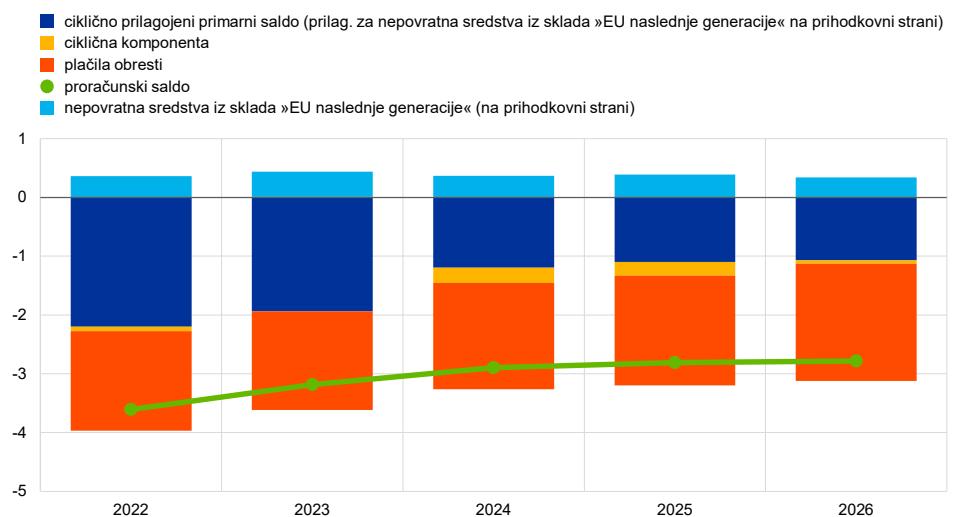
Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v letih 2024 in 2024 zmerno, v letu 2025 pa le malenkostno izboljšal.¹⁴ Proračunski primanjkljaj v euroobmočju naj bi se tako zmanjšal s 3,6% BDP v letu 2022 na 3,2% BDP v letu 2023, nato pa v letu 2024 še na 2,9% BDP in v letu 2025 na 2,8% BDP, na tej ravni pa naj bi ostal tudi v letu 2026 (graf 26). Tako predvideno gibanje je predvsem posledica manj negativnega ciklično prilagojenega primarnega salda v letu 2024, v manjši meri pa tudi v letu 2025. Manjši primarni primanjkljaj bo le deloma odtehtalo povečevanje obrestnih stroškov, saj bo zaradi dolge preostale zapadlosti državnega dolga – ki v euroobmočju trenutno v povprečju znaša slabih 8 let (v primerjavi s 6,5 leta v letu 2015) – prenos preteklih dvigov obrestnih mer postopen. K zmanjševanju ciklično prilagojenega primarnega primanjkljaja v letu 2024 po drugi strani prispeva predvsem zmanjševanje ukrepov državne javnofinančne podpore ob popuščanju energetskega šoka in visoke inflacije. Po zdajšnjih ocenah so ti ukrepi v letu 2023 na ravni euroobmočja znašali 1,3% BDP, nato pa se bodo v letu 2024 precej zmanjšali na 0,4% BDP ter v letih 2025 in 2026 še na okrog 0,2% BDP.

¹⁴ Glej »Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 7. marca 2024 na spletnem mestu ECB.

Graf 26

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Vir: marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja (vključno s Hrvaško).

V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Euro sistema je bil proračunski saldo v letih 2023, 2024 in 2025 popravljen rahlo navzdol za 0,1 odstotne točke na leto, v letu 2026 pa za 0,2 odstotne točke. To je mogoče pripisati popravku ciklične komponente v celotnem obdobju projekcij navzdol (za od 0,1 do 0,2 odstotne točke), ki je delno izravnан s popravkom plačil obresti navzdol zaradi ugodnejših pogojev financiranja.

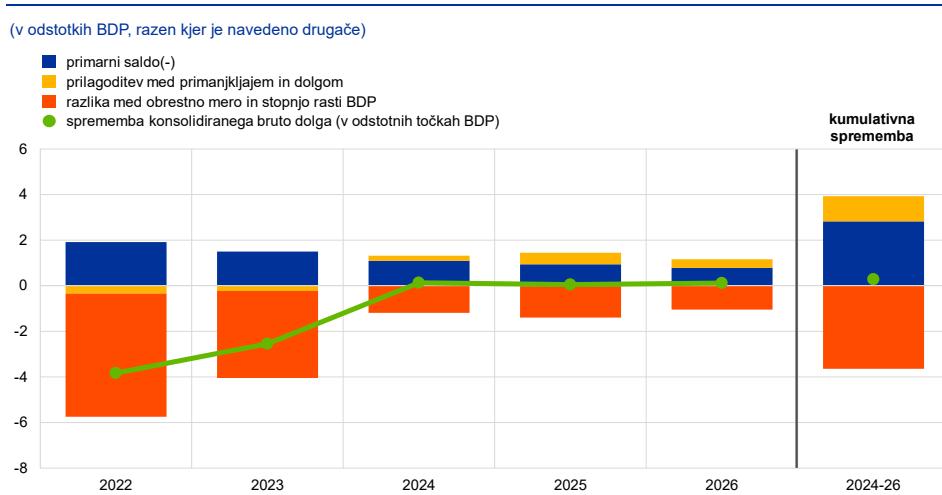
Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v letu 2024 izrazito zaostrlila, pozneje pa zaostritev ne bo velika.¹⁵ Na podlagi letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojene za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se bo ob postopni odpravi velikega deleža leta 2022 uvedenih ukrepov v podporo pri spopadanju z visokimi cenami emergentov in inflacijo javnofinančna politika v euroobmočju v letih 2023 in 2024 skupaj precej zaostrlila. V obeh zadnjih letih obdobja napovedi (2025 in 2026) naj bi bila naravnost javnofinančne politike nevtralna. Kljub nadaljnemu odpravljanju z energijo povezanih ukrepov pomoči naj bi v celotnem obdobju projekcij raven javnofinančne podpore v euroobmočju ostala večinoma spodbujevalna, saj je ciklično prilagojeni proračunski saldo zaradi med krizo sprejetih ekspanzivnih ukrepov, ki so se do zdaj izkazali za trajne, še vedno precej manjši kot pred pandemijo.

¹⁵ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji 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. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB junij 2016.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP bo v obdobju projekcij po napovedih še naprej večji kot pred pandemijo in se celo rahlo povečal z ocenjenih 88,3% v letu 2023 na 88,6% v letu 2026. Med pandemijo se je delež dolga v letu 2020 precej povečal na okrog 97%, vendar se je od takrat postopno zmanjšal. Vendar se zdi, da se je trend izboljševanja ustavil, delež dolga pa se bo namesto tega v obdobju projekcij po pričakovanjih malenkostno povečal, k čemu bosta prispevala primarni primanjkljaj ter pričakovana prilagoditev med primanjkljajem in dolgom, ki ju le delno odtehta še vedno negativna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP (graf 27).

Graf 27

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju



Vir: marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja (vključno s Hrvaško).

Pomembno je, da vlade hitro napredujejo pri izvajanju programa »EU naslednje generacije« in pri reformiranem okviru ekonomskega upravljanja v EU. Komisija je 21. februarja 2024 objavila [vmesno oceno mehanizma za okrevanje in odpornost](#). Čeprav v oceni poudarja, da je bil pri izvajanju programa »EU naslednje generacije« dosežen določen napredek, pa tudi priznava, da so bile do zdaj pri izplačilih in naložbah zamude, zaradi česar je pozitivni vpliv na rast precej manjši, kot je bilo predvideno na začetku. Zdaj je ključno pospešiti izvajanje programa »EU naslednje generacije«, da bi lahko v celoti izkoristili njegov potencial. Na podlagi nedavno sklenjenega začasnega političnega dogovora med Ekonomsko-finančnim svetom in Evropskim parlamentom o reformi okvira ekonomskega upravljanja EU bi bilo treba zakonodajni postopek zaključiti hitro, tako da bo mogoče nova pravila začeti izvajati takoj.

Okvirji

1 Špekulacije s ceno nafte in plina v času geopolitičnih tveganj

Pripravili Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso in Ana-Simona Manu

Zaradi velikih premikov cen nafte in plina v kombinaciji z večjo volatilnostjo cen zaradi pandemije, vojne v Ukrajini in krepitve geopolitičnih napetosti na Bližnjem vzhodu se postavlja vprašanje, v kolikšni meri cene nafte in plina poganjajo špekulacije. Cene nafte in plina so se od konca pandemije precej zvišale, pri čemer je bila v obdobju okrevanja po pandemiji zabeležena velika volatilnost. V zadnjem času se je zaskrbljenost glede povečane volatilnosti, čeprav v manjši meri kot med okrevanjem po pandemiji, ponovno pojavila zaradi terorističnih napadov v Izraelu in naraščanja napetosti v Rdečem morju, kar je povzročilo določene pritiske na rast cen nafte Brent (graf A, slika a).¹⁶ Vendar pa tokrat pritiske na cene nafte, ki izhajajo iz geopolitičnih napetosti in zmanjšanja proizvodnje v državah OPEC+, izravnava šibko povpraševanje in večja proizvodnja v državah nečlanicah OPEC. Cene plina so se prav tako odzvale na nedavne geopolitične napetosti, a so ostale precej pod ravnjo iz leta 2022. V takšnem okolju se je pozornost ponovno usmerila v razumevanje dejavnikov, ki vplivajo na cene nafte in plina. Posebej pomembno je vprašanje, ali cene v glavnem odražajo temeljne dejavnike (tj. svetovno ponudbo in povpraševanje po nafti in plinu) ali bolj netemeljne dejavnike, povezane s špekulativnimi pozicijami. O tej temi se intenzivno razpravlja že več kot dve desetletji, pri čemer nekateri opazovalci izpostavljajo špekulacije in financializacijo blagovnih borz kot glavni razlog za občasne velike šoke cen nafte. Nasprotno pa akademske študije na splošno ne najdevajo trdnih dokazov za to, da finančne špekulacije igrajo pomembno vlogo.¹⁷

¹⁶ Ena ocena odziva cene nafte na geopolitične šoke je predstavljena v okvirju z naslovom »Geopolitično tveganje in cene nafte«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2023.

¹⁷ Glej na primer Kilian, L., »Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market«, *American Economic Review*, zvezek 99, št. 3, 2009, str. 1053–1069, in Vansteenkiste, I., »What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation«, *Working Paper Series*, št. 1371, ECB, 2011.

Graf A

Gibanje cene nafte in plina ter glavni dogodki

a) Cena nafte

(USD/sod)



b) Cena plina

(EUR/MWh)

plin, Dutch TTF



Viri: LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Dutch TTF je evropska referenčna cena za zemeljski plin. Osenčena površina ustreza obdobju pod povečavo na desni. Zadnji podatki se nanašajo na 15. februar 2024.

Tržna merila na splošno kažejo, da imajo onkraj varovanja pred tveganji špekulacije z golj omejeno vlogo.

Pomembnost špekulacij je mogoče meriti z oblikovanjem špekulativnih indeksov za trga nafte in plina z uporabo indeksa »Working T index«. Ta indeks na podlagi podatkov o pozicijah na terminskem trgu ZDA, povzetih iz poročila ameriške komisije za trgovanje z blagovnimi terminskimi pogodbami (CFTC) o zavezah trgovcev na borzah (COT), meri špekulacije kot znesek terminskih pogodb, ki jih imajo nekomercialni trgovci (kot približek za špekulant) nad obsegom, ki je potreben za uravnoveženje pozicij varovanja pred tveganji, ki jih imajo komercialni trgovci (in ki jih meri institucija poročevalka).¹⁸ Vrednosti nad ena kažejo, da imajo trgovci več pogodb, kot je potrebno za varovanje

¹⁸ Institucije poročevalke opredelijo pozicije kot špekulativne ali kot varovanje pred tveganji na podlagi osnovne pogodbe in udeležene nasprotne stranke. Opozoriti je treba, da pri podatkih obstaja več omejitev, na primer da komisija CFTC razvršča pozicije po subjektih (komercialni ali nekomercialni) in ne po trgovski dejavnosti (špekuliranje ali varovanje pred tveganjem). Za podobno uporabo podatkov komisije CFTC in uporabo indeksa Working T index glej tudi Vansteenkiste, I., op. cit.

pred tržnim tveganjem. Špekulacije lahko okrepijo premike cen (tako navzgor kot tudi navzdol), odvisno od pozicije, v katero vstopijo vlagatelji. Povprečni vpliv špekulativnih dejavnosti je ocenjen v drugem delu tega okvira. Kot kaže pogled v preteklost, je bil indeks za nafto stabilen približno do konca leta 2002 s povprečno vrednostjo blizu 1. Nato je enakomerno naraščal približno do leta 2010 – in še enkrat leta 2015 – ter dosegel najvišjo vrednost pri skoraj 1,3, zatem pa se je ponovno znižal (graf B, slika a).¹⁹ Na splošno se zdi, da je korelacija med špekulativnim indeksom in ceno nafte razmeroma majhna.

Indeksi špekulacij na trgu plina so v zadnjih letih v ZDA in Evropi ostali na splošno stabilni. Ker so trgi plina v svetovnem merilu manj povezani kot naftni trgi, se dodatno razlikuje med trgom ZDA in evropskim trgom. Razlog je v tem, da so za ZDA na voljo podatki komisije CFTC, za Evropo pa podatki Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (ESMA). Analiza kaže, da so špekulacije nad obsegom varovanja pred tveganji zgodovinsko večje v Evropi kot v ZDA (graf B, slika b).²⁰ Z evropskega vidika se je indeks špekulacij s plinom zvišal po ruski invaziji na Ukrajinu, a ostal razmeroma stabilen, ko so cene plina poleti 2022 ponovno poskočile. Zdi se, da je korelacija med indeksom špekulacij in ceno plina na splošno omejena, pri čemer so serije v zadnjih nekaj mesecih razhajajo.

¹⁹ Opozoriti je treba, da je leta 2015 špekulativni indeks res zrasel, vendar so se cene nafte znižale zaradi presežka v ponudbi, ki je bil posledica šibkega povpraševanja in velikega povečanja ponudbe zaradi ameriške proizvodnje nafte iz skrilavcev in dejstva, da je OPEC odpravil izvozne kvote, glej Baumeister, C. and Kilian, L., »Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us«, *Journal of Economic Perspectives*, zvezek 30, št. 1, 2016, str. 139–160.

²⁰ Podatki ESMA pokrivajo mnogo krajše obdobje, saj se poročajo šele od leta 2018.

Graf B

Indeksa špekulacij na trgu nafte in plina

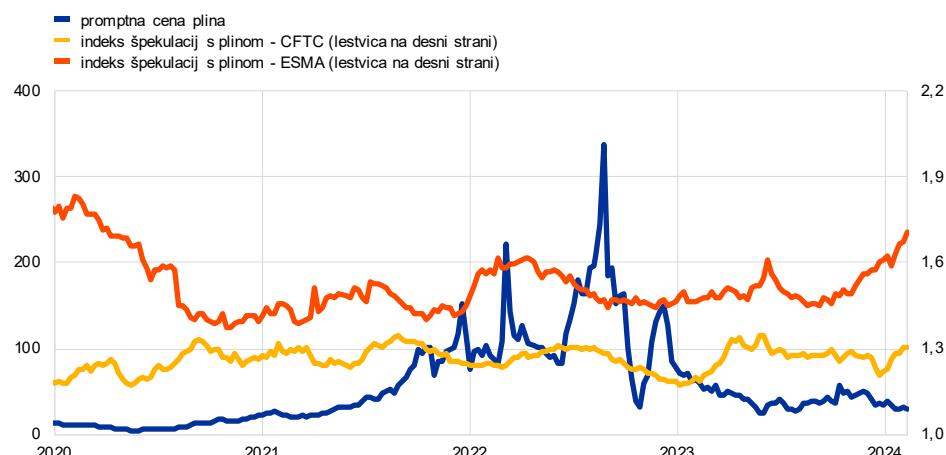
a) Promptna cena nafte in indeks špekulacij z nafto na podlagi podatkov CFTC

(lestvica na levi strani: USD/sod; lestvica na desni strani: v odstotkih)



b) Promptna cena plina in oba indeksa špekulacij s plinom

(lestvica na levi strani: EUR/MWh; lestvica na desni strani: v odstotkih)



Viri: CFTC, ESMA, LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Slika a): Spodnja meja za indeks je 1. Večje vrednosti pomenijo večje število odprtih nekomercialnih (tj. špekulativnih) pozicij kot komercialnih pozicij (tj. varovanje pred tveganjem). Kolikor pozicije nekomercialnih podjetij ne odtehtajo pozicij komercialnih podjetij, obseg tega neravnovesja kaže na špekulativne pozicije, ki presegajo potrebe podjetij, ki izvajajo varovanje pred tveganjem. Srednja vrednost indeksa špekulacij se izračunava od leta 1995. Slika b): Indeks špekulacij s plinom na podlagi CFTC temelji na podatkih za ZDA, medtem ko indeks špekulacij s plinom na podlagi ESMA kaže špekulacije na evropskem trgu plina. Zadnji podatki se nanašajo na 15. februar 2024 pri sliki a (dnevni podatki) in na 9. februar 2024 pri sliki b) (tedenski podatki).

Empirični pregled povezave med cenami nafte in špekulacijami kaže, da obstajajo samo omejeni dokazi, da špekulacije vplivajo na prenos temeljnih šokov iz povpraševanja ali ponudbe na cene nafte. Empirična raziskava o vlogi špekulacij pri cenah energentov se osredotoča na naftni trg, ker na cene plina močneje vplivajo regionalni dejavniki.²¹ Osnovna ideja je, da se s pomočjo strukturnega modela odkrijejo presenetljiva gibanja cen nafte (tj. šoki za ceno nafte), ki jih tržni udeleženci ne pričakujejo. Tako je mogoče oceniti, ali vstopanje

²¹ Tukaj uporabljeni empirični okvir je po svojem duhu podoben okviru, ki je predstavljen in Altmeier, P., Boneva, L., Kinston, R., Saha, S. in Stoja, E., »[Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks](#)«, Staff Working Papers, št. 1029, Bank of England, 2023.

vlagateljev v špekulativne pozicije pomembno vpliva na dinamiko cen nafte, ko pride do šoka. Na primer, vlagatelji, ki so pretirano izpostavljeni cenam nafte, lahko v primeru temeljnega šoka, zaradi katerega se cene nafte nepričakovano zvišajo, prilagodijo strukturo svojega portfelja in tako še okrepijo učinek šoka. Istočasno lahko vlagatelji s pozicijami, ki v primeru nepričakovanega zvišanja cen nafte ustvarijo dobiček, zaprejo svoje pozicije, da bi kapitalizirali te dobičke, s čimer zmanjšajo učinek temeljnega šoka. To hipotezo je mogoče preskusiti z regresiranjem sprememb cen nafte ob temeljnih šokih, pogojeno s pozicijami vlagateljev na naftnih trgih (graf C, slika a).²² Empirične ocene kažejo, da so razlike v odzivanju cen nafte, kadar je raven špekulacij višja, dokaj omejene.²³ Pri promptnih cenah surove nafte se elastičnost na standardiziran šok na strani ponudbe nafte poveča z 1,6, ko je raven špekulativnih pogodb nizka, na okrog 1,8, kadar so neto dolge pozicije vlagateljev velike. Te ocene se med seboj statistično ne razlikujejo, saj se intervali zaupanja močno prekrivajo. Razlike so celo še manjše pri terminskih cenah nafte, saj v tem primeru vlagatelji, ki se ogibajo tveganju in imajo dolge pozicije, ob takšnem šoku ustvarijo dobiček, saj so pravilno pričakovali višje cene nafte. Zapiranje takšnih pozicij ublaži vpliv temeljnega šoka na cene nafte. Na splošno analiza kaže, da špekulacije nimajo večjega vpliva na intenzivnost prenosa temeljnih šokov na promptne in terminske cene nafte, kar je skladno s prej omenjenimi akademskimi ugotovitvami.

²² Natančneje, cene nafte so regresirane na dnevne šoke na strani ponudbe nafte, ki so povezani z indeksom špekulacij z nafto ali z ravnjo nekomercialnih pozicij. Dnevni naftni šoki so vzeti iz Gazzani, A., Venditti, F. in Veronese, G. »Oil price shocks in real-time«, *Journal of Monetary Economics*, v pripravi.

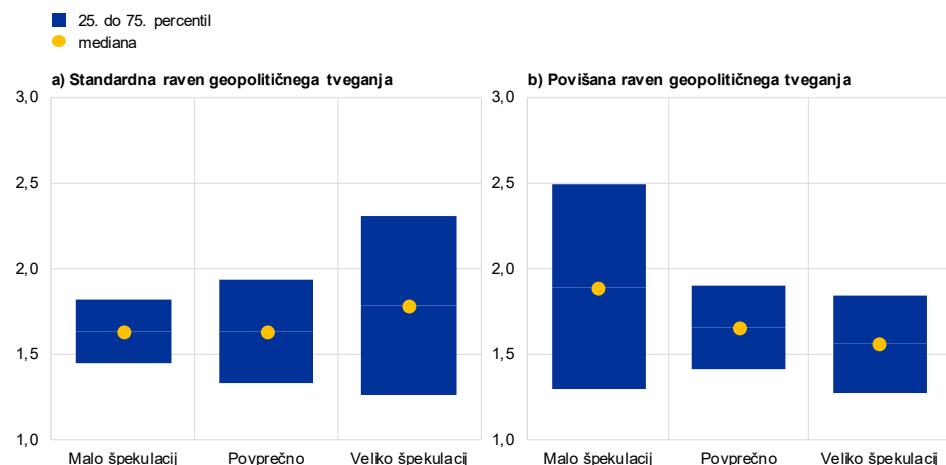
²³ Rezultati ostajajo odporni na uporabo indeksa Working T index v interakciji z negativnim ponudbenim šokom.

Graf C

Odziv cen nafte na šoke na strani ponudbe nafte, pogojeno z ravnjo špekulativnih pozicij

Ocenjeni odziv promptnih cen nafte

(v odstotkih)



Viri: LSEG, Caldara in Iacoviello¹⁾, Gazzani et al.²⁾ ter izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a): V grafu so uporabljeni strukturni naftni šoki, ki so jih identificirali Gazzani et al., in so normalizirani, da se cena nafte zviša, ko šok začne delovati. Natančneje, negativni ponudbeni šok povzroči, da se cena nafte ob začetku delovanja šoka zviša za približno 1,2%, čez eneden pa za 1,8%. Graf prikazuje odstotno spremembo cene nafte za isti šok, ko so neto odprte pozicije na povprečni ravni vzorca (povprečje), en standardni odškodek pod povprečjem (malo špekulacij) ali en standardni odškodek nad povprečjem (veliko špekulacija). Vzorčno obdobje je 2008–2022; podatki so tedenski. Slika b): V grafu je ista analiza ponovljena, le da so uporabljeni samo obdobja velike geopolitične negotovosti, merjena kot obdobja, ko je dnevni indeks geopolitičnih tveganj Caldara in Iacoviello nad dolgoročnim povprečjem. Vzorčno obdobje je 2008–2022; podatki so tedenski.

1) Caldara, D. in Iacoviello, M., »Measuring Geopolitical Risk«, *American Economic Review*, zvezek 112, št. 4, 2022, str. 1194–1225.

2) Gazzani, A., Venditti, F. in Veronesi, G., »Oil price shocks in real-time«, *Journal of Monetary Economics*, v pripravi.

Analiza kaže, da špekulacije ne krepijo prenosa temeljnih šokov niti v obdobjih povečanih geopolitičnih tveganj. Geopolitične napetosti lahko na cene nafte vplivajo na dva različna kanala, ki delujeta v nasprotni smeri. Prvič, večja geopolitična negotovost deluje kot negativni šok svetovnega povpraševanja, saj vzbuja dvome o prihodnjih gospodarskih gibanjih, kar posredno vpliva na potrošnjo, naložbe in mednarodno trgovino. Po tem kanalu geopolitična negotovost v končni fazi zavira svetovno povpraševanje po nafti in znižuje cene nafte. Drugič, geopolitične napetosti lahko tudi ogrožijo prihodnjo ponudbo nafte, kar povečuje denarno vrednost imetja naftnih pogodb – imenovano tudi premija za razpoložljivost – in s tem ustvarja pritisk navzgor na ceno nafte. Ta dva kanala potiskata cene nafte v nasprotni smeri in kateri kanal prevlada, je empirično vprašanje.²⁴ Da bi preverili, ali lahko špekulacije dobijo večjo vlogo kot ojačitelj cenovnih gibanj v obdobjih geopolitičnih napetosti, se zgornja analiza ponovi, vendar s poudarkom samo na teh obdobjih (opredeljenih kot obdobja, ko je indeks geopolitičnih tveganj Caldara in Iacoviello nad zgodovinskim povprečjem). Rezultati kažejo, da elastičnost na šoke na strani ponudbe nafte ostaja večinoma nespremenjena, saj se intervali zaupanja med obdobji majhnega in velikega obsega špekulacij v celoti prekrivajo (graf C, slika b). Ti rezultati kažejo, da imajo špekulacije, merjene z ravnjo pozicij neto vlagateljev na naftnem trgu, zgolj omejen vpliv na krepitev odziva cen na temeljne šoke tudi v obdobjih povečanih geopolitičnih napetosti.

²⁴ Glej Caldara, D. in Iacoviello, M., »Measuring Geopolitical Risk«, *American Economic Review*, zvezek 112, št. 4, 2022, str. 1194–1225.

2 Kako geopolitika spreminja trgovino

Pripravili Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora in Giovanni Stamato

Krepitev trgovinskih napetosti in poplava politik, katerih cilj je, da se vprašanja nacionalne varnosti upoštevajo v trgovinski menjavi, ponovno ustvarjajo zaskrbljenost glede možnih posledic geoekonomske fragmentacije.²⁵ Od svetovne finančne krize dalje trgovinska menjava raste počasneje kot BDP, s čimer se začenja obdobje deglobalizacije ali »počasnolizacije« (slowbalisation) (graf A, slika a).²⁶ Ta proces se med drugim pripisuje zmanjševanju mejne koristi svetovne integracije vrednostnih verig, strukturnemu premiku povpraševanja od blaga k storitvam in popuščanju politične podpore odprtih trgovinskih menjav. V zadnjih letih je bila tako sprejeta vrsta ukrepov za omejitve trgovinske menjave.²⁷ Zaskrbljenost glede trgovinske odpornosti in nacionalne varnosti se je povečala po ruski invaziji na Ukrajino, ki je okrepila razpravo o nujnosti protekcionizma ter vračanju proizvodnje v bližnje ali prijateljske države. Nekatere nedavno sprejete industrijske politike vsebujejo določbe, ki ustvarjajo spodbude za domače proizvajalce, zlasti tiste v tehnološko naprednih sektorjih – potencialno v škodo tujih proizvajalcev. Hkrati modelske ocene kažejo, da bi omejitve trgovine s proizvodi za vmesno porabo med državami, ki pripadajo nasprotnim geopolitičnim blokom, lahko povzročile precejšnje ekonomske stroške v smislu manjše trgovine in blaginje ter višjih cen.²⁸

²⁵ Glej na primer Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, C. H., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A. in Trevino, J. P. (2023), »[Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#)«, *Staff Discussion Notes*, št. 2023/001, Mednarodni denarni sklad, Washington, DC.

²⁶ Glej Antràs, P. (2021), »[De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age](#)«, v *Central Banks in a Shifting World: Conference Proceedings* – ECB Forum.

²⁷ Glej ICC (2023), »[ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#)«, International Chamber of Commerce.

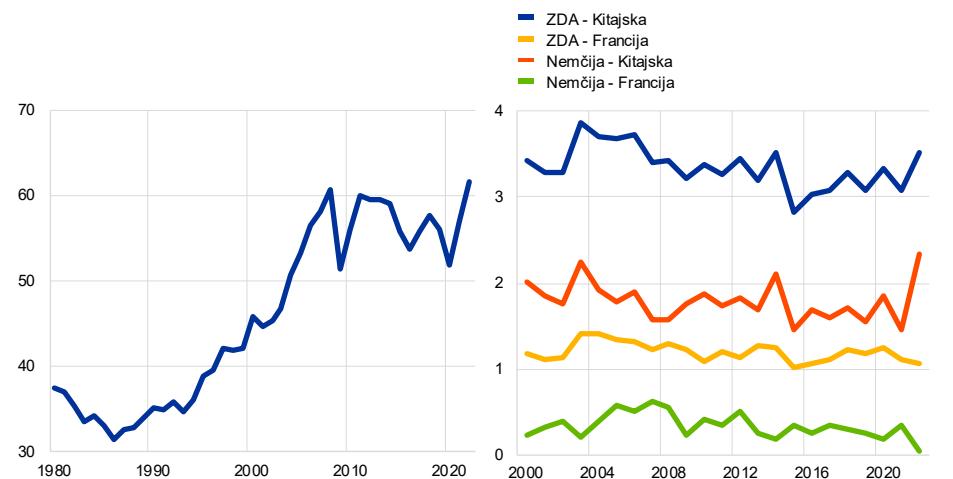
²⁸ Glej Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., in Meunier, B. (2023), »[The economic costs of supply chain decoupling](#)«, *Working Paper Series*, ECB, št. 2023/2389.

Graf A

Gibanje svetovne trgovinske menjave in geopolitične oddaljenosti med izbranimi pari držav

a) Svetovna trgovina

(kot odstotek svetovnega BDP)



Viri: Svetovna banka – kazalniki svetovnega razvoja, Bailey et al. (2017).

Opombe: Slika a): trgovinska menjava se meri kot vsota uvoza in izvoza, zadnji podatki se nanašajo na leto 2022. Slika b): oddaljenost med idealnima točkama meri opazovanje ravnanje držav v zvezi z zunanjopolitičnimi vprašanji, kot so nesoglasja pri njihovem glasovanju v Generalni skupščini ZN. Višje vrednosti pomenijo večjo geopolitično oddaljenost. Glej Bailey et al. (2017), zadnji podatki se nanašajo na leto 2022.

Ker je doslej na voljo le malo empiričnih dokazov, da geopolitična zaskrbljenost že pomembno vpliva na trgovinske vzorce, v tem okvirju preučujemo, kako so geopolitične napetosti v zadnjem desetletju vplivale na mednarodno trgovinsko menjavo. Vpliv geopolitične oddaljenosti na vzorce mednarodne trgovinske menjave analiziramo s strukturnim gravitacijskim modelom. Modeli gravitacije trgovine predpostavljajo, da je raven trgovinske menjave med dvema državama odvisna od njune gospodarske mase in relativnih trgovinskih trenj, kar je lahko funkcija tako carinskih kot necarinskih ovir za trgovino.²⁹ Necarinske ovire se navadno ocenijo glede na geografsko oddaljenost med državami in druge značilnosti, ki bi lahko spodbujale ali ovirale trgovino med državami, kot so skupni jezik ali trgovinski sporazumi. Poleg teh necarinskih spremenljivk, ki so v literaturi standardne, ta analiza uvaja približek za vlogo geopolitike. Analiza se osredotoča na proizvodnjo blaga in s tem izključuje energente in trgovino s storitvami.

Standardni gravitacijski model mednarodne trgovine je razširjen tako, da vključuje merilo geopolitične oddaljenosti. Ta spremenljivka, ki je na voljo skozi čas in za pare držav, meri neusklenjenost zunanje politike držav na podlagi njihovih glasovalnih vzorcev v Generalni skupščini ZN. To počne tako, da opazovano volilno obnašanje držav pretvarja v dvostransko geopolitično oddaljenost, ki odraža povprečno nesoglasje med katerimakoli dvema državama v okviru Generalne skupščine ZN.³⁰ Za ponazoritev je v sliki b) grafa A prikazan časovni razvoj

²⁹ Glej Anderson, J. in Van Wincoop, E. (2003), »Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle«, *American Economic Review*, zvezek 93(1), str. 170–192.

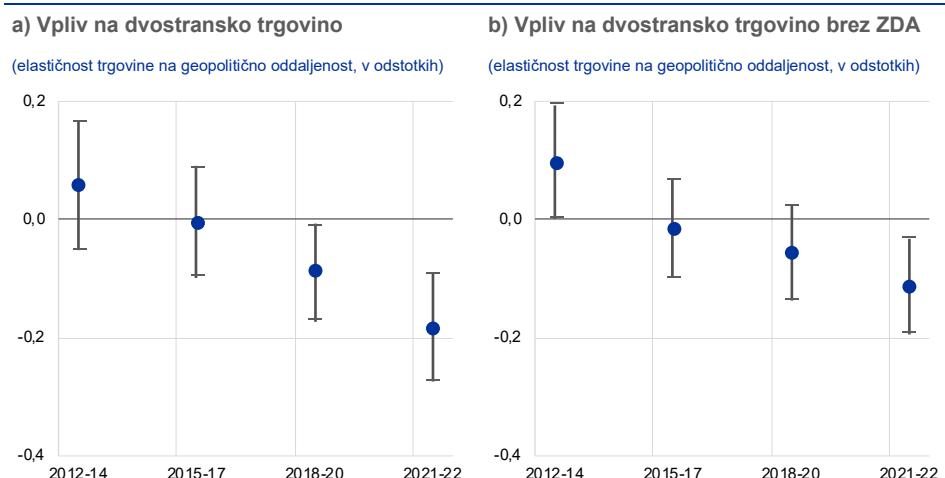
³⁰ Glej Bailey, M.A., Strezhnev, A. in Voeten, E. (2017), »Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data«, *Journal of Conflict Resolution*, zvezek 61(2), str. 430–456.

geopolitične oddaljenosti med štirimi pari držav: ZDA – Kitajska, ZDA – Francija, Nemčija – Kitajska in Nemčija – Francija. Graf kaže dosledno večjo oddaljenost od Kitajske tako za ZDA kot tudi za Nemčijo ter nadaljnje povečanje te oddaljenosti v zadnjih nekaj letih.

Analiza kaže, da ima geopolitična oddaljenost vse večjo vlogo pri določanju svetovnih trgovinskih tokov (graf B, slika a). Ocenjena elastičnost trgovinske menjave na geopolitično oddaljenost je negativna in dokaj velika od leta 2018 dalje, torej približno v času, ko se je zaostril trgovinski spor med ZDA in Kitajsko.³¹ Vpliv geopolitične oddaljenosti je gospodarsko pomemben: kot primer analiza kaže, da 10-odstotno povečanje geopolitične oddaljenosti povzroči, da se dvostranski trgovinski tokovi zmanjšajo za približno 2% oziroma za približno desetino trgovinskega učinka, ki ga je mogoče pripisati prostotrgovinskemu sporazumu. Teh rezultatov ne narekujejo izključno ameriški trgovinski vzorci, saj ocenjeni učinek ostane precejšen tudi po izključitvi ZDA iz vzorca (graf B, slika b).

Graf B

Spreminjanje vpliva geopolitične oddaljenosti na dvostranske trgovinske tokove skozi čas



Viri: Trade Data Monitor (TDM), MDS, Bailey et al. (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat in izračuni ECB. Opombe: Pike predstavljajo koeficient geopolitične oddaljenosti v povezavi s slepo časovno spremenljivko, pri čemer se uporablja triletna povprečja podatkov. Graf temelji na gravitacijskem modelu, ocenjenem za 67 držav med letoma 2012 in 2022. Geopolitična oddaljenost se meri z logaritem oddaljenosti med idealnima točkama po Bailey et al. (2017). Navpične črte predstavljajo 95-odstotni razpon zaupanja. Odvisna spremenljivka je nominalna trgovina z industrijskimi proizvodi brez energentov. Pri oceni se uporabi Poissonov model psevdomaksimalne verjetnosti (Poisson pseudo-maximum likelihood estimator, PPML). V oceni se upoštevajo dvostranske časovno spremenljive kontrole, letno fiksni učinki izvoznice/uvoznice in parno fiksni učinki. Standardne napake so zbrane v skupine po parih držav in letih. Ocene v sliki b temeljijo na vzorcu 66 držav, ker so ZDA izključene.

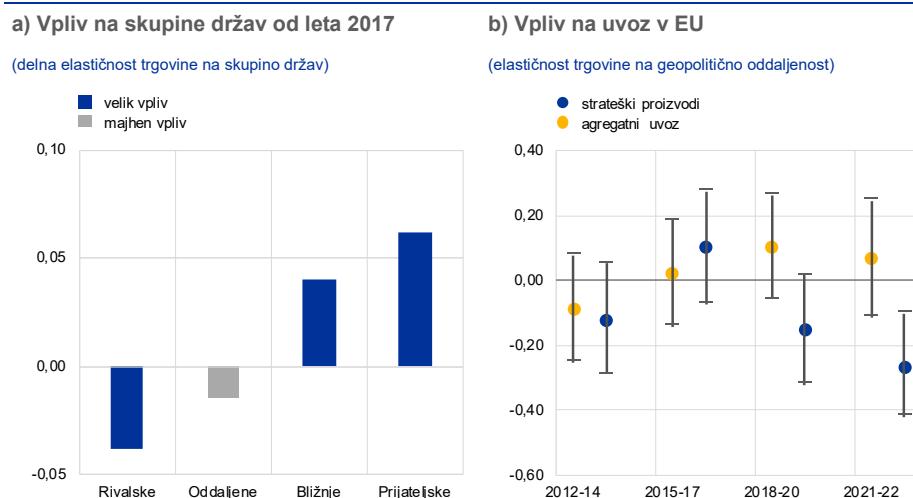
Zdi se, da geopolitika nima vedno enakega vpliva na trgovinske tokove. Da bi razumeli heterogenost v vplivu geopolitike, se dvostranski trgovinski tokovi regresirajo na niz štirih slepih spremenljivk, ki ustrezajo štirim kvartilom porazdelitve geopolitične oddaljenosti po parih držav. Poleg tega se za to, da bi zajeli vpliv naraščanja geopolitičnih napetosti skozi čas, vsak kvartil interagira s slepo časovno

³¹ Ti rezultati so odporni na vse globalne šoke, kot je bila padnemija COVID-19, ker so v trgovinske stroške vključeni časovno spremenljivi mejni vplivi, s čimer se kontrolira za vse globalno nemerljive dejavnike, ki vplivajo na svetovno trgovinsko menjavo v primerjavo z domačo trgovinsko menjavo (glej Beverelli, C., Keck, A., Larch, M., in Yotov, Y. V. (2023), »Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade«, *Oxford Economic Papers*).

spremenljivko, ki je v obdobju po letu 2017 enaka ena. Geopolitika je v obdobju po letu 2017 spodbudila trgovino med »priatelji« (tj. prvi kvartil). Nasprotno je zavirala trgovino med »rivali« (tj. četrti kvartil, graf C, slika a). Trgovina med »rivali« je za približno 4% manjša, kot bi bila, če se geopolitične napetosti po letu 2017 ne bi povečale, medtem ko je trgovina med »priatelji« za približno 6% večja. Na splošno je mogoče ugotoviti, da geopolitika sicer zmanjuje trgovino med geopolitično oddaljenimi državami, vendar lahko tudi krepi trgovinske povezave med geopolitično usklajenimi državami.

Graf C

Vpliv geopolitične oddaljenosti na skupine držav in na uvoz v EU



Viri: TDM, MDS, Bailey et al. (2017), Egger in Larch (2008), WITS, Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Rezultati temelijo na strukturnem gravitacijskem modelu, ki je z uporabo medletnih podatkov za obdobje 2012–2022 ocenjen za 67 držav. Za podrobnosti o oceni glej graf B. Slika a): vpliv na vsako skupino je ugotovljen na podlagi slepe spremenljivke za kvartile porazdelitve geopolitične oddaljenosti po pari držav. Slepa spremenljivka postane 1 pri trgovini med pari držav, ki od leta 2017 pripadajo istemu kvartilu. Delna elastičnost β ustreza spremembam v odstotkih $100 \times (\exp)\beta - 1$. Slika b): pike predstavljajo koeficient geopolitične oddaljenosti, ki je interagiran s slepo časovno spremenljivko in s slepo spremenljivko za uvoz v EU, pri čemer se uporablja triletno povprečja podatkov. Rumene pike kažejo ocene na podlagi dvostranske trgovine s strateškimi proizvodmi, modre pike kažejo ocene na podlagi dvostranske trgovine kot odvisne spremenljivke. Navpične črte predstavljajo 95-odstotni razpon zaupanja.

Ni veliko dokazov, da v skupnem uvozu EU obstaja izrazitejši trend preusmerjanja dobavnih verig v bližnje ali prijateljske države. V okviru istega gravitacijskega modela je vpliv časovno spremenljivih učinkov geopolitične oddaljenosti za EU izoliran tako, da se geopolitična oddaljenost interagira s slepo spremenljivko za uvoz v EU. Pri ocenjevanju se kontrolira za vpliv integracije trgovinske menjave v EU po državah. Analiza kaže, da geopolitika nima večjega vpliva na uvoz industrijskih proizvodov v EU (graf C, slika b). Ta rezultat je odporen na alternativne specifikacije in lahko odraža visoko stopnjo integracije svetovnih dobavnih verig v EU, dejstvo, da se proizvodne strukture zelo neprožno odzivajo na spremembe cen, vsaj kratkoročno, in da se ta togost povečuje, ko so države močno vključene v svetovne dobavne verige.³²

Kljub temu obstajajo dokazi o zmanjševanju tveganja v strateških sektorjih v EU. Strateško blago (vojaška oprema, surovine, paketi baterij, visokotehnološko in medicinsko blago itd.) predstavlja približno 9% skupnega uvoza iz držav zunaj EU in

³² Glej na primer Bayoumi, T., Barkema, J., in Cerdeiro, D. (2019), »The Inflexible Structure of Global Supply Chains«, IMF Working Papers, št. 2019/193. Mednarodni denarni sklad.

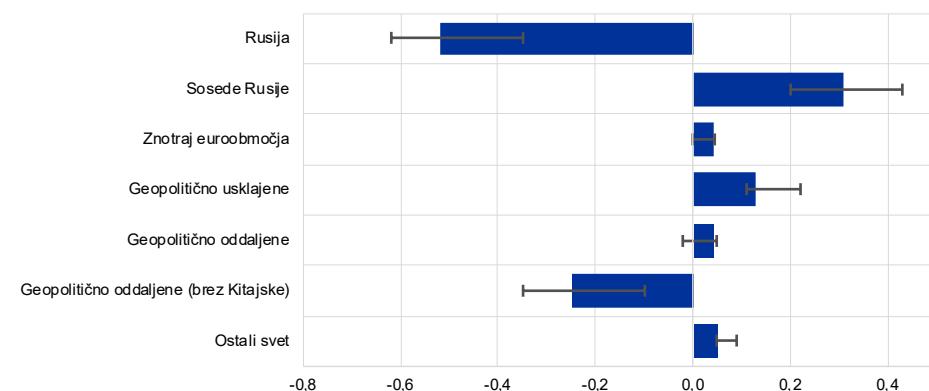
je zlasti pomembno za področja, kot so varnost, javno zdravje ter zeleni in digitalni prehod. Kadar se kot odvisna spremenljivka uporablja trgovina s strateškimi proizvodi, kot jih opredeljuje Evropska komisija, analiza kaže, da geopolitična oddaljenost znatno zmanjša uvoz v EU (graf C, slika b). Empirični dokazi kažejo, da se EU selektivno odceplja s tem, da v strateških sektorjih zmanjšuje svojo odvisnost od geopolitično oddaljenih dobaviteljev.

Preusmerjanje izvoza euroobmočja k geopolitično usklajenim državam je pospešila ruska invazija na Ukrajino. Analiza dogodka kaže, da se je zaradi ruske invazije na Ukrajino izvoz euroobmočja v Rusijo zmanjšal za več kot polovico (graf D). Hkrati so se povečali trgovinski tokovi v ruske sosedne, verjetno zaradi preusmerjanja dobavnih verig. Trgovinska menjava euroobmočja z geopolitično usklajenimi državami je bila po ocenah zaradi vojne za približno 13% višja v primerjavi s hipotetičnim scenarijem brez vojne, k čemur je največ prispevalo povečanje trgovinske menjave z ZDA. Obenem se kažejo zmerni znaki preusmerjanja dobavnih verig v bližnje države, saj se je zaradi ruske invazije na Ukrajino raven trgovinske menjave znotraj euroobmočja po ocenah povečala za okrog 4% glede na hipotetični scenarij. Po drugi strani ni znakov preusmerjanja trgovinske menjave stran od Kitajske, kar lahko odraža tržno moč Kitajske v številnih ključnih panogah. A če se Kitajska izvzame iz skupine geopolitično oddaljenih držav, postane vpliv ruske invazije na Ukrajino na izvoz euroobmočja zelo velik in negativen.

Graf D

Vpliv ruske invazije na Ukrajino na izvoz euroobmočja

(delna elastičnost)



Vir: TDM, MDS, ZN, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Ocenjeni koeficienti gravitacijskega modela, četrtnetni podatki za obdobje 2012–2022. Vzorec vključuje 67 izvoznic in 118 uvoznic. Vpliv na raven izvoza euroobmočja se za datume po ruski invaziji na Ukrajino uporablja s slepo spremenljivko. Trgovinske partnerice so Rusija; ruske sosedje Armenija, Kazahstan, Kirgizija in Gruzija; geopolitično prijateljske, oddaljene in neutralne države so države, ki so pri obeh temeljnih resolucijah ZN 7. aprila in 11. oktobra 2022 glasovale proti Rusiji, v prid Rusije oziroma so se vzdržale. Vključena je tudi trgovinska menjava znotraj euroobmočja. Za oceno je bil uporabljen Poissonov model psevdomašinske verjetnosti (PPML). V oceni so bile upoštevane dvostranske časovno spremenljive kontrole, časovno fiksni učinki izvoznice/uvoznice in fiksni učinki parov izvoznica-uvoznica. Standardne napake so zbrane v skupine po parih držav in po času. Modre vrstice predstavljajo povprečne učinke za pomembne koeficiente. Črtice predstavljajo najmanjši in največji koeficient, ocenjen na podlagi več preverjanj zanesljivosti.

3

Kako so gospodinjstva prilagodila potrošnjo in varčevanje pri spopadanju z visoko inflacijo?

Pripravili Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis in Omilos Kouavas

Gospodinjstva so bila v zadnjih nekaj letih izpostavljena več šokom, zato so na različne načine prilagodila svoje vedenje. Epizodo visoke inflacije v zadnjih dveh letih je sprožila kombinacija dejavnikov, med katerimi so ozka grla v dobavnih verigah, ki jih je povzročila pandemija, in skokovit porast cen energentov po ruski invaziji na Ukrajino. Inflacijski šok je vplival na vedenje potrošnikov in njihovo potrošnjo. Na splošno potrošniki pri spopadanju z višjimi cenami uporabljajo različne strategije: prilagodijo svojo potrošnjo, zmanjšajo svoje prihranke oziroma povečajo svoje dohodke. V tem okvirju na podlagi podatkov iz ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov preučujemo, kako so se gospodinjstva z omenjenimi strategijami odzvala na najnovje obdobje visoke inflacije.

Podatki iz ankete o pričakovanjih potrošnikov kažejo, da je glavna strategija potrošnikov pri spopadanju z inflacijo prilagoditev potrošnje (graf A).³³

Sodelujoči v anketi so bili pozvani, naj navedejo, katere ukrepe pri spopadanju z inflacijo so sprejeli v zadnjih 12 mesecih. Ti so poleg zmanjšanja potrošnje vključevali tudi najem posojila, uporabo prihrankov, opravljanje več delovnih ur, opravljanje dodatne zaposlitve ali zahtevanje višjih plač. V januarju 2024 je večina anketirancev (69%) spremenila potrošnjo, pomembne pa so bile tudi prilagoditve prek prihrankov/kreditov (43%) in dohodka (31%).³⁴ Potrošniki so se na visoke cene najpogosteje odzvali z iskanjem najugodnejše ponudbe (50%), sledila sta kupovanje izdelkov manjše kakovosti (33%) in zmanjšanje kupljenih količin (28%).³⁵ 35% anketirancev je navedlo, da so v podporo potrošnji zmanjšali prihranke, medtem ko jih je, kar zadeva dohodke, okrog 15% odgovorilo, da so se dogovorili za povišanje plače, 17% pa, da so opravili več delovnih ur ali začeli opravljati dodatno zaposlitev. Pri gospodinjstvih z omejenim proračunom – opredeljenih kot gospodinjstva, ki velik delež svojega proračuna glede na svoje dohodke porabijo za nujne življenske potrebštine – je bilo verjetneje, da bodo prilagodila nakupovalne in varčevalne vzorce, kot pri gospodinjstvih z neomejenim proračunom (graf A).³⁶ Glede ukrepov

³³ Dobro je dokumentirano, da se potrošniki na velike šoke odzovejo s prilagoditvijo svoje potrošnje. Glej na primer okvirje z naslovom »[Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2020, »[Inflation measurement in times of economic distress](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2020, in »[Uteži v indeksu HICP za leto 2021 in njihov vpliv na merjenje inflacije](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2021. Prilagoditev potrošnikov lahko vključujejo spremembo celotne potrošnje ali njene strukture s (i) preusmeritvijo od posamezne kategorije izdelkov oziroma blagovnih znakov, (ii) iskanjem ugodnejših cen in akcijskih ponudb oziroma (iii) kupovanjem izdelkov manjše kakovosti.

³⁴ Odstotki se nanašajo na povprečno vrednost, saj so odgovori razdeljeni na gospodinjstva z omejenim proračunom – opredeljena kot gospodinjstva, ki velik delež svojega proračuna glede na svoje dohodke porabijo za nujne življenske potrebštine – in gospodinjstva z neomejenim proračunom.

³⁵ Te podatke potrjujejo rezultati iskanja v iskalniku Google, iz katerih je razvidno, da potrošniki od sredine leta 2022 aktivno iščejo trgovine s cenejšo ponudbo in se bolj zanimajo za akcijske ponudbe, zlasti glede hrane (na primer »akcijska ponudba hrane«, »meniji s cenami«, »popusti na hrano«).

³⁶ Različna gospodinjstva uporabljajo tudi različne strategije prilaganja inflacijskim šokom, ki so odvisne od njihove potrošne košarice, dohodka in značilnosti bilance. Najnovješa analiza posledic šokov zaradi cen energentov v modelih heterogenih agentov je predstavljena v Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M., in Straub, L., »[Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy](#)«, *mimeo*, 2023.

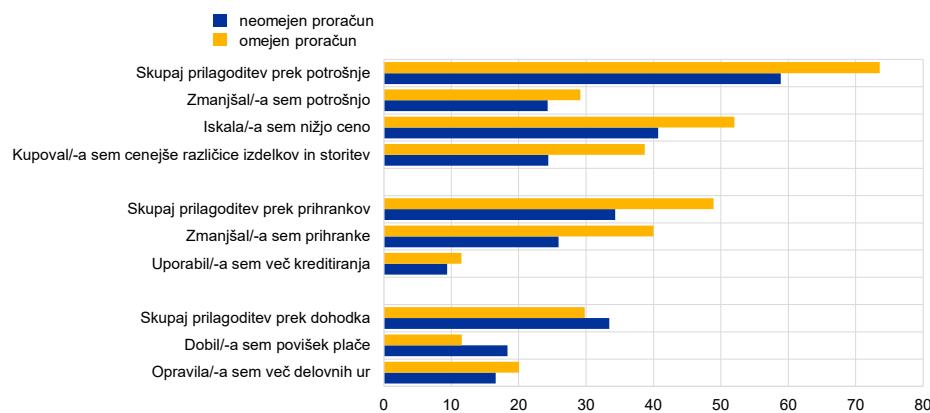
prilagoditve dohodka sta bila odstotka pri obeh skupinah podobna.³⁷ Odgovori potrošnikov so pokazali, da se je od takrat, ko je bilo to vprašanje nazadnje zastavljeno (avgusta 2023), povečal delež odgovorov pri vseh ukrepih prilagoditve. Najbolj (za 9 odstotnih točk) se je povečal odstotek odgovorov pri prilagoditvi prek potrošnje, sledijo pa strategije v zvezi s prihranki (za 7 odstotnih točk) in dohodkom (za 7 odstotnih točk).

Graf A

Odgovori potrošnikov pri vseh možnostih v anketi o pričakovanjih potrošnikov

Odgovori v januarju 2024 (za preteklih 12 mesecev)

(v odstotkih)



Viri: anketa o pričakovanjih potrošnikov in izračuni ECB.

Opombe: Vprašanje v anketi se glasi: »Razmislite o svojih pričakovanjih glede sprememb cen na splošno v zadnjih 12 mesecih. Katerega od spodaj navedenih ukrepov (če sploh katerega) ste zaradi teh sprememb cen sprejeli v zadnjih 12 mesecih? Izberite vse možnosti, ki ustrezajo. 1. Prestavil/-a sem večje nakupe trajnih proizvodov. 2. Zmanjšal/-a sem običajno potrošnjo in nekaj denarja dal/-a na stran. 3. Aktivneje sem primerjal/-a cene med posameznimi trgovci oziroma ponudniki, da bi našel/-la najugodnejšo ceno za isti izdelek ali storitev. 4. Blago in storitve sem zamenjal/-a s cenejšimi alternativami. 5. Varčeval/-a sem manj kot običajno ali (nekatere ali vse) prihranke uporabil/-a za financiranje potrošnje. 6. Za financiranje potrošnje sem uporabil/-a več kreditov kot običajno (npr. povečano stanje na kreditnih karticah ali druga potrošniška posojila). 7. Pri svojem trenutnem delodajalcu sem dosegel/-a povišanje plače ali si našel/-a bolje plačano zaposlitve. 8. Svoj dohodek sem povečal/-a na druge načine (npr. začel/-a sem opravljati dodatno zaposlitve, opravil/-a več delovnih ur pri trenutnem delodajalcu). 9. Nič od navedenega.«

Na podlagi sestave izdatkovne košarice gospodinjstev je mogoče sklepati, da so bile prilagoditve večje pri kategorijah, pri katerih je bila relativna sprememba cen večja. Slika a v grafu B prikazuje sestavo potrošne košarice za leto 2023 v primerjavi z letom 2021. V zadnjih dveh letih so bile prilagoditve deleža v celotni potrošnji večje pri kategorijah izdelkov in storitev, ki so zabeležile relativno večje zvišanje cen. To je v skladu z literaturo, v kateri je navedeno, da se gospodinjstva odpovedujejo izdelkom, ki postajajo relativno dražji, in jih nadomeščajo z drugimi.³⁸ Tako se je zaradi močnejšega zvišanja cen precej zmanjšala potrošnja izdelkov, na primer hrane in opreme. Ti kvantitativni podatki so skladni s kvalitativnimi odgovori, predstavljenimi v grafu A. Kljub temu so na potrošniško vedenje gospodinjstev vplivali tudi dodatni šoki. K vztrajni rasti prostočasnih storitev, kot so restavracije ter rekreativa in potovanja (graf B, slika b), je prispevala sprememba preferenc po odpravi omejitve fizičnih stikov po pandemiji.

³⁷ Podobna odstotka pri obeh skupinah je mogoče pojasniti s tem, da je vzročnost obrnjena, zato proračun gospodinjstev, ki jim uspe povečati dohodek, ni več omejen, saj je v tem primeru dohodek dejavnik, ki pogojuje opredelitev teh skupin in velikost prilagoditve.

³⁸ Glej Argente, D., in Lee, M., »Cost of living inequality during the Great Recession«, *Journal of the European Economic Association*, 19, št. 2, 2021, str. 913–952, in »Grocery prices in the euro area: findings from the analysis of a disaggregated price dataset«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2015.

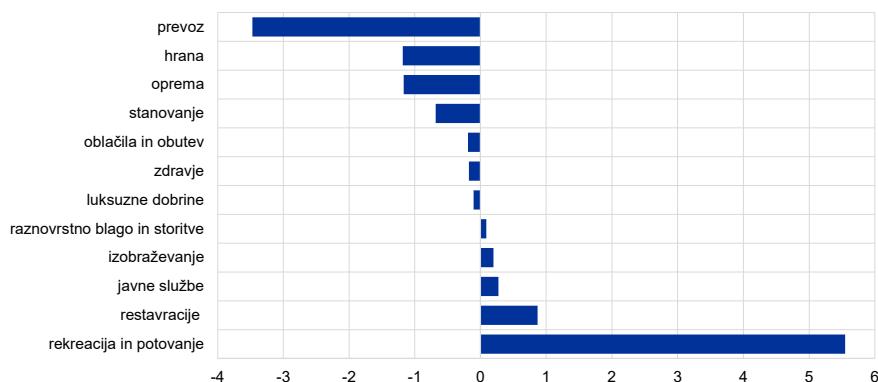
Zaradi tega se je delež teh kategorij v celotni potrošnji povečal s 7,4% v letu 2021 na 12,9% v letu 2023. Poleg tega se je delež prevoza (vključno z nakupi vozil) na začetku leta 2022 zaradi omejitev v ponudbi polprevodnikov začel zmanjševati, vendar se je v letu 2023 znova nekoliko povečal.

Graf B

Prilagoditev potrošne košarice in razčlenitev potrošnje po kategorijah potrošnje

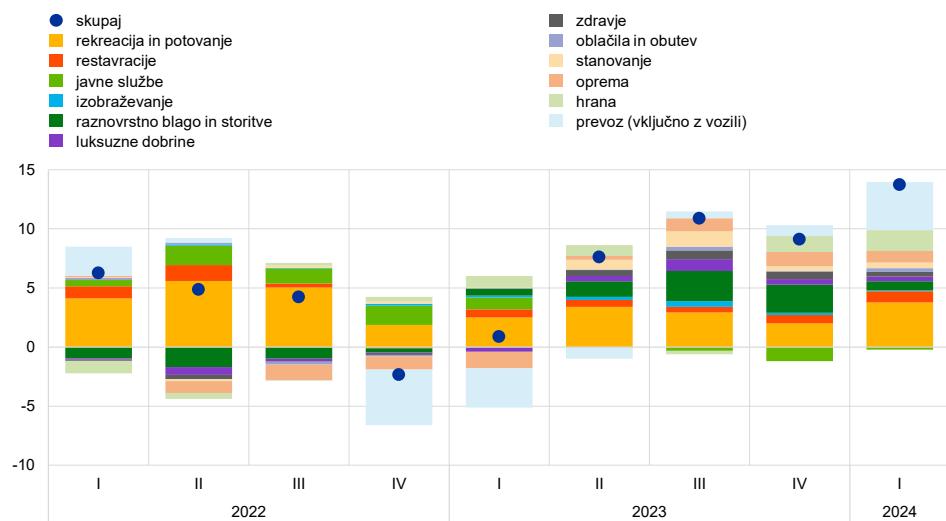
(a) Relativne spremembe potrošnje (leta 2023 glede na leto 2021)

(delež celotne potrošnje, odstotki)



(b) Nominalna potrošnja

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: anketa o pričakovanjih potrošnikov in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a so prikazane relativne spremembe potrošnje za vsako kategorijo potrošnje (prevoz, hrana, oprema, stanovanje, oblačila in obutev, zdravje, luksuzne dobrine, raznovrstno blago in storitve, izobraževanje, javne službe, restavracije ter rekreacija in potovanje) za leto 2023. Vzorec vključuje 11 držav euroobmočja: Belgijo, Nemčijo, Irsko, Španijo, Francijo, Italijo, Luksemburg, Nizozemsko, Avstrijo, Portugalsko in Finsko. Na sliki b razčlenitev temelji na nominalnih vrednostih, pri čemer so medletne stopnje rasti prilagojene na podlagi deleža vsake postavke v celotni nominalni zasebnici potrošnji. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2023 na sliki a in na prvo četrletje 2024 na sliki b.

Kar zadeva prilagoditev prek prihrankov, je iz podatkov razvidno, da se je stopnja varčevanja v zadnjih dveh letih znižala. S hkratno uporabo podatkov iz ankete o pričakovanjih potrošnikov o potrošnji in dohodku je mogoče stopnje varčevanje na ravni gospodinjstev in četrтletne aggregate izračunati bolj zgodaj. Skupna stopnja varčevanja (kot delež neto dohodka) iz ankete o pričakovanjih potrošnikov se giblje precej skladno z (nedesezonirano) skupno stopnjo varčevanja iz četrтletnih sektorskih računov Eurostata (graf C, slika a). V letih 2022 in 2023 se je stopnja varčevanja iz ankete znižala rahlo izraziteje kot kazalnik iz četrтletnih sektorskih računov. Kljub temu se je Eurostatova stopnja varčevanja v tretjem četrтletju 2023 približala dolgoročnemu povprečju.

Iz razčlenitve stopnje varčevanja je razvidno, da so k znižanju prispevali predvsem večji izdatki za storitve v zvezi z rekreacijo in potovanji, ne pa za nujne življenske potrebščine. Mikropodatki iz ankete o pričakovanjih potrošnikov omogočajo podrobno razčlenitev spremembe stopnje varčevanja v zadnjih dveh letih ob upoštevanju kategorij dohodkov in potrošnje v različnih dohodkovnih razredih. Zadnje znižanje stopnje varčevanja je mogoče večinoma pripisati povečanemu zanimanju gospodinjstev za potrošnjo storitev v zvezi z rekreacijo in potovanji po pandemiji, k čemur so prispevala predvsem gospodinjstva iz višjih dohodkovnih razredov (graf C, slika b). K znižanju stopnje varčevanja v letu 2023 je, čeprav manj, prispevalo tudi to, da se je po normalizaciji ozkih grl v proizvodnji povečala potrošnja trajnih proizvodov, k čemur so prispevala predvsem gospodinjstva z manjšimi dohodki. Nasprotno je potrošnja nujnih dobrin, vključno s stanovanji, hrano in energijo, kljub precejšnjemu dvigu njihovih cen relativno skromno vplivala na zmanjšanje prihrankov gospodinjstev v letih 2022 in 2023. Ta rezultat je posledica zmanjšanja količine in kakovosti nakupov teh dobrin, kar je v skladu s spremembami potrošniškega vedenja gospodinjstev.

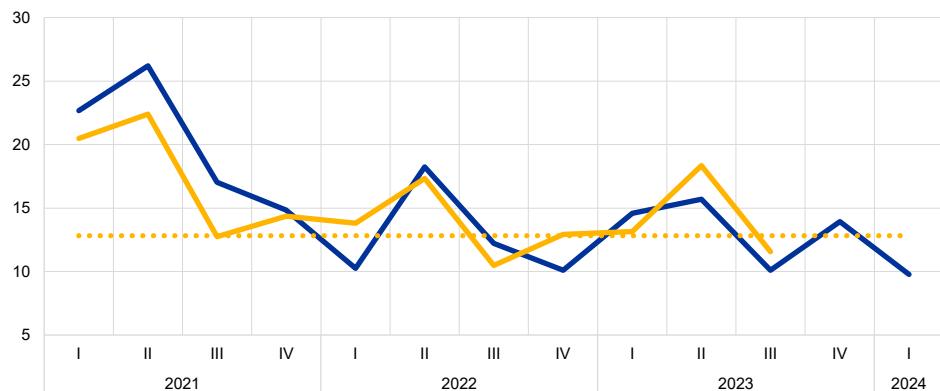
Graf C

Stopnja varčevanja v euroobmočju

(a) Stopnja varčevanja gospodinjstev

(v odstotkih dohodka)

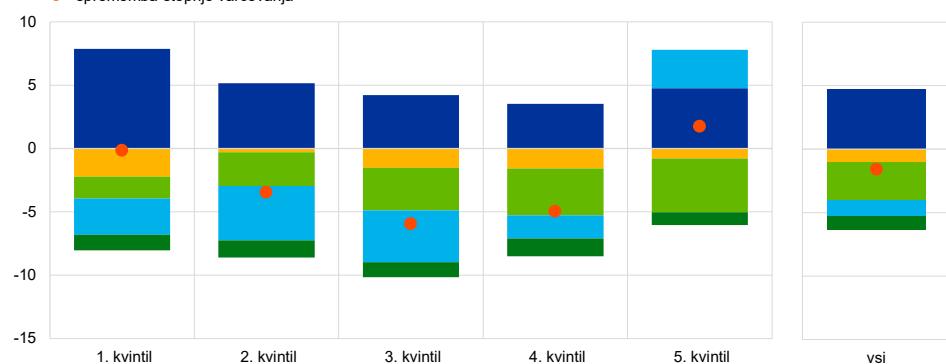
- stopnja varčevanja iz ankete o pričakovanjih potrošnikov
- Eurostatova stopnja varčevanja
- Eurostatova dolgoročna povprečna stopnja varčevanja (1999-2019)



(b) Razčlenitev stopnje varčevanja po dohodkovnih kvintilih in vrstah potrošnje v anketi o pričakovanjih potrošnikov (leta 2023 glede na leto 2022)

(sprememba v odstotnih točkah)

- dohodek
- nujne življenjske potrebštine
- rekreacija in potovanje
- trajni proizvodi
- drugo
- sprememba stopnje varčevanja



Viri: anketa o pričakovanjih potrošnikov, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a je stopnja varčevanja iz ankete o pričakovanjih potrošnikov opredeljena kot delež prihrankov v neto dohodu gospodinjstev; prihranki so izračunani kot razlika med neto dohodom gospodinjstev in potrošnjo. Eurostatova stopnja varčevanja je izračunana kot delež bruto prihrankov v bruto razpoložljivem dohodku gospodinjstev. Prekinjena črta označuje dolgoročno povprečje v obdobju 1999–2019. Vse časovne vrste so nedesezonirane. V grafu na sliki b je na levi strani prikazana razčlenitev stopnje varčevanja po dohodkovnih kvintilih v letu 2023, na desni strani pa razčlenitev skupne stopnje varčevanja za leto 2023. Pri podatkih iz ankete o pričakovanjih potrošnikov vzorec vključuje 11 držav euroobmočja: Belgijo, Nemčijo, Irsko, Španijo, Francijo, Italijo, Luksemburg, Nizozemska, Avstrijo, Portugalsko in Finsko. Zadnji podatki se na sliki a nanašajo na prvo četrletje 2024 pri stopnji varčevanja iz ankete o pričakovanjih potrošnikov in na tretje četrletje 2023 pri stopnji varčevanja iz četrtletnih sektorskih računov Eurostata, na sliki b pa na leto 2023.

Kar zadeva prilagoditev prek dohodka, je več kot polovica anketirancev navedla, da se je njihov dohodek v letu 2023 nominalno povečal manj kot inflacija. Kot kažejo kvalitativni podatki iz ankete o pričakovanjih potrošnikov, se je pri večini potrošnikov (54%) dohodek povečal počasneje kot inflacija, medtem ko se je pri 21% potrošnikov povečal hitreje kot inflacija, pri 25% pa se je dohodek zmanjšal.³⁹ Na podlagi kvantitativnih podatkov iz razčlenitve stopnje varčevanja je

³⁹ Glej okvir z naslovom »Merjenje dohodka gospodinjstev«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2023.

mogoče sklepati, da je večji prispevek dohodka v letu 2023 večinoma izravnal povečanje potrošnje (graf C, slika b). Kljub temu se prilagoditve dohodka navadno zgodijo nazadnje, saj so manj pod neposrednim nadzorom gospodinjstev. Glede vidikov porazdelitve so o največjem povečanju dohodka poročali potrošniki iz nižjih dohodkovnih kvintilov, kar je skladno s povečanjem minimalne plače v državah euroobmočja v zadnjih dveh letih.⁴⁰

⁴⁰ Glej tudi okvir z naslovom »[Minimum wages and their role for euro area wage growth](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2022.

4

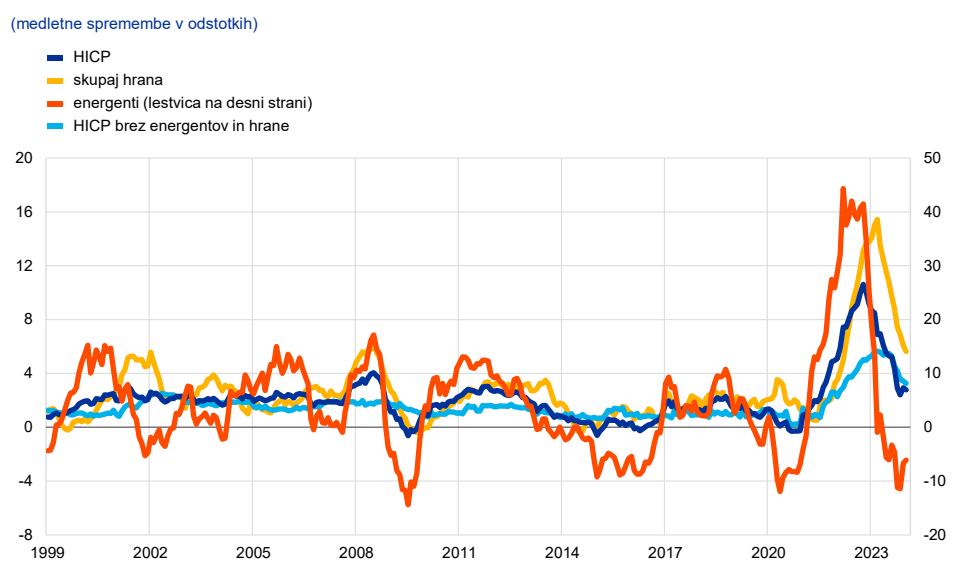
Kateri dejavniki so v zadnjih dveh letih poganjali inflacijo v skupini hrane v euroobmočju?

Pripravili Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes in Ieva Rubene

Inflacija v skupini hrane je bila eden od glavnih dejavnikov, ki so prispevali k močnemu porastu skupne inflacije v euroobmočju leta 2022 in zatem tudi k dezinflaciji, ko se je inflacija v skupini hrane začela zniževati. Inflacija v skupini hrane se je marca 2023 zvišala na rekordno visoko raven okrog 15%, ki jo je presegel le predhoden skokovit porast inflacije v skupini energentov (graf A). Od takrat se je inflacija v skupini hrane znižala in je januarja 2024 upadla na 5,7%, vseeno pa je še vedno višja od dolgoročnega povprečja pred pandemijo (2,1%).⁴¹ Skupina hrane predstavlja okrog 20% izdatkov v celotni košarici harmoniziranega indeksa cen živiljenjskih potrebščin (HICP) in se večinoma nanaša na potrošnjo »nujnih potrebščin«. To pomeni, da je skokovit porast inflacije v skupini hrane vplival na kupno moč gospodinjstev in je prizadel predvsem gospodinjstva z nižjimi dohodki. Ta okvir obravnava glavne dejavnike nedavnega gibanja cen hrane.

Graf A

Gibanje potrošniških cen hrane v euroobmočju



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2024.

Močno zvišanje rasti potrošniških cen hrane od sredine leta 2021 do začetka leta 2023 je bilo zabeleženo pri obeh glavnih komponentah, in sicer pri predelani in nepredelani hrani. Predelani prehrambni izdelki predstavljajo največji delež potrošnje gospodinjstev za hrano (75%), nepredelana hrana pa predstavlja

⁴¹ Pred tem sta bila vzrok za najvišje vrednosti medletne inflacije v skupini hrane zaskrbljenost glede zdravja, povezana z bolezni živali (5,6% na začetku leta 2002), in zvišanje svetovnih cen prehrambnih surovin in gnojil (6,1% v letu 2008). Pregled gibanja cen hrane med pandemijo COVID-19 je v okvirju z naslovom »Recent developments in euro area food prices«, Economic Bulletin, številka 5, ECB, 2020, in v okvirju z naslovom »Skokovit porast inflacije v skupini hrane v euroobmočju in vpliv rusko-ukrajinske vojne«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2022.

preostanek. Input-output tabele Eurostata kažejo, da je struktura stroškov v sektorju predelane in sektorju nepredelane hrane precej podobna, vseeno pa obstaja nekaj pomembnih razlik. V proizvodnji predelane hrane predstavljajo neposredne energetske vhodne surovine okrog 2% proizvodnih dejavnikov razen delovne sile, pri nepredelani hrani pa predstavljajo okrog 7%. Obenem plin in električna energija (v nasprotju z nafto) predstavlja večji delež energetskih vhodnih surovin pri predelani hrani (okrog 80%) kot pri nepredelani hrani (okrog 50%). Poleg tega so v proizvodnji nepredelane hrane gnojila kot vhodne surovine skoraj tako pomembna kot energetske vhodne surovine. Na cene nepredelane hrane navadno močneje vplivajo tudi sezonski dejavniki, vključno z neugodnimi vremenskimi razmerami. Pri obeh komponentah živilski proizvodi za vmesno porabo predstavljajo velik delež vhodnih stroškov razen stroškov dela (okrog 40% pri nepredelani hrani in 50% pri predelani hrani), kar pomeni, da ima gibanje cen hrane lahko pomembne učinke prelitja znotraj sektorja.

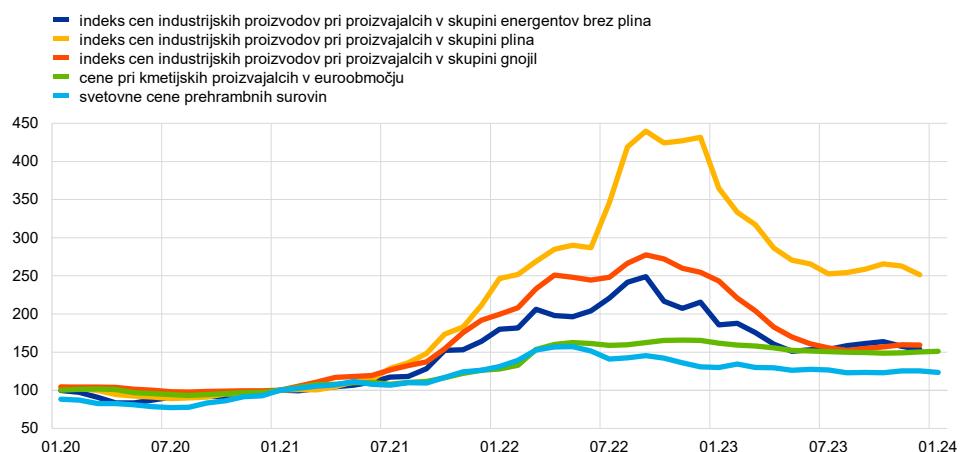
Izjemno skokovit porast energetskih stroškov je bil glavni dejavnik zvišanja rasti potrošniških cen hrane v letih 2021 in 2022. Med letom 2021 so se cene nafte močno zvišale, ko je svetovno gospodarstvo začelo okrevati po pandemiji koronavirusa (COVID-19), ponudba nafte pa je bila omejena. Poleg tega so poleti 2021 evropske veleprodajne cene plina strmo porasle zaradi kombinacije dejavnikov ponudbe in povpraševanja. Ta dinamika se je zaostriла na začetku leta 2022 zaradi ruske invazije na Ukrajinijo.⁴² Skokovit porast cen energetskih surovin je privedel do naknadnega močnega zvišanja cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini emergentov in cen gnojil, ki so tesno povezane s cenami plina (graf B). Obseg zvišanja cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini emergentov je bil z zgodovinskega vidika izjemno velik. Porast je bil močan predvsem pri plinu in električni energiji, saj so veleprodajne cene plina v septembru 2022 dosegle najvišjo vrednost in so bile 440% višje od ravni iz decembra 2020. Iz input-output tabel Eurostata za leto 2019 je razvidno, da energetski stroški po ocenah predstavljajo okrog 3% skupnih vhodnih stroškov razen stroškov dela v živilskem sektorju. Čeprav se ta delež lahko zdi majhen, pa je že sama velikost energetskega cenovnega šoka nakazovala občutno zvišanje skupnih stroškov proizvodnje. Ko so bile najvišje, so se cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini emergentov (ki obsegajo predvsem električno energijo, plin in klimatizacijo) zvišale za skoraj 280% v primerjavi z ravnijo iz decembra 2020. Takšno zvišanje bi pomenilo zvišanje skupnih vhodnih stroškov razen stroškov dela v živilskem sektorju za okrog 9% (samo ob tem specifičnem šoku zaradi vhodnih stroškov).

⁴² Podrobnejša analiza gibanja cen emergentov v obdobju 2021–2022 je v članku z naslovom »*Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2022.

Graf B

Gibanje glavnih vhodnih stroškov pri potrošniških cenah hrane

(indeks: januar 2021 = 100)



Viri: Eurostat, Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut (HWI), ECB in izračuni ECB.

Opombe: Indeksi cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se nanašajo na euroobmočje, svetovne cene prehrambenih surovin pa so v eurih. Zadnji podatki se nanašajo na december 2023 pri indeksih cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih in na januar 2024 pri cenah pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju in pri svetovnih cenah prehrambenih surovin.

Prispevek zvišanja svetovnih cen prehrambenih surovin in cen pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju je bil prav tako precejšen, kar je deloma odražalo posredne učinke višjih svetovnih cen energentov, pa tudi drugih dejavnikov.⁴³

Potem ko so v začetni fazi pandemije upadle na nizko raven, so svetovne cene prehrambenih surovin, predvsem koruze, pšenice in soje, začele okrevati v druge polovici leta 2020, med letom 2021 pa so se še naprej strmo zviševale. Zvišanje je odražalo odboj povpraševanja po krmi na Kitajskem, pomanjkanje na strani ponudbe, ki je bilo deloma posledica vremenskih razmer v Južni Ameriki, in zviševanje energetskih stroškov.⁴⁴ Cene pšenice so skokovito porasle, zlasti po izbruhu ruske vojne v Ukrajini, kar je na svetovni ravni vzbujalo zaskrbljeno glede ponudbe žita iz teh dveh držav. Zaradi tega in zaradi dinamike svetovnih cen prehrambenih surovin ter višjih energetskih stroškov in stroškov gnojil so močno porasle cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju. Zvišanje je bilo najmočnejše pri žitih, predvsem zaradi cen pšenice, temu pa so sledile višje cene mesa in mlečnih izdelkov, ker je koruza pomembna krma za rejne živali. Zvišanje cen pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju je prispevalo k zvišanju cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v živilski industriji, ki se je že sicer soočala z višjimi neposrednimi energetskimi stroški proizvodnje. Ko so se sredi leta 2022 cene energetskih surovin in svetovne cene prehrambenih surovin začele umirjati, so popustili pritiski, ki izhajajo iz vhodnih cen. Vseeno pa so cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju ostale povisane, kar bi bilo deloma lahko odraz vztrajno višjih cen mesa, pa tudi drugih

⁴³ Glavna razlika med svetovnimi cenami prehrambenih surovin in cenami pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju je, da se s prehrambenimi surovinami trguje na svetovnih finančnih trgih, medtem ko so cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju cene, ki se kmetom v euroobmočju plačajo na »vratih kmetije« (torej, ko proizvod zapusti kmetijo). O cenah pri kmetijskih proizvajalcih države članice EU poročajo Generalnemu direktoratu za kmetijstvo in razvoj podeželja v Evropski komisiji, za euroobmočje pa jih agregira ECB.

⁴⁴ Glej »Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand«, World Bank Group, Washington, DC, oktober 2021. Licenca: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

domačih dejavnikov.⁴⁵ Dodaten pritisk na zvišanje svetovnih cen prehrambnih surovin in cen pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju je izhajal iz neugodnih svetovnih in lokalnih vremenskih pojavov, ki so zaradi podnebnih sprememb postopno vse pogosteji. Del tega navzgor deluječega pritiska se je nato prenesel v cene živiljenjskih potrebščin.⁴⁶ Gledano v celoti so se potrošniške cene hrane sicer zvišale pri različnih postavkah, vendar je bilo zvišanje najmočnejše pri tistih, ki so tesneje povezane s prehrambnimi vhodnimi surovinami in večjo porabo energije.

Pomembno vlogo energetskih stroškov in v manjši meri cen prehrambnih surovin potrjujejo rezultati na podlagi modelov (graf C). Iz Bayesovega vektorskega avtoregresijskega (BVAR) modela je razvidno, da so na odklon inflacije v skupini hrane od dolgoročnejšega povprečja v zadnjih dveh letih precej vplivali višji energetski stroški. Pomembni dejavniki so bile tudi svetovne cene prehrambnih surovin (v eurih) in cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju.⁴⁷ Vpliv cen pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju, prikazan v modelu, je vrednost, ki ostane, potem ko se upošteva vpliv cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini emergentov. Podobno vpliv cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v živilskem sektorju euroobmočja ponazarja prispevek tega sektorja k cenam živiljenjskih potrebščin, potem ko se upoštevajo vpliv cen emergentov, vpliv svetovnih cen prehrambnih surovin in vpliv cen pri kmetijskih proizvajalcih. To pomeni, da prispevek cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v živilskem sektorju, prikazan na grafu C, odraža dejavnike, ki izhajajo iz predelovalne komponente potrošniških cen hrane, ki niso povezane s cenami energetskih in prehrambnih vhodnih surovin. Gledano v celoti, če temu prispevku dodamo preostali nepojasnjen prispevek v modelu, ostane precejšen del skokovitega porasta inflacije v skupini hrane nepojasnjen.⁴⁸ To lahko odraža značilnosti, ki niso izrecno modelirane, ker ni na voljo dovolj ustreznih podatkov, na primer za domače dejavnike, kot so plače in dobiček. Ti dejavniki so relevantni tako za predelovalno kot tudi za distribucijsko in maloprodajno komponento potrošniških cen hrane. Možno je tudi, da model ni zajel nelinearnih vplivov skokovitega porasta energetskih stroškov na cene hrane.

⁴⁵ Cene svinjskega mesa ter govejega in telečjega mesa so ostale povišane zaradi zniževanja domače ponudbe.

⁴⁶ Učinek ekstremnih vremenskih pojavov se deloma lahko pokaže v cenah prehrambnih surovin, še posebno če gre za pojave zunaj Evrope. Podatki na primer kažejo, da El Niño (naravni podnebni pojav, zaradi katerega lahko nastopijo ekstremni vremenski pojavji) v obdobju 2023–2024 vpliva na svetovne cene primarnih surovin (glej okvir z naslovom »[Tveganja za svetovne cene prehrambnih surovin zaradi pojava El Niño](#)«, *Ekonomska bilten*, številka 6, ECB, 2023). Vseeno pa ekstremni vremenski pojavji v Evropi lahko tudi neposredno vplivajo na potrošniške cene hrane, predvsem pri proizvodih brez svetovnega trga. To bi na primer lahko veljalo za cene svežega sadja in zelenjave. Na primer zaradi ekstremne vročine po celotni Evropi poleti 2022 so se po ocenah potrošniške cene hrane v euroobmočju po enem letu dodatno zvišale za okrog 0,8 odstotne točke (glej Kuik, F., Modery, W., Nickel, C. in Parker, M., »[The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#)«, *Blog ECB*, 12. december 2023). Več podatkov je v okviru z naslovom »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2024).

⁴⁷ Vseeno pa lahko prispevek svetovnih cen prehrambnih surovin deloma odraža tudi višje svetovne cene emergentov. Ker so poleg tega v analizi modela svetovne cene prehrambnih surovin izražene v eurih, bi prispevek, razviden iz modela, lahko odražal tudi vpliv nihanja deviznega tečaja.

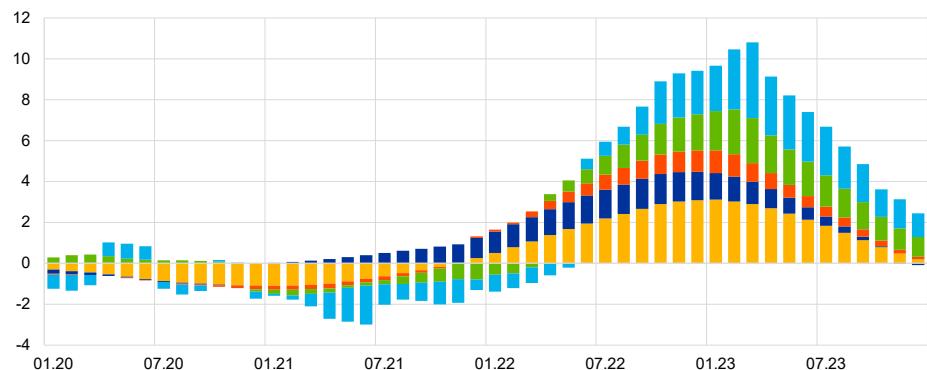
⁴⁸ Tudi če se upošteva večje število opredeljenih šokov (vključno s cenami emergentov in prehrambnih surovin), je v nedavni razpravi ugotovljeno, da velik del skokovitega porasta inflacije v skupini hrane ostaja nepojasnjen (glej Baribura, M., Bobeica, E. in Hernández, C.M., »[What drives core inflation? The role of supply shocks](#)«, *Working Paper Series*, št. 2875, ECB, november 2023).

Graf C

Modelske prikaz dejavnikov, ki poganjajo potrošniške cene hrane v euroobmočju

(prispevki v odstotnih točkah k odklonom od dolgoročnega povprečja)

- cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energetov v euroobmočju
- svetovne cene prehrambnih surovin
- cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju
- cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v živilski industriji v euroobmočju
- nepojasnjeno



Vir: izračuni ECB.

Opombe: V grafu so na podlagi modela BVAR razčlenjeni dejavniki odklona inflacije v skupini hrane v euroobmočju od dolgoročnega povprečja (in začetno stanje), pri čemer se uporablja [nabor orodij BEAR](#), ki ga je razvila ECB. Energetski stroški so prikazani z indeksom cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v euroobmočju v energetskem sektorju. Svetovne cene prehrambnih surovin (v eurih) so podatki HWWI, cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju pa so na podlagi podatkov Evropske komisije izračunane v ECB. Pri opredelitvi dejavnikov se upošteva razčlenitev po Choleskyju, kot je predstavljena v Ferrucci, G., Jimenez-Rodriguez, R., in Onorante, L., »Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy«, *International Journal of Central Banking*, št. 8, marec 2012, str. 179-218, pri kateri je določen naslednji vrstni red inovacij: svetovne cene prehrambnih surovin, cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energetov v euroobmočju, cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju, cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v živilskem sektorju, cene živiljenjskih potrebščin. Vrstni red je skladen s predpostavko cenovne verige. Ocnevanjni vzorec zajema obdobje od decembra 1996 do decembra 2023.

Postopoma se je izkazalo, da so domači dejavniki – kot sta gibanje plač in gibanje dobička – vse pomembnejša gonila zvišanja potrošniških cen hrane. Iz modelske razčlenitve je razvidno, da s cenami energetskih in prehrambnih vhodnih surovin ni mogoče v celoti pojasniti skokovitega zvišanja in nato visoke stopnje rasti potrošniških cen hrane od približno druge polovice leta 2022 dalje (glej »nepojasnjeno« v grafu C). Kot že omenjeno je ena od verjetnih razlag prispevek domačih dejavnikov. Na primer za kompenziranje izgube realnega dohodka delavcev so plače v kmetijskem sektorju in živilskih predelovalnih dejavnosti leta 2022 medletno porasle za 6,2% oziroma 3,5%, v prvih treh četrletljih 2023 pa v obeh sektorjih še za dobrih 5% (graf D).⁴⁹ Podobno so se plače v sektorju prevoza in skladiščenja, ki je pomemben člen v živilski maloprodajni verigi, zvišale za 4,3% v letu 2022 in 6,3% v prvih treh četrletljih 2023. To pomeni, da je bila rast plač v teh sektorjih, ki je deloma odražala zvišanje minimalne plače, nekoliko višja od rasti plač v celotnem gospodarstvu.⁵⁰ Medtem ko podatki iz nacionalnih računov kažejo, da je dobiček na enoto proizvoda v kmetijskem sektorju močno zvišal, pa ni na voljo dovolj podatkov o dobičku v živilskih predelovalnih dejavnosti in živilski trgovini na drobno. Čeprav se je obseg prodaje (merjen z indeksom prihodka od prodaje, deflacioniranim s prodajo v trgovini na drobno, za hrano in pihače) v obdobju visoke inflacije nekoliko zmanjšal, je bil konec leta 2023 le 1% nižji od ravni v letu 2019,

⁴⁹ V primerjavi s povprečnim medletnim zvišanjem plač v kmetijskem sektorju in živilskih predelovalnih dejavnosti, ki je med letoma 2009 in 2019 znašalo 1,6% oziroma 1,9%. Izračuni temeljijo na podatkih Eurostatu.

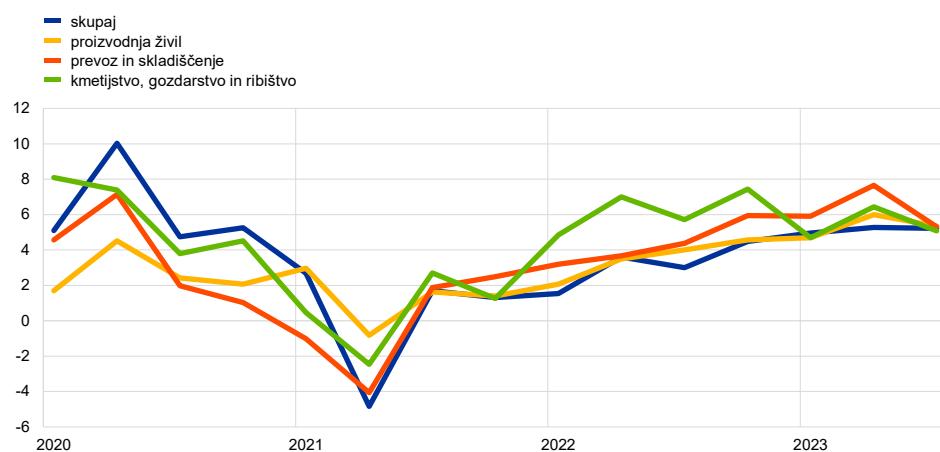
⁵⁰ Leta 2022 in predvsem leta 2023 se je minimalna plača v mnogih državah euroobmočja zvišala in je zato prispevala k skupni rasti plač. Glej okvir z naslovom »[Minimum wages and their role for euro area wage growth](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2022.

vseeno pa je bila raven cen v povprečju 26% višja kot v letu 2019. To bi lahko nakazovalo počasen odziv povpraševanja na spremembe cen v živilskem sektorju.

Graf D

Gibanje plač v izbranih sektorjih, relevantnih za potrošniške cene hrane

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtek 2023. Podatki za predelovalne dejavnosti in sektor prevoza in skladiščenja se nanašajo na bruto plače na opravljeno delovno uro (iz kratkoročne statistike Eurostata), medtem ko se podatki za skupno vrednost in sektor kmetijstva, gozdarstva in ribištva nanašajo na sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro (iz nacionalnih računov).

Če povzamemo, inflacija v skupini hrane v euroobmočju se je sprva strmo zvišala zaradi visokih cen energetov in prehrambnih surovin, medtem ko so domači dejavniki prispevali k temu, da je v zadnjem času ostala povišana.

Izjemni in večinoma zunanji šoki, ki so prizadeli cene energentov in prehrambnih surovin, popuščajo, kar naj bi po pričakovanjih prispevalo k umirjanju inflacije v skupini hrane med letošnjim letom. Upočasnitev bo predvidoma postopna zaradi močne rasti plač, predvsem ob zvišanju minimalne plače.

5

Točnost nedavnih projekcij strokovnjakov Eurosistema/ECB glede kratkoročne inflacije

Pripravili Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández in Adrian Page

Napovedovanje inflacije je v zadnjih nekaj letih postalo velik izziv, saj na gospodarstvo v euroobmočju vplivajo veliki šoki. Izjemna serija šokov po letu 2019 – med katerimi sta pandemija koronavirusa (COVID-19) in ruska vojna proti Ukrajini – je povzročila skokovit porast inflacije. Ti šoki so bili izjemni in tako veliki, da je bilo ocenjevanje njihovega prenosa v gospodarstvo in cene življenjskih potrebuščin v realnem času velik izziv. Pomembno je omeniti, da je bilo več šokov zunaj zgodovinske porazdelitve, zato je bila ekstrapolacija na podlagi preteklih vzorcev izredno težavna. Za boljšo ponazoritev negotovosti so se v tem obdobju v projekcije strokovnjakov Eurosistema/ECB začeli vključevati alternativni scenariji.¹

Napake v projekcijah kratkoročne inflacije so se od druge polovice leta 2021 povečale, nato pa so se leta 2023 precej zmanjšale. ECB je leta 2022 objavila analizo razlogov, zakaj se je uspešnost napovedovanja inflacije v projekcijah strokovnjakov od sredine leta 2021 poslabšala.² V letu 2023 je bil z dodatnimi analizami ocenjen vpliv, ki so ga imeli vojna v Ukrajini in posledični šoki v ponudbi emergentov na točnost projekcij v letu 2022.³ Te analize so pokazale, da v projekcijah inflacije obstajajo velike splošno razširjene napake – ne le med posameznimi pripravljavci napovedi, ampak tudi med posameznimi gospodarstvi. Izpostavljena je bila prevladujoča vloga, ki so jo v kontekstu doslej največjih skokov cen primarnih surovin (zlasti emergentov) imeli svetovni dejavniki. Vseeno se je delež celotnih napak v projekcijah, ki so izhajale iz cen energetskih surovin ali drugih izhodiščnih predpostavk (kot so kvantificirane s standardnimi orodji Eurosistema/ECB), med letom 2022 zmanjšal. S tem je bila izpostavljena vloga drugih izjemnih šokov, na primer tistih, ki izhajajo iz ponovnega odpiranja gospodarstva po pandemiji in ozkih gril v svetovnih dobavnih verigah, ki so vplivali predvsem na inflacijo brez hrane in emergentov. Ta okvir aktualizira te analize in se osredotoča na nedavno obdobje. Graf A prikazuje napake čez eno četrletje (izračunano kot dejanski podatki za dano četrletje minus relevantne projekcije) pri skupni inflaciji (HICP) ter pri inflaciji brez emergentov in hrane. Kaže, da je strmo

¹ V letih 2020 in 2021 so bile v vsak sklop četrletnih projekcij vključene tudi analize scenarijev, ki so temeljili na alternativnih predpostavkah glede prihodnjega poteka pandemije COVID-19 in njenih gospodarskih posledic. V letu 2022 so se alternativni scenariji osredotočali na gospodarske posledice vojne v Ukrajini, zlasti glede negotovosti v oskrbi z emergenti. V zadnjem času pa se analize scenarijev osredotočajo na bolj specifična tveganja, kot sta upočasnitev kitajskega gospodarstva ali morebitna eskalacija konflikta na območju Rdečega morja.

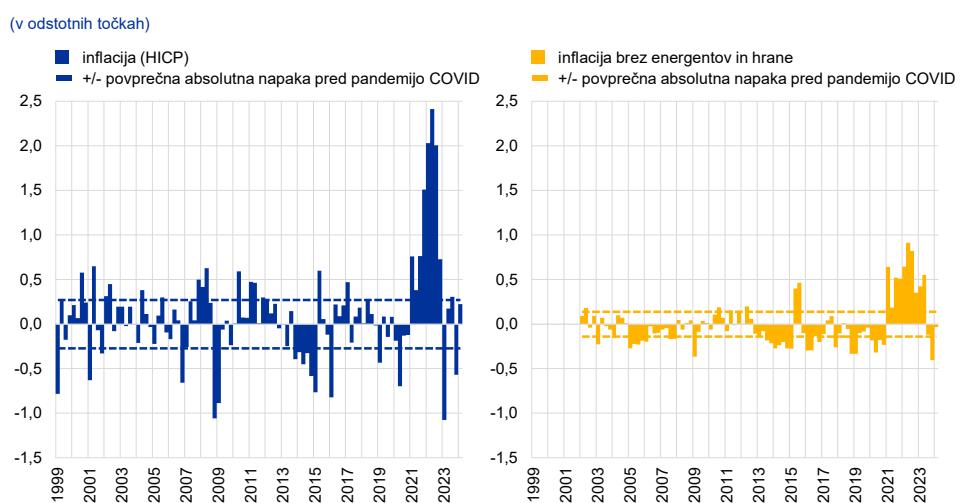
² Glej okvir z naslovom »[What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2022. Glej tudi članek z naslovom »[The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2019. Poleg tega je javnosti prek podatkovnega portala ECB na voljo [celotna zbirka podatkov o preteklih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Eurosistema/ECB](#), ki raziskovalcem omogoča enostavno ocenjevanje uspešnosti teh projekcij. Postopki in orodja, ki se uporabljajo pri pripravi projekcij, so opisani v [vodniku](#), ki je objavljen na spletnem mestu ECB.

³ Glej okvir z naslovom »[An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2023.

poslabšanje uspešnosti napovedovanja trajalo od sredine leta 2021 do začetka leta 2023. Od takrat se je točnost projekcij na splošno vrnila na raven, zabeleženo pred pandemijo COVID-19, zlasti kar zadeva skupno inflacijo.⁴ Pri inflaciji brez energentov in hrane so bile napake v letu 2023 manjše, vendar zgodovinsko gledano še vedno nekoliko povišane. Na voljo so podatki za prva dva meseca leta 2024 in če se predpostavlja, da bo inflacija marca 2024 ostala nespremenjena, bo napaka v napovedi inflacije znašala $-0,2$ odstotne točke v prvem četrletju 2024, medtem ko bo dejanska inflacija brez energentov in hrane skladna s projekcijami strokovnjakov Eurosistema/ECB.

Graf A

Napake čez eno četrletje v projekcijah inflacije, ki so jih pripravili strokovnjaki Eurosistema/ECB



Viri: makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema/ECB za euroobmočje in Eurostat.

Opombe: Napaka je opredeljena kot dejanski podatek za dano četrletje minus projekcija za to četrletje, ki je bila pripravljena v predhodnem četrletju (npr. dejanski podatek za zadnje četrletje 2022 minus vrednost, napovedana za to četrletje v septembriških makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB). Podatki za prvo četrletje 2024 predstavljajo povprečne napake na podlagi razpoložljivih objavljenih podatkov (ki zajemajo samo januar in februar 2024) in predpostavljajo, da bo stopnja inflacije marca 2024 ostala nespremenjena.

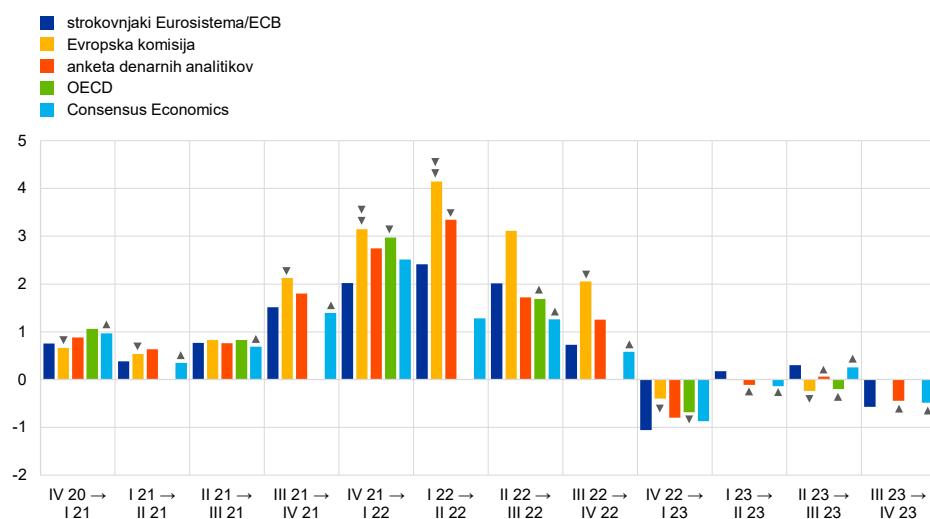
Z vidika točnosti so se v zadnjem letu izboljšale tudi napovedi inflacije za euroobmočje, ki so jih pripravile druge mednarodne institucije in zasebni pripravljavci napovedi. Projekcije strokovnjakov Eurosistema/ECB in drugih pripravljavcev napovedi so bile zelo podobne tako po predznaku kot tudi po velikosti napak v napovedih kratkoročne inflacije (graf B). Pri primerjanju takšnih projekcij je pomembno upoštevati razlike v datumih objave različnih napovedi (kar pomeni razlike v sklopih informacij, ki so na voljo pripravljavcem napovedi), kot kažejo puščice v grafu B. Vsi glavni pripravljavci napovedi so zelo podcenili skokovit porast inflacije v obdobju 2021–2022, nato jih je presenetila hitrost zniževanja v prvem četrletju 2023, od takrat pa so zabeležene precej manjše in manj sistematične napake.

⁴ Podobna gibanja je mogoče zabeležiti v obdobju čez štiri četrletja. V letu 2023 so se zmanjšale tudi napake v napovedih čez štiri četrletja pri skupni inflaciji – in v manjši meri pri inflaciji brez energentov in hrane – ki so zdaj blizu ravnem pred pandemijo.

Graf B

Napake čez eno četrletje v projekcijah inflacije, ki so jih pripravili različni pripravljavci napovedi

(v odstotnih točkah)



Viri: projekcije strokovnjakov Eurosistema/ECB, Consensus Economics, anketa denarnih analitikov, Evropska komisija, OECD in Eurostat.

Opombe: Napake so izračunane kot dejanski podatek minus projekcija. Oznake na vodoravnih osih označujejo četrletje, v katerem so bile projekcije objavljene, in četrletje, na katerega se te projekcije nanašajo (tj. »IV 20 → I 21« pomeni projekcije za prvo četrletje 2021, ki so bile objavljene v zadnjem četrletju 2020). Pri pripravljalcih napovedi, ki niso strokovnjaki Eurosistema/ECB, so napake prikazane za objave s presečnim datumom blizu datumu relevantnih projekcij strokovnjakov Eurosistema/ECB. Pri anketi denarnih analitikov podatki predstavljajo mediano odgovorov anketirancev, medtem ko pri Consensus Economics podatki predstavljajo povprečje. Puščice nad/pod stolpcem označujejo razliko v številu mesecev, za katere so podatki o inflaciji na voljo na presečni datum v vsaki objavi glede na projekcije strokovnjakov Eurosistema/ECB: ena puščica navzgor kaže en dodaten mesec podatkov, ena puščica navzdol pomeni en mesec manj, dve puščici navzdol pa pomenita dva meseca manj. Četrletne projekcije OECD so na voljo samo dvakrat letno, tako da v prvem in tretjem četrletju napake niso prikazane. Kar zadeva napovedi za zadnje četrletje 2023, Evropska komisija v poletni napovedi ni objavila četrletnih projekcij, zato za to četrletje napake niso prikazane. Presečni datum za septembarske projekcije strokovnjakov ECB je 30. avgust 2023. Čeprav je bilo to en dan pred objavo prve ocene inflacije v euroobmočju avgusta 2023, so bile vključene prve objave za pet držav euroobmočja (ki zajemajo 45% skupnega indeksa HICP za euroobmočje), zato uporabljeni podatki na koncu niso odstopali od Eurostatove prve objave skupne inflacije.

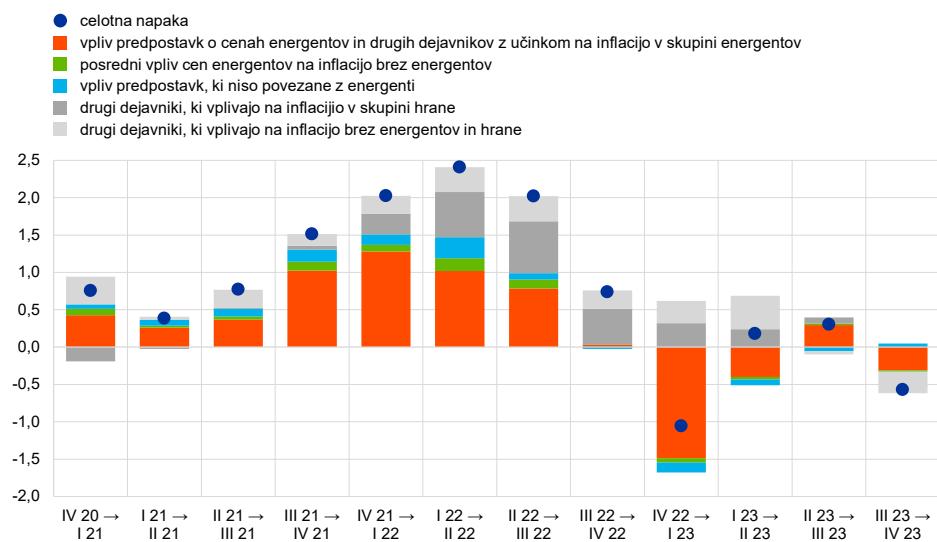
Dejavniki, ki povzročajo napake v projekcijah, so se s časom spreminali. V grafu C je razčlenitev napak v projekcijah inflacije po različnih dejavnikih. Cene energentov so predstavljale večino napak do začetka leta 2022. Takrat je pomembno vlogo začel igrati tudi nepričakovani skokovit porast cen hrane (kot kažejo temno sivi stolpci, ki na podlagi standardne elastičnosti prikazujejo prispevek napak v inflaciji, merjeni s cenami hrane, ki jih ni mogoče pojasniti z napakami v predpostavkah).⁵ Do drugega četrletja 2023 je bil precejšen tudi vpliv napak v inflaciji brez energentov in hrane. Leta 2023 so cene energentov spet začele povzročati velike napake, vendar je bila tokrat v igri nepričakovana hitrost njihovega zniževanja.

⁵ Glej okvir z naslovom »Kateri dejavniki so v zadnjih dveh letih poganjali inflacijo v skupini hrane v euroobmočju?« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf C

Razčlenitev nedavnih napak čez eno četrletje v projekcijah inflacije, ki so jih pripravili strokovnjaki Eurosistema/ECB

(v odstotnih točkah)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: »Celotna napaka« je dejanski podatek minus projekcija. Oznake na vodoravni osi označujejo četrletje, v katerem so bile projekcije objavljene, in četrletje, na katerega se te projekcije nanašajo (tj. »IV 20 → I 21« pomeni projekcije za prvo četrletje 2021, ki so bile objavljene v zadnjem četrletju 2020). »Posredni vpliv cen energentov na inflacijo brez energentov« je sestek posrednih učinkov cen nafte, plina in električne energije. Pri nafti ti temelijo na elastičnosti, ki je izpeljana iz makroekonomskih modelov strokovnjakov Eurosistema. Pri plinu in električni energiji predpostavljajo elastičnost, ki je sorazmerna z naftnim cenovnim šokom. »Vpliv predpostavk, ki niso povezane z energentiki« se nanaša na predpostavke o kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih merah, tečajih na delniških trgih, tujem povpraševanju, izvoznih cenah konkurentov, cenah hrane in deviznih tečajih.

Sprva je bilo mogoče večino napak pri inflaciji v skupini energentov pojasniti z napakami v predpostavkah o cenah primarnih surovin, kasneje pa je večjo vlogo začela igrati vedno bolj kompleksna narava prenosa cen energentov na ostale cene. Pri pripravi projekcij se kot izhodiščne predpostavke uporabljajo tržna pričakovanja o več ključnih spremenljivkah (vključno s tistimi, ki so vgrajene v terminske cene energetskih primarnih surovin). V bolj običajnih časih je mogoče s takšnimi »tehničnimi predpostavkami« – zlasti predpostavkami o cenah nafte – pojasniti veliko večino napak pri napovedovanju inflacije v skupini energentov.⁶ Ker so se cene plina vse bolj odmakale od cen nafte, so bili modeli, s katerimi strokovnjaki Eurosistema pripravljajo projekcije, posodobljeni tako, da so cene plina vključene kot poseben kanal, ki je ločen od cen nafte. V grafu D je prikazana razčlenitev napak v projekcijah inflacije, merjene s cenami energentov (kot zrcalna slika rdečih stolpcov v grafu C), na podlagi prilagojenih modelov. V nasprotju s prejšnjimi obdobji so imele cene nafte razmeroma omejeno vlogo pri pojasnjevanju napak v zadnjih letih, medtem ko so bile napake pri izhodiščnih predpostavkah o cenah plina precejšnje. Vseeno graf D kaže, da bi modeli tudi ob brezhibnem predvidevanju gibanja cen nafte in plina še vedno precej podcenjevali napoved inflacije v skupini energentov v letu 2022 in jo zelo precenjevali v prvem četrletju 2023 (kot kažejo modri stolpci, ki zajemajo vse napake, ki jih ni mogoče pojasniti s

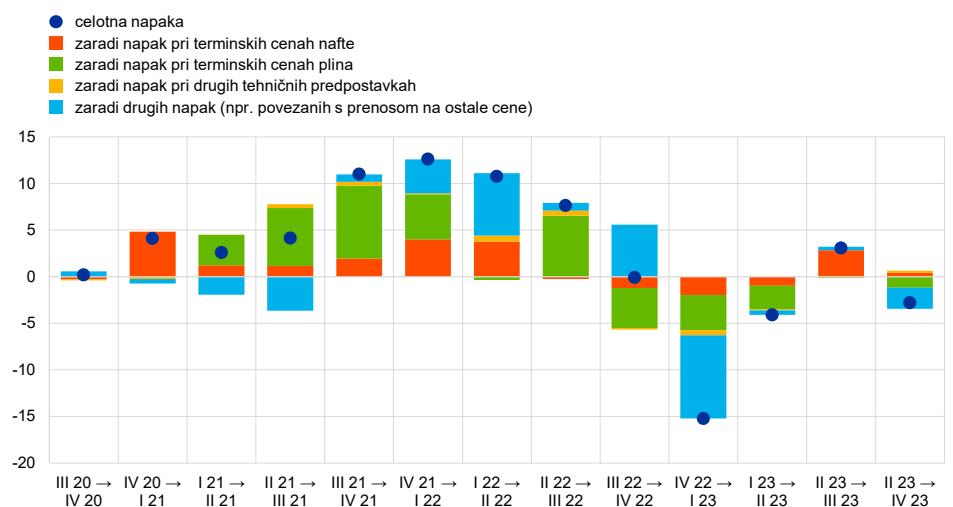
⁶ Od zadnjega četrletja 2001 do zadnjega četrletja 2019 (tj. pred pandemijo COVID-19) je mediana deleža celotnih napak v projekcijah čez eno četrletje pri inflaciji v skupini energentov, ki jih je bilo mogoče pojasniti z napakami v predpostavkah o cenah nafte, znašala približno 90%. Od prvega četrletja 2020 do zadnjega četrletja 2023 se je mediana deleža zmanjšala na okrog 40%.

tehničnimi predpostavkami). To je verjetno posledica kompleksnosti določanja maloprodajnih cen plina in električne energije v državah euroobmočja, kar so še otežili obsežni ukrepi javnofinančne politike, katerih cilj je bil omejiti vpliv energetskih cenovnih šokov.⁷ Lahko pa je tudi posledica nelinearnosti pri prenosu cen primarnih surovin na cene živiljenjskih potrebščin, ki je bila v tem obdobju verjetno dokaj velika.

Graf D

Razčlenitev nedavnih napak čez eno četrletje v projekcijah inflacije v skupini emergentov, ki so jih pripravili strokovnjaki Eurosistema/ECB

(v odstotnih točkah)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: »Celotna napaka« je dejanski podatek minus projekcija. Označke na vodoravni osi označujejo četrletje, v katerem so bile projekcije objavljene, in četrletje, na katerega se te projekcije nanašajo (tj. »IV 20 → I 21« pomeni projekcije za prvo četrletje 2021, ki so bile objavljene v zadnjem četrletju 2020). Razčlenitev temelji na največji elastičnosti, izpeljani iz modelov strokovnjakov Eurosistema za makroekonomske projekcije ob koncu leta 2023.

Zgodovinska razčlenitev inflacije brez emergentov in hrane potruje velik prispevek posrednih učinkov, ki izhajajo iz skokov cen emergentov po pandemiji, in nakazuje doslej največji prenos teh izjemno velikih šokov na ostale cene. Zaradi nepričakovano visoke rasti inflacije brez emergentov in hrane v nedavni preteklosti so strokovnjaki ECB razvili obsežen strukturni model BVAR, ki identificira širok nabor šokov na strani povpraševanja in ponudbe.⁸ Iz zgodovinske razčlenitve na podlagi tega modela je razvidno, da je skokovit porast inflacije brez emergentov in hrane po pandemiji izhajal iz kombinacije šokov (graf E). Šoki na strani ponudbe – zlasti posredni učinki, ki so izhajali iz doslej največjih skokov cen plina in motenj v svetovnih dobavnih verigah – so največ prispevali k zvišanju inflacije brez emergentov in hrane po pandemiji. Pomembno gonilo dinamike po pandemiji pa so bili tudi šoki na strani povpraševanja, in sicer zaradi okrevanja domačega in svetovnega povpraševanja po ponovnem odpiranju gospodarstva –

⁷ Glej članek z naslovom »Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices«, *Ekonomska bilten*, številka 4, ECB, 2022; okvir z naslovom »Climate-related policies in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the euro area and the macroeconomic impact of green fiscal measures«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2023; okvir z naslovom »Fiscal policy measures in response to the energy and inflation shock and climate change«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2024.

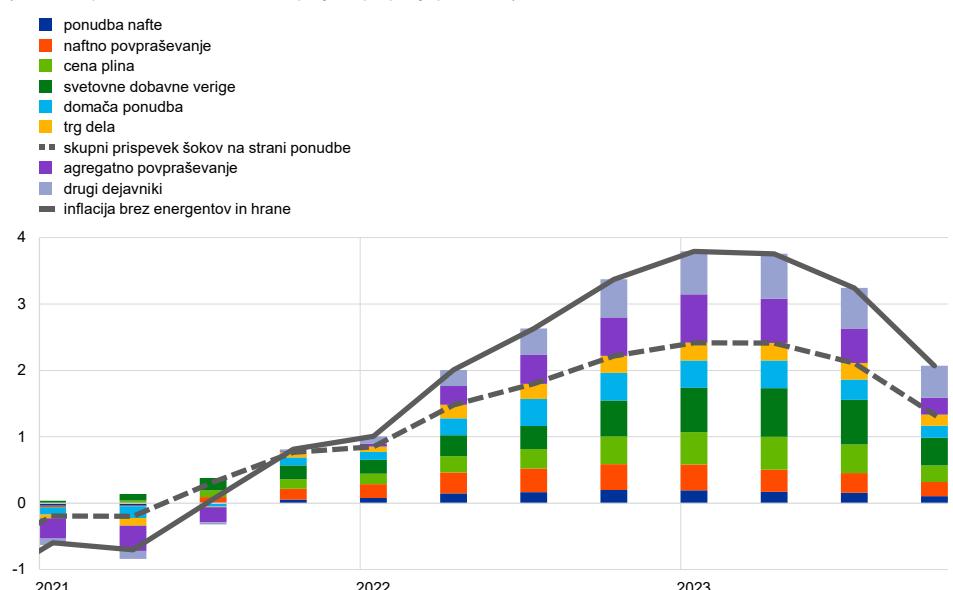
⁸ Glej Baćura, M., Bobeica, E. in Martínez Hernández, C., »What drives core inflation? The role of supply shocks«, *Working Paper Series*, št. 2875, ECB, 2023.

vendar šele od leta 2022 dalje. Potem ko je ECB sprejela ukrepe denarne politike, se je prispevki šokov s strani agregatnega povpraševanja v letu 2023 začeli zmanjševati, kar je prispevalo k procesu dezinflacije. Kot je razvidno iz grafa E, se delež skupne dinamike inflacije brez emergentov in hrane, ki ga ni mogoče pojasniti z modelom (označeno kot »drugi dejavniki«), znatno poveča od leta 2022 dalje. To bi lahko nakazovalo nelinearen prenos velikih šokov iz leta 2021 na cene, ki ga ni mogoče zajeti s standardnimi linearimi modeli. Ugotovitve iz tega modela kažejo, kako pomembno je, da se kazalniki svetovnih dobavnih verig in cen plina vključijo v modeliranje in napovedovanje inflacije v euroobmočju ter da se upoštevajo tudi alternativni modelski pristopi.

Graf E

Modelska razčlenitev inflacije brez emergentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih; odstopanje od povprečja po modelu)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje točkovno povprečje posteriorne porazdelitve zgodovinske razčlenitve inflacije brez emergentov in hrane na podlagi osežnega strukturnega modela BVAR, pri čemer so šoki ugotovljeni z omejitvijo predznaka in omejitvijo gibanja. Zadnja razčlenitev se nanaša na zadnje četrletje 2023.

Čeprav so napake v projekcijah inflacije zdaj zopet na bolj običajnih ravneh, strokovnjaki še naprej izpopolnjujejo orodja za napovedovanje in pripravljajo dodatne analize, ki lahko pripomorejo k projekcijam v času velike negotovosti. Strokovnjaki si še naprej prizadevajo, da bi bila orodja za napovedovanje v skladu z naj sodobnejšimi tehnikami, in razvijajo bolj raznolik nabor modelov. K temu procesu prispevajo redne izmenjave mnenj v strokovnih forumih Eurosistema in razprave z akademiki. Eden od primerov je bolj izpopolnjeno modeliranje cen plina in svetovnih dobavnih verig, ki je obravnavano zgoraj. Drug primer je razvoj modelov strojnega učenja, ki skušajo zajeti nekatere zgoraj navedene nelinearnosti, pri čemer je en takšen model vključen v nabor orodij, ki jih strokovnjaki uporabljajo za redno navzkrižno preverjanje osnovnih projekcij.⁹ Poleg tega strokovnjaki še naprej razvijajo tudi orodja za ocenjevanje tveganj, ki spremljajo osnovne scenarije, pri

⁹ Glej Lenza, M., Moutachaker, I. in Paredes, J., »Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach«, Working Paper Series, št. 2830, ECB, 2023.

čemer uporabljajo širok nabor analiz občutljivosti in alternativnih scenarijev. Od marca 2023 so projekcije predstavljene s pahljačastimi grafi, ki ponazarjajo negotovost, zlasti na daljši rok.¹⁰ Takšne dodatne analize so pomemben vir vhodnih podatkov pri sprejemanju sklepov ECB o denarni politiki, saj dopolnjujejo osnovne projekcije in druge analize strokovnjakov ECB.

¹⁰ Glej na primer graf 4 v »[Makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, marec 2024.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 1. novembra 2023 do 30. januarja 2024

Pripravila Nikolaus Solonar in María González da Silva

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 1. novembra 2023 do 30. februarja 2024 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej zmanjševala. Zmanjševanje je bilo posledica zapadlosti šeste operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR s strani bank 20. decembra 2023. Zmanjšal se je tudi obseg zagotavljanja likvidnosti, kar je bilo posledica zmanjšanja imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev zaradi prenehanja ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru tega programa na začetku julija 2023. Zmanjšanje obsega zagotavljanja likvidnosti je bilo delno odtehtano z nadaljnjam zmanjševanjem neto avtonomnih dejavnikov, ki je predvsem posledica manjšega obsega vlog države. Ta proces traja, odkar so se ključne obrestne mere EUR julija 2022 dvignite iz negativnega območja.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 104,1 milijarde EUR na 1.630,9 milijarde EUR. To je bilo skoraj v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 102,3 milijarde EUR na 1.467,7 milijarde EUR (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), in sicer zaradi zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti in povečanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti. Obvezne rezerve so se zmanjšale za 1,8 milijarde EUR na 163,2 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali za 67,1 milijarde EUR na 2.653,5 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem zmanjšanje vlog države in drugih avtonomnih dejavnikov. Vloge države (glej »Pasiva« v tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povprečno zmanjšale za 40,3 milijarde EUR na 182,3 milijarde EUR. Zmanjšanje je posledica nadaljnje normalizacije skupnega obsega denarnih rezerv nacionalnih zakladnic in večje nagnjenosti k plasiranju teh imetij na trg kot odziv na spremembe obrestovanja vlog države pri Eurosistemu ter manjšega obsega vlog države, ki se navadno zmanjša ob koncu leta. Tržne naložbe so bile privlačnejša možnost od vlog pri Eurosistemu tudi zaradi normalizacije razmer na repo trgu in višjih repo obrestnih mer glede na eursko kratkoročno obrestno mero (€STR). Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 6,1 milijarde EUR

na 1.553,7 milijarde EUR zaradi nadaljnega zmanjševanja imetij bankovcev, ki traja od konca obdobja negativnih obrestnih mer ECB julija 2022.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 35,4 milijarde EUR na 1.186,2 milijarde EUR (glej »Aktiva« v tabeli A).¹ Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 18,1 milijarde EUR. Povečanje je bilo večinoma posledica nadaljnega zmanjšanja obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih. To je bilo po drugi strani posledica sprememb v strategijah upravljanja denarnih sredstev s strani imetnikov računov v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv, saj je bilo obrestovanje vlog v okviru teh storitev 1. maja 2023 popravljeno navzdol. Neto tuja aktiva se je povečala za 17,3 milijarde EUR, ker so nekatere nacionalne centralne banke lastna sredstva prerazporedila k deviznim rezervam.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 1. november 2023–30. januar 2024					Prejšnje obravnavano obdobje: 2. avgust–31. oktober 2023		
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 1. november–19. december 2023	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. december 2023–30. januar 2024	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.653,5	(−67,1)	2.656,2	(−47,1)	2.650,3	(−5,8)	2.720,6	(−83,0)
Bankovci v obtoku	1.553,7	(−6,1)	1.551,1	(−3,6)	1.556,7	(+5,6)	1.559,8	(−5,5)
Vloge države	182,3	(−40,3)	194,1	(−28,6)	168,4	(−25,7)	222,6	(−32,8)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	917,5	(−20,7)	910,9	(−14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(−44,7)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	8,1	(−1,4)	8,1	(−1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(−5,1)
Obvezne rezerve²⁾	163,2	(−1,8)	163,9	(−0,7)	162,3	(−1,6)	165,0	(−0,0)
Odprta ponudba mejnega depozita	3.520,5	(−94,6)	3.548,8	(−28,6)	3.487,4	(−61,4)	3.615,1	(−300,3)
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 najbližje 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 ni v bilanci stanja Eurosistema, in se zato ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

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: 1. november 2023–30. januar 2024					Prejšnje obravnavano obdobje: 2. avgust–31. oktober 2023	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 1. november–19. december 2023	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. december 2023–30. januar 2024	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti	1.186,2	(+35,4)	1.159,2	(–4,8)	1.217,7	(+58,4)	1.150,8 (+18,0)
Neto tuja aktiva	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5 (–10,5)
Neto aktiva v eurih	241,4	(+18,1)	226,0	(–6,8)	259,3	(+33,4)	223,3 (+28,5)
Instrumenti denarne politike	5.159,4	(–200,0)	5.218,2	(–73,2)	5.091,0	(–127,3)	5.359,5 (–406,7)
Operacije odprtrega trga	5.159,4	(–200,0)	5.218,2	(–73,2)	5.090,9	(–127,3)	5.359,4 (–406,7)
Kreditne operacije	457,4	(–110,8)	503,2	(–20,4)	404,1	(–99,0)	568,2 (–329,3)
Operacije glavnega refinanciranja	7,6	(+0,8)	7,3	(–0,9)	7,9	(+0,6)	6,8 (+0,5)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	4,4	(–3,8)	4,7	(–2,7)	4,0	(–0,7)	8,2 (+4,3)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	445,5	(–107,8)	491,2	(–16,8)	392,3	(–98,9)	553,3 (–334,2)
Dokončni portfelji ¹⁾	4.702,0	(–89,3)	4.715,0	(–53,0)	4.686,8	(–28,2)	4.791,2 (–77,3)
Odprta ponudba mejnega posojila	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 najbližje 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) S prenehanjem neto nakupov vrednostnih papirjev posamezna razčlenitev dokončnih portfeljev ni več prikazana.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 1. november 2023–30. januar 2024					Prejšnje obravnavano obdobje: 2. avgust–31. oktober 2023	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 1. november–19. december 2023	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. december 2023–30. januar 2024	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe¹⁾	1.630,9	(–104,1)	1.661,2	(–42,9)	1.595,5	(–65,8)	1.735,0 (–101,3)
Neto avtonomni dejavniki ²⁾	1.467,7	(–102,3)	1.497,3	(–42,2)	1.433,1	(–64,2)	1.570,0 (–101,3)
Presežna likvidnost ³⁾	3.528,5	(–96,0)	3.556,9	(–30,5)	3.495,4	(–61,5)	3.624,5 (–305,3)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližje 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 odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteata uporaba odprte ponudbe mejnega posojila.

Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 1. november 2023–30. januar 2024		Prejšnje obravnavano obdobje: 2. avgust–31. oktober 2023	
	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 1. november– 19. december 2023	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. december– 30. januar 2024	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Operacije glavnega refinanciranja	4,50 (+0,00)	4,50 (+0,00)	4,25 (+0,25)	4,50 (+0,25)
Odprta ponudba mejnega posojila	4,75 (+0,00)	4,75 (+0,00)	4,50 (+0,25)	4,75 (+0,25)
Odprta ponudba mejnega depozita	4,00 (+0,00)	4,00 (+0,00)	3,75 (+0,25)	4,00 (+0,25)
ESTR	3,903 (+0,002)	3,901 (-0,002)	3,652 (+0,250)	3,900 (+0,248)
Indeks RepoFunds Rate Euro	3,945 (+0,019)	3,905 (-0,040)	3,687 (+0,286)	3,926 (+0,239)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.

Opombe: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo v odstotnih točkah od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. ESTR je eurska kratkoročna obrestna mera.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 200 milijard EUR na 5.159,4 milijarde EUR (graf A). Zmanjšanje je bilo posledica manjšega zneska likvidnosti, zagotovljenega s kreditnimi operacijami, in postopnega zmanjševanja portfeljev denarne politike.

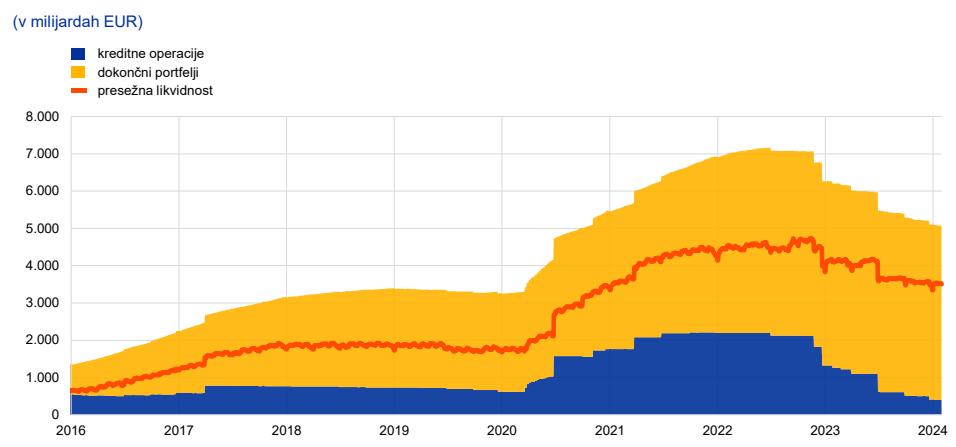
Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 110,8 milijarde EUR na 457,4 milijarde EUR. Zmanjšanje je predvsem posledica znižanja zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti šeste operacije v okviru CUODR III (37,3 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR (61,7 milijarde EUR) 20. decembra 2023, tj. na začetku osmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Hkrati so se skupni zneski v okviru standardnih operacij refinanciranja Eurosistema, tj. operacij glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, rahlo zmanjšali. Zmanjšanje je bilo predvsem posledica tega, da so se zneski v okviru 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju zmanjšali za 3,8 milijarde EUR, medtem ko so zneski v okviru operacij glavnega refinanciranja glede na peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023 ostali približno nespremenjeni (na ravni 7,6 milijarde EUR). Omejeno sodelovanje bank v teh operacijah je skupaj z njihovo sposobnostjo, da velike zneske sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja odplačajo, ne da bi se morale preusmeriti v redne operacije refinanciranja, odraz njihovega ugodnega likvidnostnega položaja in razpoložljivosti alternativnih virov financiranja po privlačnih obrestnih merah.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imeti dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 89,3 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo posledica prenehanja ponovnega investiranja plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev s 1. julijem 2023. Odkar so se neto nakupi v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji konec marca 2022 prenehali izvajati, se plačila glavnice zapadlih

vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, v celoti ponovno investirajo.² Svet ECB je decembra 2023 napovedal, da se bo ponovno investiranje vseh plačil glavnice v drugi polovici leta 2024 končalo.

Graf A

Spremembe likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtrega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 30. januar 2024.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 96 milijard EUR na 3.528,5 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad njihovimi obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Povprečna presežna likvidnost se je, potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR), postopoma zmanjšala predvsem zaradi zapadlih operacij in predčasnih odplačil v okviru CUODR III, k zmanjšanju pa je prispevalo tudi prenehanje ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru program nakupa vrednostnih papirjev z julijem 2023.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju vse tri ključne obrestne mere ECB ohranil nespremenjene. Obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita je znašala 4,00%, za operacije glavnega refinanciranja 4,50% in za odprto ponudbo mejnega posojila 4,75%.

² Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe teh portfeljev.

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala večinoma nespremenjena, hkrati pa se je ohranjal stabilen razmik glede na ključne obrestne mere ECB. €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 10,2 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je blizu povprečja v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023 (9,9 bazične točke). Manjša presežna likvidnost zato za zdaj še ni vplivala na zvišanje obrestne mere €STR. Znižanje obrestne mere €STR ob koncu leta za 1,8 bazične točke je bilo le rahlo izrazitejše kot ob koncu leta 2022 (ko se je znižala za 1,5 bazične točke).

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro je bila, razen ob koncu leta, še naprej na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Repo obrestna mera je bila v obravnavanem obdobju v povprečju za 7,3 bazične točke nižja od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Znižanje ob koncu leta 2023 za 25,5 bazične točke je bilo precej manjše kot znižanje za 226,8 bazične točke ob koncu leta 2022. K temu je prispevalo pravilno delovanje repo trga zaradi več dejavnikov, med katerimi so obsežnejše neto izdajanje od začetka leta, sprostitev mobiliziranih instrumentov zavarovanja zaradi zapadlosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, spremembe v pozicioniraju na trgu, zaradi katerih je bilo povpraševanje po vrednostnih papirjih na repo trgu manjše, ter zmanjšanje imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev.

Euro kot svetovna valuta: pogled z vidika plačil

Pripravili Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz in Sara Testi

ECB spremlja mednarodno vlogo eura in te informacije redno objavlja.

Najnovejše poročilo ECB na to temo (objavljeno junija 2023) ne navaja bistvenih sprememb v mednarodni vlogi eura v letu 2022 v primerjavi z letom 2021, pri čemer je delež eura v skupni mednarodni uporabi valut po različnih kazalnikih v povprečju znašal skoraj 20%, enako kot v prejšnjem letu.³ Poročilo je pokazalo, da ima euro še naprej pomembno vlogo v mednarodnem denarnem sistemu, saj ostaja druga najpomembnejša valuta v različnih tržnih segmentih, kot so uredne devizne rezerve in izdaja mednarodnih obveznic.

Tudi plačila lahko kažejo, kako se valuta uporablja na svetovni ravni. Za posamezno valuto se lahko tak kazalnik izračuna kot vrednost čezmejnih plačil med bankami v tej valuti glede na skupna plačila med bankami v vseh valutah.⁴ Plačila med bankami se lahko izvajajo z različnimi mehanizmi, na primer z večstransko ureditvijo (tj. plačilnimi sistemi), dvostransko ureditvijo (tj. s pomočjo korespondenčnih bank) ali kombinacijo obeh.⁵ Plačila se ponavadi izvajajo s standardiziranimi sporočili, ki se izmenjujejo prek omrežja Swift.⁶

Swift kot komunikacijsko omrežje za svoje udeležence uporablja več plačilnih sistemov po vsem svetu (vključno s sistemi za plačila velikih vrednosti v eurih, kot je T2).⁷ T2 – tako kot njegov predhodnik TARGET2 – je Eurosistemov sistem bruto poravnave v realnem času za plačila v eurih, ki obdeluje in poravnava plačila v centralnobančnem denarju. Leta 2023 je po vrednosti obsegal 92% vseh plačil v eurih, poravnanih v sistemih za plačila velikih vrednosti, in 70% po številu transakcij. Promet v sistemu T2 je zato ključni element celotne vrednosti plačil v eurih, ki jih obdelajo sistemi za plačila velikih vrednosti, ter s tem tudi eden glavnih komponent celotne vrednosti plačilnih sporočil v eurih, izmenjanih in zabeleženih v omrežju Swift.

Od marca 2023 se je po vrednosti delež eura v vseh plačilnih sporočilih Swift zmanjšal. Swift objavlja mesečni kazalnik za najpogosteje uporabljene valute na svetu (skupino, ki vključuje euro), ki prikazuje uporabo posamezne valute v svetovnih plačilih, merjeno z vrednostjo plačilnih sporočil, ki jih finančne institucije pošiljejo prek omrežja.⁸ Po tem kazalniku Swift so plačilna sporočila, denominirana v eurih, izmenjana prek sistema Swift, med januarjem 2020 in februarjem 2023 v povprečju predstavljala 36,0% vseh sporočil v vseh valutah (graf A). Ta delež se je

³ Glej »The international role of the euro«, ECB, 2023.

⁴ V tem okvirju izraz »plačila med bankami« zajema tako plačila strank (tj. plačila, ki jih opravijo banke v imenu svojih komitentov) kot medbančna plačila (tj. plačila, ki jih opravijo banke za lastno poslovanje).

⁵ Plačila, ki izhajajo iz ureditve s korespondenčnimi bankami, se lahko poravnajo dvostransko med bankami ali se posredujejo prek plačilnih sistemov. Glej »Eleventh survey on correspondent banking in euro«, ECB, 2020.

⁶ Swift je vodilni svetovni ponudnik storitev varnega pošiljanja finančnih sporočil, ki ga uporablja več kot 11.000 finančnih institucij po vsem svetu. Omogoča standardizirano, varno in učinkovito komunikacijo.

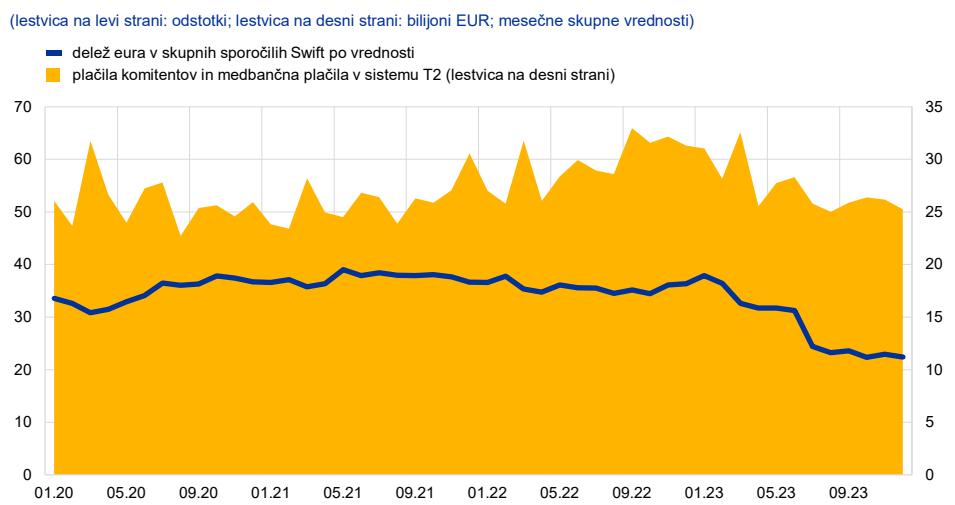
⁷ Sistem T2 kot ponudnika omrežnih storitev uporablja tako Swift kot Nexi.

⁸ Ta kazalnik (ki temelji na podskupini vseh plačilnih sporočil, izmenjanih prek sistema Swift) je vključen v mesečno poročilo RMB Tracker sistema Swift.

nato marca 2023 zmanjšal na 32,6%, aprila 2023 pa na 31,7%. Do zadnjega četrtletja 2023 se je delež eura ustalil na nižji ravni in je v povprečju znašal 22,6%.⁹

Graf A

Delež eura v skupnih plačilih, obdelanih prek sistema Swift, po vrednosti in prometu T2



Opombe: Zadnji podatek se nanaša na december 2023. Indikator Swift zajema sporočila, izmenjana prek sistema Swift, kot neposredna in dostavljena na podlagi vrst sporočil MT103 in MT202 (plačila komitentov oziroma medbančna plačila) ter njunih ekvivalentov ISO. Statistika T2 je lahko predmet revizij zaradi metodoloških sprememb, ki so posledica uvedbe konsolidirane platforme T2-T2S.

Zmanjšanje deleža eura v vseh plačilnih sporočilih, izmenjanih prek sistema Swift, je sovpadalo z veliko spremembo infrastrukture v Evropi in s prehodom na nov standard sporočil Swift. Eurosistem je 20. marca 2023 vzpostavil konsolidirano platformo T2-T2S – novo centralno infrastrukturo za euro, ki jo upravljajo centralne banke, s katero se je povečala učinkovitost upravljanja likvidnosti in plačilnih praks ter udeležencem omogočila optimizacijo plačilnih aktivnosti.¹⁰ Hkrati so tudi finančne institucije na eurskem trgu v omrežju Swift preše z dosedanjega standarda sporočil (MT) na nov standard sporočil ISO 20022 (pacs). Ta premik spodbuja večjo interoperabilnost, neposredno obdelavo in podrobnejše razvrščanje finančnih podatkov.

Obe spremembi sta vplivali na plačilna sporočila, denominirana v eurih, ki so bila izmenjana prek sistema Swift, kar je – če vse drugo ostane nespremenjeno – vplivalo na delež eura v vseh sporočilih, obdelanih prek sistema Swift. Nova ureditev v okviru konsolidirane platforme T2-T2S in novi sporočilni standard so spremenili način izvajanja plačil v eurih in upravljanja likvidnosti v eurih, kar je še zlasti pomembno vplivalo na področje upravljanja likvidnosti pri znotrajbančnih in medbančnih tokovih. Nekatere transakcije, ki se zdaj izvajajo z uporabo novega

⁹ Podatki za mesece marec, april, maj in junij 2023 ne vključujejo naknadnega popravka, ki ga je sistem Swift izvedel julija 2023 in o njem obvestil v svojem glasilu.

¹⁰ Glej sporočilo ECB za javnost z dne 21. marca 2023. V analizi, predstavljeni v tem okvirju, so uporabljeni podatki T2 od 20. marca 2023 in podatki sistema TARGET2 pred tem datumom.

standarda sporočil in so običajno velike vrednosti, so dejansko izključene iz izračuna kazalnika Swift, zato se je kazalnik po marcu 2023 znižal.¹¹

Da gre za tehnično razlago zmanjšanja deleža eura v vseh plačilnih sporočilih, obdelanih prek sistema Swift, potrjujejo tudi gibanja vrednosti eurskih plačil, poravnanih med bankami v sistemu T2, ki kažejo drugačno dinamiko (graf A).

Povprečna mesečna vrednost plačil komitentov in medbančnih plačil, denominiranih v eurih, poravnanih v sistemu T2, se je leta 2023 povečala na več kot 27,3 bilijona EUR, medtem ko se je v sistemu TARGET2 leta 2020 povečala na 25,9 bilijona EUR. Poleg tega so se te vrednosti zaradi nove ureditve upravljanja likvidnosti marca 2023 le rahlo prilagodile, ne pa v celoti spremenile. Podoben trend je mogoče opaziti pri povprečnem mesečnem obsegu plačil komitentov in medbančnih plačil, obdelanih v sistemu T2, ki se je leta 2023 povečal na 7,8 milijona transakcij (v primerjavi s 6,3 milijona transakcij v sistemu TARGET2 leta 2020).¹²

Drug kazalnik o vlogi eura kot globalne valute je odstotek eurskih plačil v sistemu T2 (po vrednosti), pri katerih sta banka nalogodajalka ozziroma banka prejemnica zunaj euroobmočja. Sistem T2, enako kot njegov predhodnik TARGET2, omogoča bankam po vsem svetu, da izvajajo čezmejna plačila v eurih, pri čemer so banke zunaj euroobmočja pri tem ponavadi odvisne od korespondenčnih bank z neposrednim dostopom do plačilnih sistemov euroobmočja.¹³

Kazalnik svetovnih plačil v eurih v sistemu T2 po marcu 2023 ni zabeležil preloma, kar potrjuje, da so plačila v eurih, ki vključujejo vsaj eno banko zunaj euroobmočja, ostala stabilna. Mesečna vrednost takšnih svetovnih plačil komitentov in medbančnih plačil v sistemu T2 je med marcem in decembrom 2023 v povprečju znašala 11,6 bilijona EUR, kar je v skladu s prejšnjimi leti. Omenjena plačila so v tem obdobju predstavljala 43,0% vseh plačil med bankami v sistemu T2, po marcu 2023 pa ni znakov zmanjšanja (graf B).

¹¹ Pred prehodom na ISO 20022 so se medbančna plačila pošiljala kot sporočila MT202, plačila v imenu komitentov pa kot sporočila MT103. Zdaj se pošiljajo kot sporočila pac.s.009 ozziroma pac.s.008. Poleg tega so se s prehodom na standard ISO 20022 vsaj nekatera sporočila MT, ki se nanašajo na prenose likvidnosti, upravljanje denarnih sredstev in poročanje, spremenila v sporočila camt. Kazalnik Swift zajema samo sporočila MT202 in MT103 ter njune ekvivalente pac.s, medtem ko so sporočila camt izključena.

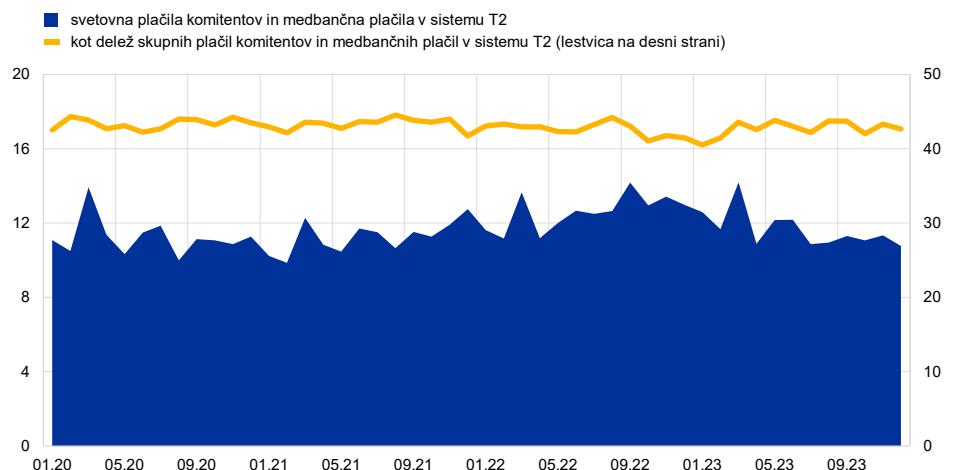
¹² Glej tudi statistične podatke o prometu, poravnanim v storitvah sistema TARGET.

¹³ Ta plačila se poravnajo na računu neposrednega udeleženca T2. Glej »Eleventh survey on correspondent banking in euro«, ECB, 2020.

Graf B

Svetovna plačila komitentov in medbančna plačila v sistemu T2

(lestvica na levi strani: v bilijonih EUR; lestvica na desni strani: v odstotkih; mesečne skupne vrednosti)



Viri: TARGET2, T2 in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatek se nanaša na december 2023. »Svetovna« plačila so tista, pri katerih sta banka nalogodajalka oziroma banka prejemnica zunaj euroobmočja. Statistika T2 je lahko predmet revizij zaradi metodoloških sprememb, ki so posledica uvedbe konsolidirane platforme T2-T2S.

Zaključimo lahko, da zabeleženo zmanjšanje deleža eura v skupnih sporočilih Swift po marcu 2023 ni posledica zmanjšanja vrednosti plačil, opravljenih prek sistema T2, ali zmanjšanja njegovega svetovnega dosega. Sistem T2 je kot osrednja infrastruktura finančnega trga za euro še naprej pomemben sestavni del vseh plačil v eurih po vrednosti, obdelanih prek sistema Swift. Namesto tega se zdi, da je zmanjšanje deleža eura v vseh sporočilih Swift glede na vrednost posledica uvedbe konsolidirane platforme T2-T2S in prehoda trga na nov standard sporočil ISO 20022. Zaradi tega so se spremenile prakse upravljanja likvidnosti v bankah in vrste sporočil, ki se uporabljajo, nekatera plačila pa niso več vključena v kazalnik Swift. Zato je treba pri spremeljanju vloge eura v svetu posamezne kazalnike, ki temeljijo na plačilnem prometu, razlagati previdno.

Načrt ECB v zvezi s podnebjem in naravo 2024–2025

Pripravili Sara Skjeggestad Meyer in Carolin Nerlich

ECB je 30. januarja 2024 objavila načrt v zvezi s podnebjem in naravo 2024–2025, v katerem so opredeljena tri nova fokusna področja, na katera se bodo usmerjali podnebni ukrepi v naslednjih dveh letih. V tem okvirju so pojasnjeni ekonomski razlogi za odločitev ECB, da pospeši svoje delo na teh treh področjih.¹

Podnebne spremembe vse bolj vplivajo na gospodarstvo v euroobmočju. Svet precej zaostaja pri doseganju podnebnih ciljev v skladu s Pariškim sporazumom iz leta 2015.² Leta 2023 je bilo najtoplejše leto do zdaj, več ekstremnih vremenskih pojavov pa je povzročilo gospodarsko škodo v Evropi in po svetu. Hkrati pospešena izguba biotske raznovrstnosti in degradacija habitatov prispevata k hitremu napredovanju krize v naravi, ki je deloma posledica kompleksnih povezav med podnebjem in naravo. Podnebne spremembe in potreba po spodbujanju zelenega prehoda vse bolj vplivajo na gospodarstvo in finančni sistem. To lahko vpliva na stabilnost cen, finančno stabilnost in transmisijo denarne politike. Podnebne spremembe vplivajo tudi na vrednost in profil tveganosti imetij v bilanci stanja Eurosistema. Bistveno je, da ECB upošteva te učinke, da bi dosegla glavni cilj, ki je ohranjanje stabilnosti cen.

ECB je od leta 2021 razširila svojo zavezost, da problematiko podnebnih sprememb vključi v svoje aktivnosti. ECB je leta 2021 po pregledu strategije denarne politike objavila prvi podnebni akcijski načrt, v katerem se je zavezala, da bo v aktivnosti, povezane z izvajanjem denarne politike, makroekonomsko analizo in statistiko, vključila problematiko podnebnih sprememb.³ Leta 2022 so bile v načrt vključene podnebne aktivnosti na drugih področjih delovanja banke, vključno s finančno stabilnostjo in bančnim nadzorom.⁴ Po končanem temeljitem pregledu podnebnih ukrepov je ECB januarja 2024 objavila ažuriran načrt za obdobje 2024–2025. Ta načrt prvič vključuje zavezo ECB, da bo analizirala vprašanja, povezana z naravo. V načrtu so opredeljena tri fokusna področja, na katera se bodo usmerjale podnebne aktivnosti ECB v naslednjih dveh letih (tabela A).

¹ Glej »[ECB's climate and nature plan 2024-2025](#)«, ECB, januar 2024.

² V okviru Pariškega sporazuma, podpisanega leta 2015, se je 196 držav zavezalo, da si bodo prizadevale omejiti dvig povprečne globalne temperature na precej manj kot 2°C nad predindustrijsko ravnijo in skušale omejiti dvig temperature na 1,5°C. Evropa se je v skladu s sporazumom zavezala, da bo do leta 2050 zmanjšala emisije ogljika na ničelno raven, do leta 2030 pa za 55% v primerjavi z ravnnimi iz leta 1990. Da bi Evropska unija dosegla cilj do leta 2030, je sprejela Zeleni dogovor in sveženj za zajezitev podnebnih sprememb, t. i. sveženj »[Pripravljeni na 55](#)«. Kljub tem prizadevanjem bo po ocenah globalno segrevanje ob trenutnih nacionalnih prispevkih doseglo 2,9°C, glej Program Združenih narodov za okolje, »[Emissions Gap Report 2023](#)«, poročilo, november 2023.

³ Glej »[ECB predstavlja akcijski načrt za vključitev problematike podnebnih sprememb v strategijo denarne politike](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 8. julij 2021.

⁴ Glej [Podnebna agenda ECB 2022](#), ECB, 4. julij 2022.

Tabela A

Fokusna področja v okviru načrta ECB v zvezi s podnebjem in naravo 2024–2025

Tri fokusna področja	Kaj bomo storili
<p>1. Usmerjanje prehoda v zeleno gospodarstvo</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ocena potreb po zelenih naložbah in njihovega financiranja • Analiza struktturnih posledic zelenega prehoda • Analiza učinkov financiranja in tranzicijskih tveganj na transmisijski mehanizem denarne politike • Izboljšanje okvira makroekonomskega modeliranja s poudarkom na podnebnih vidikih
<p>2. Upoštevanje vse večjega materialnega vpliva podnebnih sprememb</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sprejetje nadaljnjih ukrepov za vključevanje vplivov podnebnih sprememb v podnebne scenarije in analitični okvir, ki se uporablja za makroekonomske napovedi • Preučitev vpliva prilagajanja podnebnim spremembam, vključno z vrzeljo v zavarovalni zaščiti • Izboljšanje razpoložljivosti podatkov za podporo analizi fizičnega tveganja
<p>3. Nadaljevanje dela na področju tveganj v zvezi z naravo</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nadaljnje preučevanje gospodarskih in finančnih posledic izgube biotske raznovrstnosti in degradacije narave

Vir: ECB.

Prvo fokusno področje obravnava izzive, povezane s prehodom v zeleno gospodarstvo. Da bi Evropa dosegla cilj neto ničelnih emisij do leta 2050, bo morala do leta 2030 izvajati posebne ukrepe za spodbujanje prehoda k energetsko učinkovitim proizvodnim procesom in sestavi potrošnje ter za zamenjavo fosilnih goriv z obnovljivimi viri energije.⁵ To bo povzročilo temeljite strukturne spremembe v gospodarstvu euroobmočja, kar bo vplivalo na zaposlenost in potrebe po znanju. To lahko povzroči prerazporeditev kapitala z negotovimi dolgoročnimi posledicami za potencialno rast.⁶ Zeleni prehod bo vplival na trgovinske in kapitalske tokove v gospodarstvu euroobmočja ter ogrozil njegovo zunanjou konkurenčnost. Euroobmočje lahko postane tudi bolj ranljivo na tveganja v dobavnih verigah in motnje v ponudbi ključnih rudnin za zeleni prehod. Pomembno je, da ECB dobro razume te strukturne spremembe in izzive ter njihov vpliv na makroekonomske obete za euroobmočje. Zato je treba ustrezno prilagoditi makroekonomske modele.

Zelene naložbe, tehnološke inovacije in zeleno financiranje so ključni za prehod v nizkoogljično gospodarstvo. Ocene različnih institucij o tem, koliko zelenih naložb je potrebnih, da se dosežejo podnebni cilji, so zelo različne. Po podatkih Evropske komisije bodo na primer za zeleni prehod do leta 2030 potrebne dodatne letne naložbe v višini 620 milijard EUR, da bi EU dosegla cilj 55-odstotnega zmanjšanja emisij.⁷ ECB bo podrobnejše preučila različne razpoložljive ocene, da bi bolje razumela osnovne predpostavke in gonilne dejavnike, vključno z vlogo politik na področju podnebnih sprememb. Obravnavala bo okvirne pogoje za spodbujanje potrebnih naložb – vključno z nujnim vzpostavljanjem okolja, ki omogoča visoko raven raziskav in razvoja ter inovacijske zmogljivosti – in tržne infrastrukture, ki

⁵ Kratka predstavitev je v okviru z naslovom »Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2024.

⁶ Glej članek z naslovom »How climate change affects potential output«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB 2023.

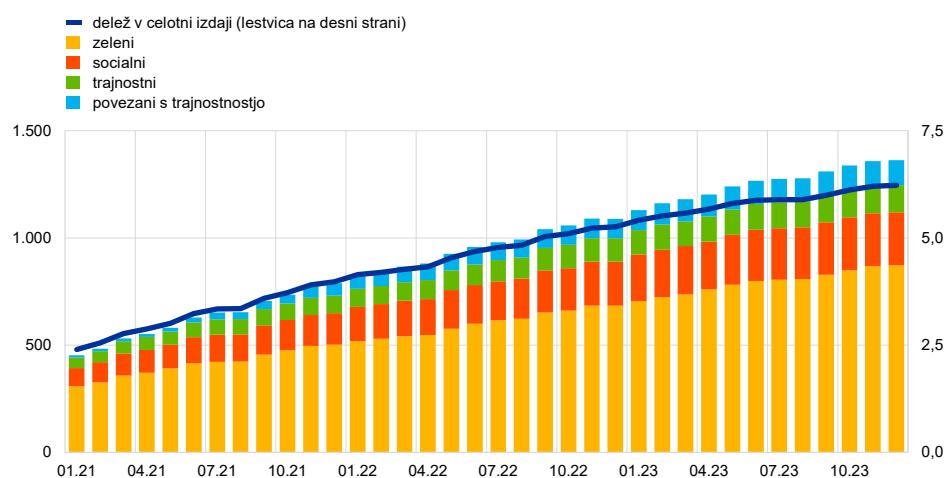
⁷ Glej Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu, *Trajnost in blaginja ljudi v središču odprte strateške avtonomije Evrope*, 6. julij 2023.

omogoča prevzemanje tveganj. Posebna pozornost bo namenjena nujnemu financiranju zelenih naložb. Čeprav je v zadnjih letih prišlo do velike rasti zelenih finančnih instrumentov, ti še vedno predstavljajo le majhen delež vseh izdanih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju (graf A). ECB bo tako analizirala, ali ponudba financiranja ustreza povpraševanju, s kakšnimi posojilnimi pogoji se srečujejo podjetja pri projektih zelenih naložb in kako lahko javne politike pripomorejo k mobilizaciji več zasebnega financiranja, tudi z boljšimi zahtevami po razkritiju. Vsa ta vprašanja so pomembna za denarno politiko in transmisijski mehanizem.

Graf A

Izdajanje trajnostnih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju

(lestvica na levi strani: milijarde EUR, stanje po nominalni vrednosti; lestvica na desni strani: odstotek vseh izdanih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju)



Viri: centralizirana baza vrednostnih papirjev in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje izdajanje okoljskih, socialnih in upravljavskih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju za vse ravni zanesljivosti. »Delež v celotni izdaji« se nanaša na znesek vseh trajnostnih vrednostnih papirjev kot delež vseh dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v euroobmočju.

Cilj drugega fokusnega področja je upoštevati vse večji materialni vpliv podnebnih sprememb. Ekstremni vremenski pojavi so vse pogosteji, njihovi stroški pa vse bolj očitni.⁸ Skupaj s spremembami vremenskih vzorcev vplivajo na makroekonomijo in finančni sektor po različnih kanalih. Podnebne spremembe vplivajo zlasti na kmetijstvo, turizem ter prek cen hrane tudi na maloprodajo in gostinstvo. Po vročinskem valu poleti 2022 naj bi se rast cen hrane v Evropi leto pozneje povečala za 0,67 odstotne točke.⁹ Ugotovljeno je bilo, da ima večje globalno segrevanje nelinearne učinke na cene hrane, kar pomeni tveganje za povečano dinamiko inflacije v prihodnosti. Empirične analize so pokazale, da se z zvišanjem temperature nad določenim pragom zmanjšuje produktivnost dela in gospodarska rast.¹⁰ ECB mora nujno izboljšati oceno vpliva podnebnih sprememb

⁸ Glej Diffenbaugh, N. S., »Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events«, *Science Advances*, zvezek 6(12), št. 2368, 2020.

⁹ Glej Kotz, M., Kuik, F., Lis, E., in Nickel, C., »The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes«, *Working Paper Series*, št. 2821, ECB, 2023.

¹⁰ Glej na primer »Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective«, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, januar 2022, str. 33.

na inflacijo in gospodarstvo. Poleg dostopa do visokokakovostnih podatkov bo to terjalo nadaljnje raziskave, kako vključiti materialne posledice podnebnih sprememb v podnebne scenarije in analitični okvir, ki se uporablja za makroekonomske napovedi.

Financiranje prilagajanja bo glavno področje novih raziskav. Stroški, povezani z materialnimi posledicami podnebnih sprememb, pomenijo finančno in fiskalno tveganje, vendar je zavarovana le četrtina katastrofalnih izgub zaradi podnebnih sprememb.¹¹ Naložbe v prilagajanje, da bi se omejila izpostavljenost fizičnim podnebnim tveganjem, bodo speljala sredstva od produktivnejših naložbenih priložnosti.¹² ECB bo preučila gospodarske in finančne posledice ukrepov prilagajanja podnebnim spremembam ter potrebe po finančnih sredstvih za večjo odpornost gospodarstva proti podnebnim spremembam.

Tretje fokusno področje obravnava tveganja v zvezi z naravo. Vse več je dokazov, da imajo podnebne spremembe negativne posledice za naravo, medtem ko degradacija narave v obliki intenzivne rabe tal, onesnaževanja in čezmernega izkoriščanja virov podnebno krizo še poglablja. Zaradi degradacije narave se zmanjšuje sposobnost absorbiranja in shranjevanja ogljika ter poslabšuje odpornost tal proti vplivom ekstremnih vremenskih pojavov in podnebnih sprememb. V Evropi je v slabem stanju že več kot 80% habitatov.¹³ Izguba narave pomeni resno tveganje za človeštvo, saj ogroža življenjsko pomembne funkcije, kot je oskrba s hrano in zdravili.

Degradacija narave vpliva na gospodarstvo in povzroča finančna tveganja. Po anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) je 48% podjetij v euroobmočju zelo zaskrbljenih zaradi posledic degradacije okolja za njihovo poslovanje.¹⁴ To je v skladu z nedavno ugotovitvijo raziskav, da je 72% nefinančnih družb v euroobmočju močno odvisnih od vsaj ene ekosistemske storitve, kot so zdrava tla, čista voda in zaščita pred poplavami. Ker ta podjetja predstavljajo 75% izpostavljenosti bank v euroobmočju iz naslova posojil podjetjem, tveganja v zvezi z naravo za banke pomenijo očitno tveganje (graf B). ECB bo preučila posledice izgube narave in biotske raznovrstnosti za gospodarstvo, kako je to povezano s podnebnimi spremembami in kako lahko vpliva na makroekonomske spremenljivke, pomembne za njen mandat.

¹¹ Glej EIOPA-ECB, »[Policy options to reduce the climate insurance protection gap](#)«, *Discussion Paper*, april 2023.

¹² Glej »[The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#)«, *blog ECB*, ECB, 18. decembra 2023.

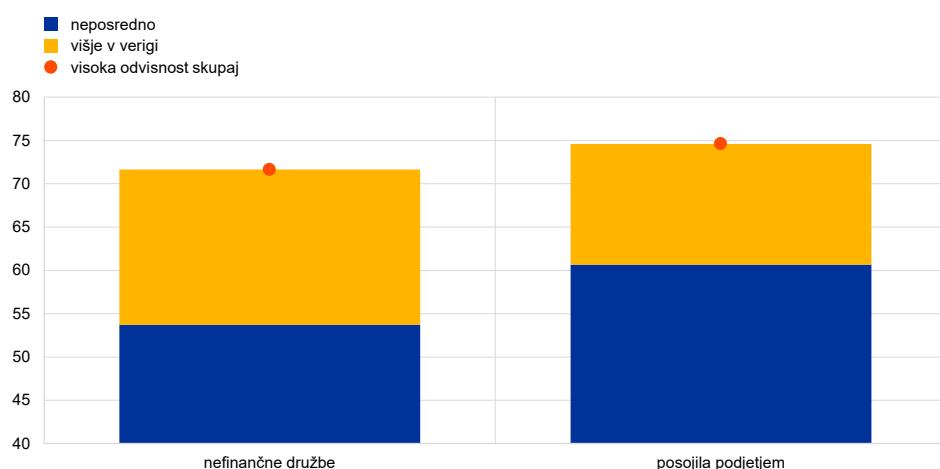
¹³ Glej Evropska agencija za okolje, »[Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#)«, 18. novembra 2011.

¹⁴ Glej okvir z naslovom »[Podnebne spremembe ter podjetniške zelene naložbe in financiranje v euroobmočju – rezultati iz ankete SAFE](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2023.

Graf B

Odvisnost nefinančnih družb in kreditnih portfeljev v euroobmočju od ekosistemskih storitev

(v odstotkih)



Viri: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit in izračuni ECB.

Opombe: Delež nefinančnih družb v euroobmočju, ki imajo visoko skupno odvisnost z oceno nad 0,7 pri vsaj eni ekosistemski storitvi, in delež kreditnih portfeljev bank euroobmočja v segmentu gospodarskih družb v teh ekosistemskih storitvah. Posojilo je označeno kot zelo odvisno, če ima nefinančna družba posojiljemalka dovolj visoko oceno odvisnosti. V grafu B so prikazana povprečja ocen odvisnosti nefinančnih družb v euroobmočju in kreditnih portfeljev bank euroobmočja v segmentu gospodarskih družb. Prikazane so tudi neposredne odvisnosti nefinančnih družb od ekosistemskih storitev in njihove odvisnosti višje v verigi, tj. odvisnosti njihovih dobaviteljev. Zadnji podatki se nanašajo na december 2021. Glej Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L., in Heemskerk, I., »Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability«, Occasional Paper Series, št. 333, ECB, 2023.

Članka

1 The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth

Prepared by Paloma Lopez-Garcia, Brindusa Anghel, Gert Bijnens, Simon Bunel, Tibor Lalinsky, Wolfgang Modery and Maria T. Valderrama

1 Introduction

The COVID-19 pandemic and the energy crisis have interacted with the ongoing transition to a greener and more digital economy, with uncertain impacts on productivity growth. During the acute phase of the pandemic, productivity per employee fell as a result of labour hoarding and reduced capacity utilisation. The rapid policy responses to the pandemic-induced crisis at the national and European levels prevented a wave of bankruptcies, but also possibly inhibited productivity-enhancing reallocation of resources. The pandemic changed the ways in which firms invest and produce and people consume and work, triggering an acceleration of the ongoing digitalisation of the euro area economy, also supported by the Next Generation EU (NGEU) funds. These changes can have substantial and positive impacts on productivity, but further investments in complementary skills and intangibles are needed to reap their full benefits. In addition, the energy price shock that followed the Russian invasion of Ukraine and the transition to a greener economy are changing relative prices of inputs and affecting the production and investment decisions of firms, with a bearing on their productivity. The impact is expected to be negative over the short term but, given the need for production processes to adapt, green innovation might lift productivity prospects over the longer term.

This article summarises the key results of recent work on productivity by a group of experts from the European System of Central Banks (ESCB).¹ The analysis builds on previous work undertaken in the context of the ECB monetary policy strategy review.²

¹ The analysis has been published as Anghel, B., Bunel, S. et al., “Digitalisation and productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change”, *Occasional Paper Series*, No 339, ECB, Frankfurt am Main, February 2024; Bijnens, G. et al., “The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change”, *Occasional Paper Series*, No 340, ECB, Frankfurt am Main, February 2024; Lalinsky, T. et al., “The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change”, *Occasional Paper Series*, No 341, ECB, Frankfurt am Main, February 2024.

² See Work stream on productivity, innovation and technological progress, “[Key factors behind productivity trends in EU countries](#)”, *Occasional Paper Series*, No 268, ECB, Frankfurt am Main, September 2021.

The article is organised into four sections. After this introduction, Section 2 studies the impact of the pandemic and support policies on productivity and resource reallocation across and within sectors of activity. Section 3 analyses the potential productivity impact of the digital and green transitions: the section first explores whether and through which channels digital technologies could be a game changer for productivity growth in the euro area, and then examines the impact of the change in relative input prices brought about by the green transition and recent energy shock on innovation and productivity-enhancing resource reallocation. Section 4 concludes this article.

2 The impact of the COVID-19 pandemic

The pandemic differed from previous crises in at least three ways: (1) the broad impact of the crisis across countries, sectors and firms; (2) the measures taken to contain the spread of the virus, such as lockdowns and changes in the way people work and consume; and (3) the scope and magnitude of the policy support granted.³

Job retention schemes (JRS) were one important part of the policy response and could be a reason for differing productivity developments during the pandemic, depending on whether productivity is measured per employee or per hour worked. Job retention schemes set incentives to keep workers employed by their firms, even if they worked fewer hours. This enabled firms to adjust to the shock by reducing working time rather than laying people off. As a result, productivity in 2020 increased if measured as GDP per hour worked and declined if measured as GDP per employee (Chart 1). The analysis in this article, based on firm-level data, will focus on labour productivity measured as output per employee, given the lack of information on hours worked at the firm level.

³ See the box entitled “The impact of the COVID-19 pandemic on labour productivity growth”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

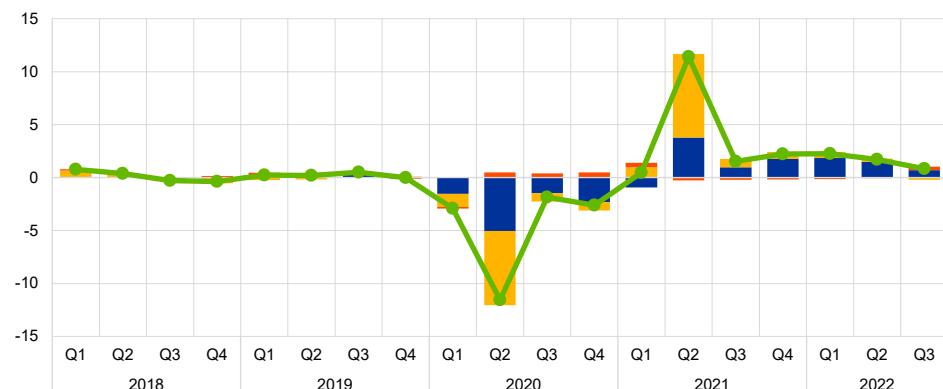
Chart 1

Productivity developments in the euro area

a) Labour productivity per employee

(annual percentage changes)

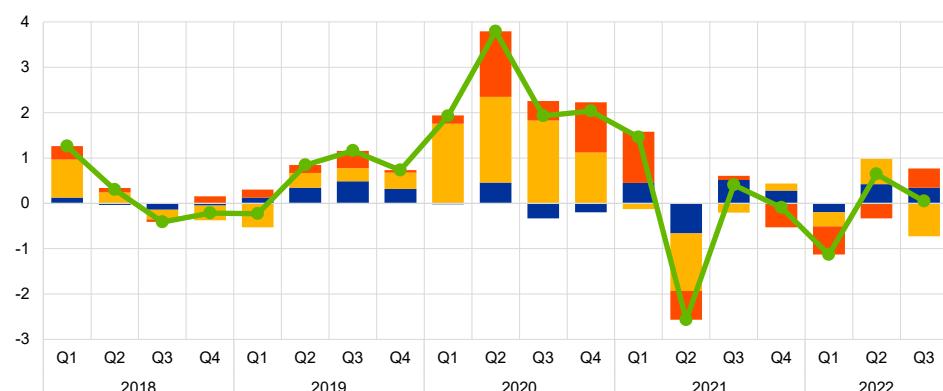
- Contact-intensive services
- Other sectors
- Labour reallocation
- Total



b) Labour productivity per hour worked

(annual percentage changes)

- Contact-intensive services
- Other sectors
- Labour reallocation
- Total



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Note: The aggregate labour productivity growth is decomposed into growth originating from within economic sectors (within-sector component) and from change in the employment shares of the sectors (between-sector labour reallocation component). Furthermore, the within-sector component can be decomposed into the contribution of sectors less and more exposed to the COVID-19 shock. The latter are the contact-intensive services and include the following sectors under the NACE classification: wholesale and retail trade, repair of motor vehicles and motorcycles (code G in the NACE classification), transportation and storage (H), accommodation and food service activities (I), arts, entertainment and recreation (R) and other activities (S-U).

Short-term impact and reallocation of resources

The decline in productivity per employee in 2020 was driven by the strong decline in within-firm productivity growth. Chart 2 decomposes sectoral labour productivity growth in selected euro area countries between 2019 and 2020 into the contributions of the within-firm component and the reallocation of labour across firms

in the sector (between-firm component).⁴ In most countries there was a strong decline in within-firm productivity growth. This reflects the effect of the reduced capital utilisation, the JRS and the consequent larger drop in output relative to the number of employees.

The pandemic and the related policies possibly inhibited but did not prevent the productivity-enhancing reallocation of resources across and within sectors. Crises can have a “cleansing effect”, which is understood to be the disproportionate impact of adverse economic shocks on low productivity firms. The resulting reallocation of resources from low to high productivity firms can mitigate the negative productivity developments during busts caused by low capacity utilisation and labour hoarding. However, this reallocation process could have been altered during the pandemic because both low and high productivity firms operating in the most contact-intensive sectors were similarly affected. Also, the wide reach and vast magnitude of supporting measures to protect the corporate sector, both at the national and European levels, could have prevented the contraction and exit of low productivity firms and thereby inhibited the cleansing effect. Chart 2 shows that the contribution of the reallocation of resources across existing firms (between-firm component) was positive for productivity growth for the group of countries considered, and mitigated the aggregate decline in labour productivity in 2020.⁵ This means that low productivity firms contracted relatively more than their high productivity counterparts. In addition, Chart 3 below shows that relatively low productivity firms exited the market in 2020. Both pieces of evidence point to the pandemic having a cleansing effect. However, as will be shown, the cleansing effect was less pronounced than in other crises.

⁴ The countries covered are Estonia, Greece, Spain, France, Croatia, Italy, Luxembourg, Netherlands, Portugal, Slovenia, Slovakia and Finland.

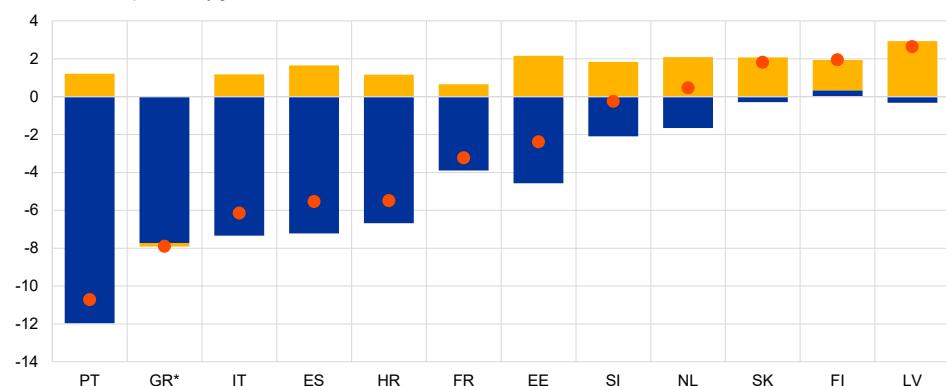
⁵ In Greece the contribution of the reallocation of resources across firms is slightly negative. However, Greece is the only country in which productivity is measured as revenue per employee, rather than value added per employee. This could affect the comparability of the results with the other countries.

Chart 2

Contributions to sector labour productivity growth in 2020

(annual percentage changes)

- Within-firm margin
- Between-firm margin
- Labour productivity growth



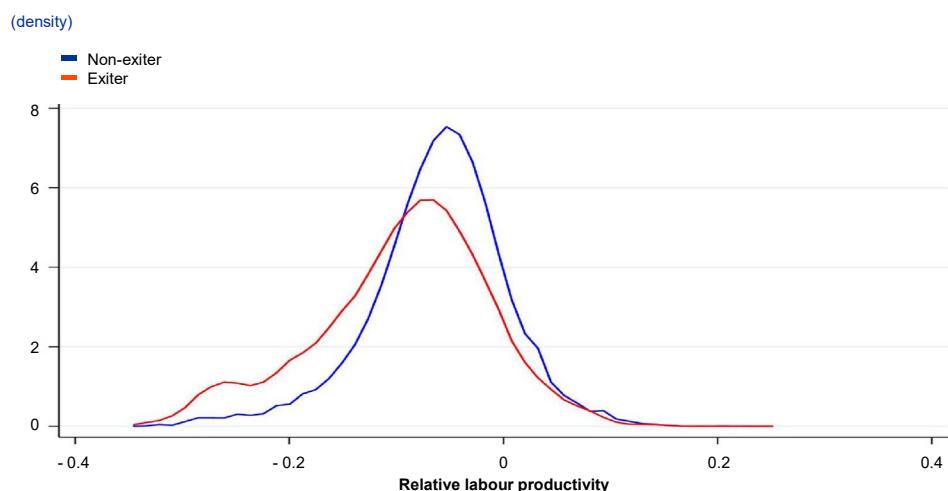
Source: Authors' calculations based on individual firm data from the included countries.

Notes: Productivity measured as real value added per employee, with the exception of Greece, where it is calculated as revenue per employee. This is a shift-share analysis of sector productivity growth, distinguishing between the contribution of the change of productivity of each firm, given initial market shares (within-firm margin), and the change of market shares of firms with different productivity levels (between-firm margin).

Less productive firms exited the market during the first year of the pandemic, contributing to the cleansing effect. Resources can also be reallocated across firms because of firm entry into, and exit from, the market. When less productive firms are substituted by new, more productive firms, firm dynamism is productivity-enhancing. As shown in Chart 3, the productivity distribution of firms that exited the market in 2020 was skewed to the left when compared with the productivity distribution of survivors in their sector. That is, firms exiting the market had on average lower productivity than incumbent firms, contributing to the productivity-enhancing reallocation of resources.

Chart 3

Distribution of productivity of firms that exited compared with survivors in the same sector in 2020



Source: Authors' calculations based on Orbis-iBACH firm-level data.

Notes: The data refer to Belgium, Germany, Spain, France, Italy and Portugal. Labour productivity is defined as real value added per employee.

However, when the economy contracted sharply in 2020, fewer firms exited than in other crisis episodes, which mitigated the cleansing effect. To test if firm exits were different in 2020 to previous crises, the estimated historical reaction of firm exits to the decline in economic activity is compared with the dynamics observed during the acute phase of the pandemic in the five largest euro area economies. The results presented in Table 1 show that the pandemic reaction was much smaller than in previous crises: the correlation between firm exit and economic activity (-0.031) decreased to about -0.01 during the pandemic (as suggested by the sum of estimated coefficients: -0.031+0.024). This was the result of several factors, including bankruptcy freezes that resulted either from lockdowns that stalled administrative procedures or from policy decisions taken to avoid a wave of bankruptcies in some countries.⁶ The policy support to the corporate sector also contributed to fewer firms exiting, as shown below.

⁶ The lower rate of firm exits during the acute phase of the pandemic could also reflect the expectation that the COVID-19 crisis would be short-lived.

Table 1
Firm exits in relation to changes in economic activity

Dependent variable: firm exit rate	
Regressor	Estimated coefficient
Sector activity	-0.031 ***
COVID-19 dummy (2020=1)	-0.490 *
Sector activity x COVID-19 dummy	0.024 **
Observations	3,209
R-squared	0.57

Source: Authors' calculations based on sector-level Eurostat data.
 Notes: The table presents the results of an OLS regression with sector, country and year fixed effects, using data from Germany, Spain, France, Italy and the Netherlands over the period 2004-2020 and across 50 two-digit sectors. The dependent variable is the country-sector-year firm exit ratio and the main regressor is the country-sector-year value added growth, as a proxy for the cyclical position of the sector. The interaction with the COVID-19 dummy (2020=1) shows fewer firm exits as a reaction to a 1 percentage point drop in value added growth during the COVID-19 period. Errors are clustered at the sector level. *** significant at 1% level, ** significant at 5%, * significant at 10%.

The role of policy support

The rapid policy support provided to corporates and households prevented a wave of bankruptcies and preserved households' incomes. The support was thus a key factor behind the rapid economic recovery of the euro area economy following the pandemic-induced crisis. However, it is important to examine whether the unprecedented policy support during the pandemic had undesired impacts on aggregate productivity growth.

Firm-based evidence from several euro area countries suggests that policy support did not significantly distort resource reallocation across existing firms in 2020. In order to analyse the allocation of policy support across firms during the pandemic, it is necessary to merge data on a firm's characteristics with information on the support received by that firm in the form of subsidies, loan moratoria and guarantees. This merged dataset, available for six euro area countries, shows that firms in the middle of the productivity distribution had the highest probability of being supported in 2020 (Chart 4, dark blue line).⁷ In addition, the size of support increased with firm productivity.⁸ Therefore, at the onset of the crisis, policy support was not specifically allocated to low productivity firms and consequently did not contribute to the misallocation of resources.

However, the relative probability of low productivity firms receiving support increased significantly during the second year of the pandemic crisis. Highly productive firms exited the support schemes early in the pandemic. Therefore, during the second year of the pandemic, the probability of firms with low productivity receiving support increased compared with more productive firms in all countries that

⁷ The countries for which 2020 data are available are: Estonia, Spain, Croatia, Portugal, Slovenia and Slovakia.

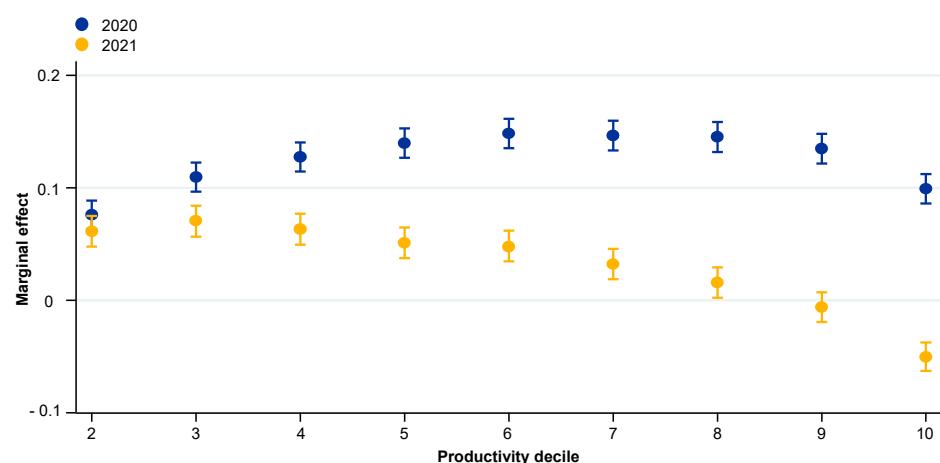
⁸ For cross-country and other details, please see Lalinsky, T. et al., "The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, No 341, ECB, Frankfurt am Main, February 2024.

have available data (Chart 4, yellow line). Hence the allocation of subsidies became more distortionary over time, despite unchanged eligibility criteria.⁹

Chart 4

Probability of receiving wage subsidies by productivity of the firm, 2020 and 2021

(percentage point difference in the probability of receiving support relative to the reference category (first decile))



Source: Authors' calculations based on firm-level data from Croatia, Latvia and Slovakia.

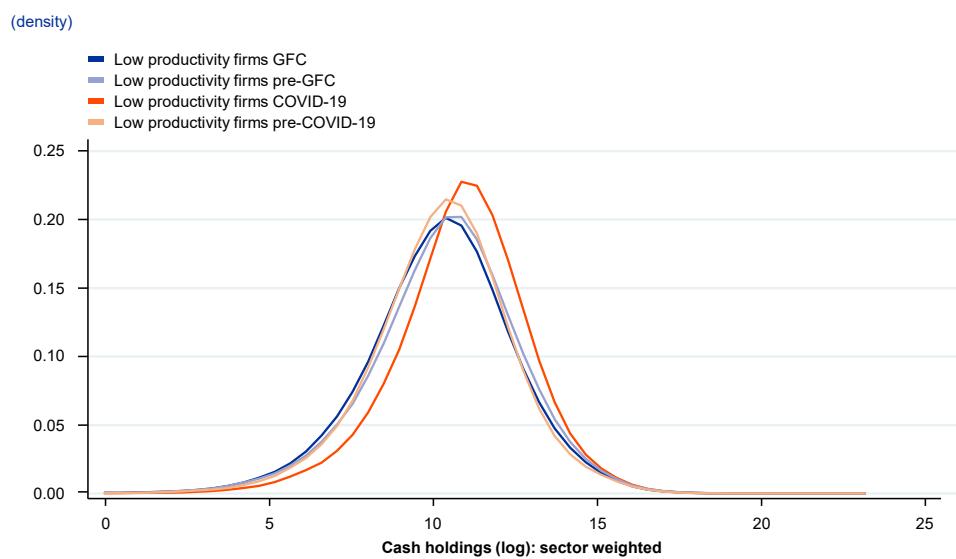
Notes: Changes in the probability of receiving subsidies for a firm in a given productivity decile with respect to the lowest productivity decile (first decile). The whiskers represent confidence intervals. An average of the results for Croatia, Latvia and Slovakia is presented.

Complementary analysis shows that, compared with other crises, the muted exit rate of firms in 2020 could to some extent be attributed to low productivity firms having large cash buffers (Chart 5). Low productivity firms, defined as those in the bottom half of the productivity distribution in each sector, enjoyed relatively healthy cash buffers in 2020. This could explain their greater capacity to stay in the market during the pandemic compared with other crises such as the global financial crisis (GFC). There could be different reasons for the healthier cash buffers. Firms may have had healthier balance sheets prior to the pandemic, or they may have benefited from fiscal support during the pandemic. To disentangle these factors, Chart 5 shows the cash holding distribution in 2020 (in red) and in 2009, the peak year of the GFC (in blue), and during the year preceding both crises (in light red and light blue). It is apparent that the cash buffers of low productivity firms in 2020 were higher than in 2009, and that the increase occurred in 2020, not in 2019. This suggests that support policies may have played a key role in the muted exit rate of firms in 2020.

⁹ Note that only Croatia, Latvia and Slovakia had firm-level data on wage subsidies and firm characteristics for 2021. Therefore, the results referring to the allocation of support in 2021 are based on a small sample of countries and should be treated with caution.

Chart 5

Cash holding distribution of low productivity firms during the global financial crisis and the pandemic



Source: Authors' calculations based on Orbis-iBACH data from Belgium, Germany, Spain, France, Italy and Portugal.

Notes: Low productivity firms are defined as those in the bottom half of the productivity distribution in each country-sector. Sectors are then aggregated using value added weights. GFC is 2009, pre-GFC is 2008, COVID-19 is 2020 and pre-COVID-19 refers to 2019. Productivity is measured as real value added per employee.

Monetary policy also played a role in mitigating the adverse effects of the crisis brought on by the COVID-19 pandemic. At the time of writing, it was not yet possible to quantify the impact of monetary policy on firm-level productivity growth as firm-level data were not yet available for the period following 2020/2021. However, an analysis of historical data can give some indication of the possible effects of monetary policy during the pandemic. In general, monetary policy has an impact on productivity by positively affecting the business cycle, but also by reducing financial frictions of relatively high productivity firms.¹⁰

Long-term productivity impacts of the pandemic

It is still too early to gauge the long-term consequences of the pandemic on productivity growth. Identifying the impacts is also difficult because other shocks with potentially large effects on productivity growth have hit the economy since the pandemic. This section highlights the main structural changes with a possible impact on productivity growth over the long term and leaves the precise quantification of their impact for future analysis, as data become available.

The pandemic and related lockdowns accelerated e-commerce and online shopping. Early on in the pandemic, deflated retail trade turnover dropped by approximately 20% (Chart 6, panel a). Online shopping, in contrast, increased sharply and was still approximately 30-40% above pre-COVID-19 levels in 2022. The

¹⁰ See the analysis reported in Valderrama, M.T. et al., "The impact of monetary policy on productivity: A report of the ESCB Expert Group on Productivity, Innovation and Technological Change", *Occasional Paper Series*, 2024, forthcoming.

impact of such a surge in online sales on productivity growth is not clear-cut and the effect differs across firm characteristics and other determinants. The literature has found that the spread of online platforms has had a positive impact on incumbent firms' productivity growth.¹¹ These productivity gains are the result of increases in value added rather than reductions in employment, indicating that online platforms generate larger business opportunities.

In similar fashion, teleworking increased sharply in the spring of 2020 with the introduction of social distancing measures. The percentage of employees working frequently or occasionally from home increased sharply in 2020 and rose further to almost 25% in 2021 (Chart 6, panel b). The surge in teleworking may affect productivity growth through various channels. First, teleworking may lead to greater efficiency, thanks to the time saved on commuting, which partly translates into longer working hours.¹² Second, it may result in a reduction in the stock of capital, especially real estate, needed by firms to operate.¹³ Third, teleworking has the potential to accelerate digitalisation. And fourth, teleworking may have an adverse impact on the way teams work together, as working from home is perceived by some to decrease interaction, team spirit and synergies among colleagues. The available data show that the negative productivity impacts of teleworking increase with teleworking intensity. For that reason, the literature suggests an inverted U-shaped relationship between the amount of telework and worker efficiency, implying that productivity growth is maximised at moderate levels of teleworking.¹⁴ The exact form of this relationship likely varies with the relative importance of these factors by sector and by occupation.

¹¹ Organisation for Economic Co-operation and Development, “[One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to ‘build back better’](#)”, *OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19)*, 2021.

¹² Aksoy, C.G., Barrero, J.M., Bloom, N., Davis, S.J., Dolls, M. and Zarate, P., “[Time Savings When Working from Home](#)”, *NBER Working Paper*, No 30866, January 2023.

¹³ Bergeaud, A. and Ray, S., “[The macroeconomics of teleworking](#)”, *Banque de France Bulletin*, No 231/2, 2020.

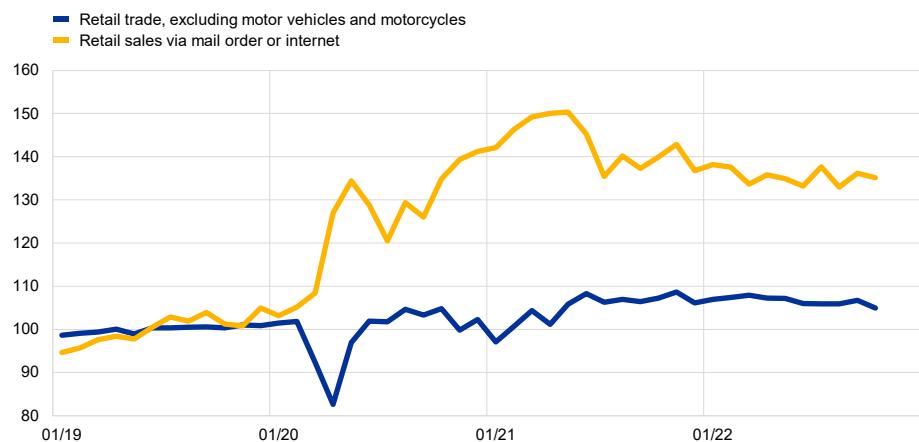
¹⁴ See, for example, Behrens K., Kichko, S. and Thisse, J.-F., “[Working From Home: Too Much of a Good Thing?](#)”, *CESifo Working Papers*, No 8831, 2021 and Albanesi, S., Dias da Silva, A., Jimeno, J.F., Lamo, A. and Wabitsch, A., “[New technologies and jobs in Europe](#)”, *Working Paper Series*, No 2831, ECB, Frankfurt am Main, 2023.

Chart 6

E-commerce and teleworking

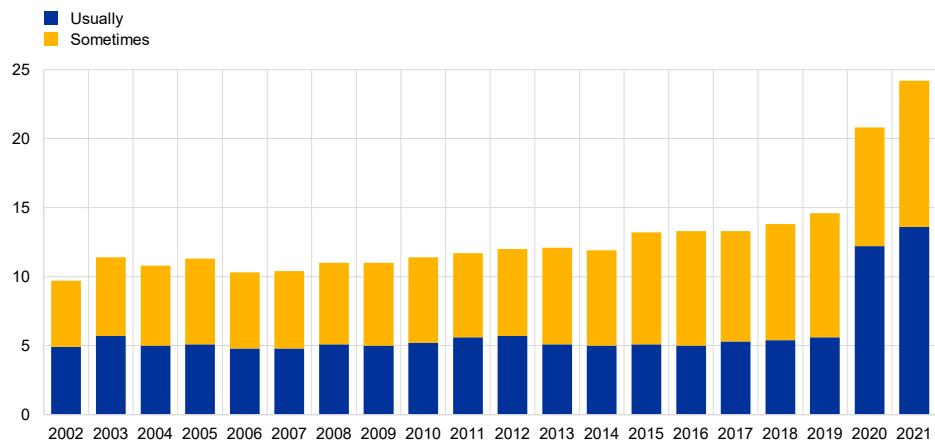
a) Retail trade turnover

(deflated; index 2019 = 100)



b) Share of employees teleworking

(% of employed persons aged 15 years and older)



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Notes: Retail sales via mail order or internet includes retail sale activities where the buyer makes their choice on the basis of advertisements, catalogues, information provided on a website, models or any other means of advertising and places their order by mail, phone or over the internet. Latest observation: October 2022.

The pandemic may have affected the labour force with longer-lasting scarring that extends beyond the acute phase. First, school shutdowns and disruptions to education during the pandemic may have had an impact on the human capital of future workers. Second, in the current workforce, pandemic containment measures and sharply reduced output may have raised unemployment rates, disrupted firm-worker relationships and potentially reduced skills and human capital. Finally, some people infected by COVID-19 may have acquired a chronic health condition that impairs their ability to work for a prolonged period. That said, job retention schemes and the provision of online schooling likely reduced the impact of the pandemic crisis

on the labour force, and the return of the euro area labour force to its long-run pre-pandemic trend in 2023 argues against substantial permanent effects.¹⁵

3 The impact of the digital and green transitions

The ongoing digital and green transformations of the economy are high on the policy agenda in Europe. The NGEU funds support the adoption of greener technologies and the digitalisation of the economy, which have been accelerated by the pandemic and the recent increase in energy prices. This twin transition is expected to affect euro area productivity growth in the short and medium term. Furthermore, the ongoing development and spread of artificial intelligence (AI) in euro area economies gives rise to a host of opportunities and new challenges to exploit AI's productivity-enhancing potential. The EU Fit for 55 package¹⁶ was designed to accelerate the green transition, and along with the recent energy shock in the context of the Russian invasion of Ukraine, is altering the relative prices of the various energy inputs. Although the costs of the transition to a low-carbon economy will always be lower than inaction, it is important to understand how these changes affect the production decisions and performance of the corporate sector. Higher input costs from increasing energy and carbon prices are likely to dampen short-term productivity growth. This negative impact could be offset in the longer term by adopting new, greener and more digitally adept technologies.

The digital transition

The digital transition has become a policy priority for the European Union.¹⁷

Moreover, the pandemic has accelerated digitalisation. In addition, generative AI has been showcasing the potential – which is still to be seen – of new digital technologies to alter the ways in which people live and work.

One of the main reasons that the European Union has an interest in the digital transition is because of the productivity-enhancing potential of digitalisation.

Digitalisation affects firm productivity growth through various channels. On the workers' side, the literature shows that the adoption of digital technologies leads to a boost in workers' efficiency by complementing their tasks, while non-core tasks are more likely to be outsourced after the arrival of the new technology.¹⁸ Various studies have also documented the impact of digitalisation on markets: digital

¹⁵ See Lam, W.R. and Solovyeva, A., “[How effective were job-retention schemes during the COVID-19 pandemic? A microsimulation approach for European countries](#)”, *IMF Working Paper 2023/003*, International Monetary Fund, 2023 and the article entitled “[The euro area labour force: recent developments and drivers](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2023.

¹⁶ [Fit for 55](#) is a set of proposals that aims to reduce the EU's net greenhouse gas emissions by at least 55% (compared with 1990) by 2030.

¹⁷ As documented by various policy initiatives such as the European Union's [Digital Single Market Strategy](#) and [Next Generation EU](#) project.

¹⁸ See, for example, Gal, P. et al., “[Digitalization and Productivity: In Search of the Holy Grail - Firm-level Empirical Evidence from European Countries](#)”, *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, Vol. 37, 2019, pp. 39-71.

technologies allow firms to grow quickly and achieve scale without mass¹⁹, increase competitiveness and market size through the potential of e-commerce and access wider choices of imported goods.²⁰

Investing in digital technologies increases firm-level productivity. Firm-level data analysis from France and Austria shows that, after an adjustment period, firms that invested more in digital technologies enjoyed sustained and significantly higher productivity growth than firms that invested less in digital technologies (Chart 7).²¹ In the very short term, adopting these new technologies implies structural changes in the production process, which could be detrimental to productivity. Indeed, employment rates react faster than production because firms need to hire employees able to perform new tasks, such as IT jobs. This explains the initial drop in labour and, above all, total factor productivity (TFP) growth in the year of the technology investment.

However, the estimated effect of digital uptake on firm-level productivity in the two countries included in the analysis is small (Chart 7). The estimated reaction of firm productivity to the uptake of digital technology indicates that, on average, a 1% increase in investment in digital technologies would lead to a 0.06% increase in labour productivity and a 0.007% increase in TFP after six years. These estimates probably represent a lower bound for at least four reasons: (1) they are micro-based elasticities estimated at the firm level, which means that spillovers and general equilibrium effects are not included, although they can be important, as will be discussed below; (2) the data for the exercise refer to the period before the introduction of the latest generation of AI technologies, and in particular generative AI, which might have a higher productivity impact; (3) new digital technologies may require investment in the complementary skills of workers and managers, appropriate infrastructure and legal frameworks, and intangibles (e.g. data and software) to deliver full productivity benefits; and (4) the average impact masks heterogeneous impacts across sectors and across firms within the same sector.

¹⁹ "Scale without mass" refers to the possibility of carrying out significant business activities without meeting criteria for a permanent establishment in the jurisdiction.

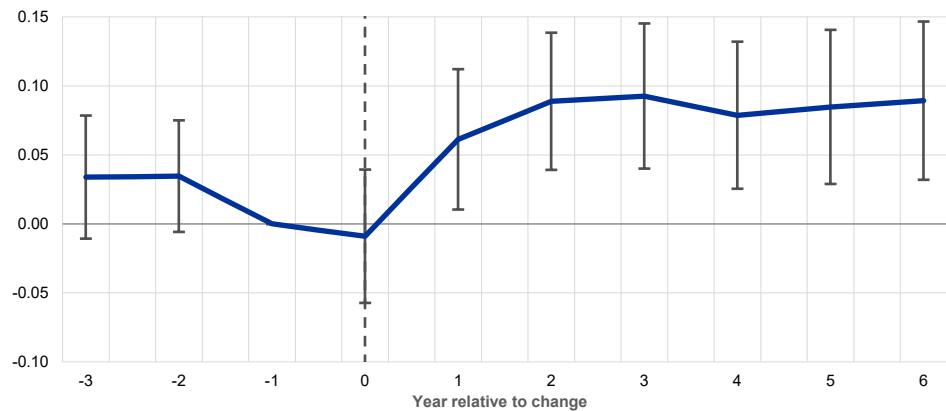
²⁰ See, for example, Haskel, J. and Westlake, S., *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017.

²¹ The analysis uses an event methodology in which the event is a large investment (within the top 10% of the distribution) in digital technology. The specification includes controls for time-invariant unobservable country, sector and firm-specific variables as well as industry-year fixed effects to address some of the potential correlated demand or supply shocks. For more information on the methodology, refer to Aghion, P., Antonin, C., Bunel, S. and Jaravel, X., "[What Are the Labor and Product Market Effects of Automation? New Evidence from France](#)", *Sciences Po publications*, 2020.

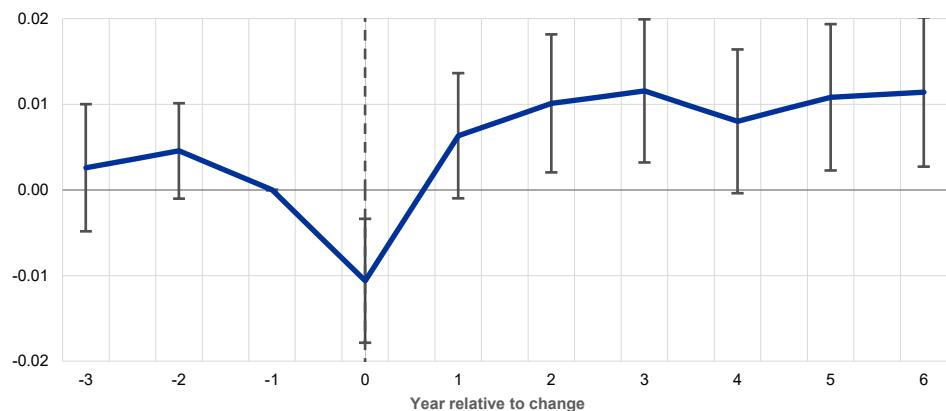
Chart 7

Impact of digital uptake on firm-level productivity growth over time

a) Labour productivity
(estimated semi-elasticity)



b) Total factor productivity
(estimated semi-elasticity)



Source: Authors' calculations based on FIBEN dataset (France).

Note: The chart refers to the results based on French firm-level data, although results for Austria are qualitatively similar. The chart shows the average difference in productivity growth up to six years after the investment between two groups of firms: firms that invested a lot in digitalisation and firms that invested less in digitalisation. The whiskers represent a 95% confidence interval.

Analysis using firm-level data for 13 euro area countries confirms that the productivity gains from digitalisation are highly heterogeneous across sectors and firms. The estimates suggest that a 1 percentage point higher digital investment intensity in a sector is associated with an acceleration the next year of roughly 0.02 percentage points in TFP growth of the average firm in that sector. Hence, the magnitude of the impact of digital investment seems rather small, corroborating the previous results for France and Austria. However, average impacts mask high heterogeneity across sectors: the impact in sectors able to benefit from digitalisation (blue and yellow dots in Chart 8, panel a) is 17 times larger than the average productivity impact estimated across all sectors.

Only the most productive firms benefit in terms of TFP growth from higher digital intensity (Chart 8, panel b). Only about 30% of firms, the most productive ones in the sector, manage to use new digital technologies in innovative and even disruptive ways to increase their productivity over time. Indeed, these firms already

have internal processes that are highly productive, and digitalisation is another advantage that gives them a competitive edge. For other firms, digitalisation has no significant impact on their productivity.²²

However, aggregate impacts of digitalisation on productivity growth, after taking into account spillovers and general equilibrium effects, can be sizeable.

To understand the importance of general equilibrium effects, a multi-sector dynamic stochastic general equilibrium model calibrated for the four largest euro area economies is used. In this model, sectoral output is used not only for consumption or investment purposes, but also as an intermediate input to capture inter-sector linkages.²³ Labour productivity growth resulting from observed TFP growth in each sector between 1997 and 2018 is compared with a counterfactual scenario in which TFP growth in digital sectors is set to zero from 1997²⁴; that is, a counterfactual with no digitalisation.²⁵ It is found that in Germany and France, respective labour productivity growth would have been about 50% and 40% lower, respectively, in cumulative terms since 1997, without digitalisation-related efficiency increases.²⁶ Aggregate labour productivity in Italy would have stagnated. Overall, the simulation results highlight the high impact of TFP growth in digital sectors – as a proxy for digitalisation – on aggregate labour productivity growth, and the importance of spillovers and general equilibrium effects.²⁷

²² The analysis uses Orbis data for 13 euro area countries between 2000 and 2019, including about 2.5 million firms, to estimate the impact of sector digital intensity on firm-level TFP growth after controlling for other possible determinants of productivity growth at the firm level. For details refer to Anderton, R., Botelho, V. and Reimers, P., “Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?”, *Working Paper Series*, No 2794, ECB, Frankfurt am Main, March 2023.

²³ A detailed description of the model can be found in Deutsche Bundesbank, “The impact of digitalisation on labour productivity growth”, *Monthly Report*, Vol. 75, No 3, March 2023, pp. 43-65.

²⁴ Digital sectors comprise the economic sectors “Manufacture of computer, electronic and optical products” (NACE division C26), “Manufacture of electrical equipment” (NACE division C27) and “Information and communication” (NACE section J).

²⁵ Note that this is a very strong assumption as TFP growth in digital sectors could be related to reasons other than digitalisation.

²⁶ Results for Spain are not shown as the model deviates noticeably in some parts from the actual path of labour productivity. One reason for this is probably the fact that labour productivity in Spain increased considerably as a result of the disproportionately large reduction in labour input in the wake of the global financial and economic crisis and the subsequent sovereign debt crisis. However, this dramatic development is not triggered by TFP and therefore cannot be inferred from the model.

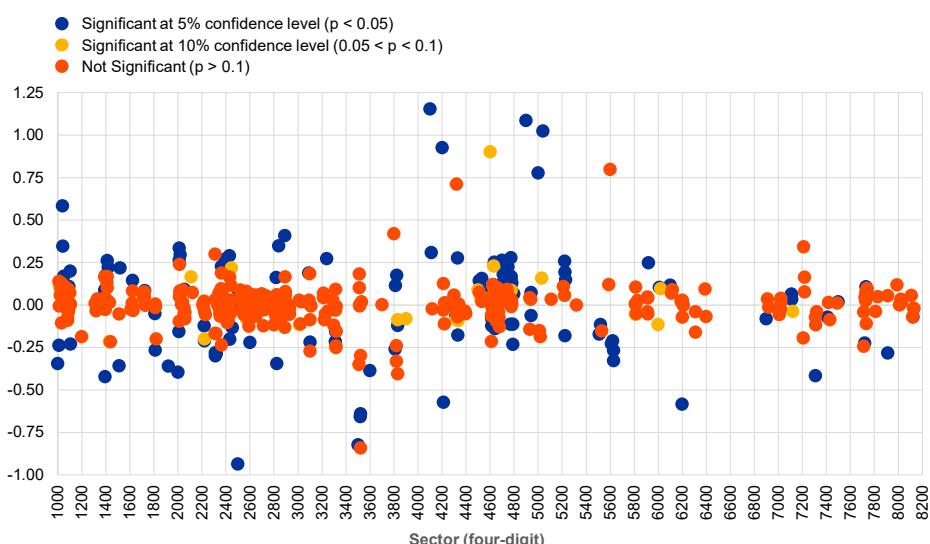
²⁷ The micro-based elasticities of productivity to digitalisation are much smaller than the ones implied by the model because they do not account for entry and exit, sector spillovers and other equilibrium effects.

Chart 8

Heterogeneous impacts of digitalisation on TFP growth across sectors and firms

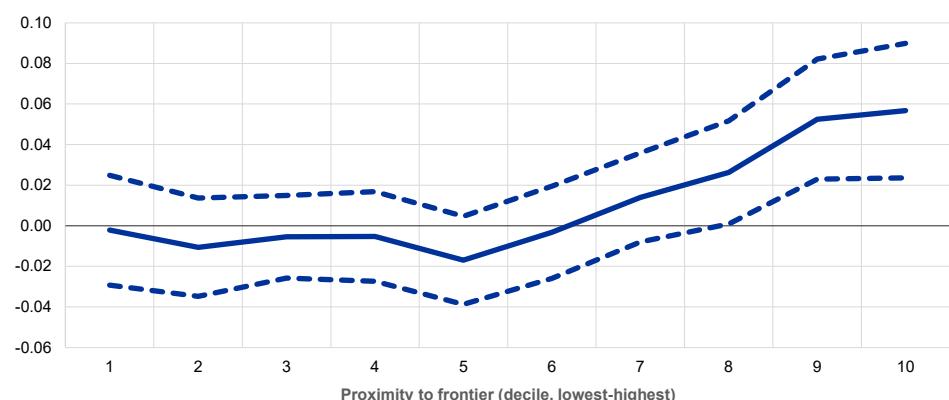
a) Estimated impact of digitalisation on TFP growth in different sectors

(percentage points)



b) Estimated impact of digitalisation on TFP growth in firms with different initial TFP levels

(percentage points)



Source: Anderton et al.¹⁾

Notes: Panel a) shows the impact of digitalisation on sector TFP growth; sectors are defined at the 4-digit NACE level. Panel b) shows the sector-specific impact of digitalisation on firm TFP growth, depending on the position of the firm in the TFP distribution (1 is the lowest decile of the TFP distribution and 10 is the highest).

1) Anderton, R., Botelho, V. and Reimers, P., "Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?", *Working Paper Series*, No 2794, ECB, Frankfurt am Main, March 2023.

The green transition

Transition risks refer to the impacts of mitigation policies that are needed to achieve a greener society. Such policies, which implement carbon reduction objectives, lead to changes in the energy and industrial system and have impacts throughout the economy. For example, firms involved in fossil fuel production and those with a high emission intensity could face higher business costs and/or high costs to invest in carbon mitigating technologies. Also, higher prices of intermediate

inputs can result in a notable rise in the production costs of less polluting firms. Overall, the entire economy will have to adjust.

A “disorderly transition” would reduce aggregate productivity over the long term. Green capital requires technological development and investment, which itself is a gradual process that depends on resource availability. The pace of the transition therefore matters. If carbon prices increase in a gradual and predictable manner (“orderly transition”), obsolete capital can be replaced with new green capital when it has depreciated. If the investment effort is uncertain, and transition policies unpredictable or pushed to the future, carbon prices will have to rise sharply to reach carbon neutrality (“disorderly transition”). This can result in substantial losses of capital, output and productivity in the long term.

While transition policies are aimed at greenhouse gas (GHG) emission reduction, they can also have an impact on short- to medium-term productivity growth.²⁸ There are multiple potential channels for this impact. First, transition policies can reduce the flexibility with which firms operate. Second, new green technologies might be less efficient than existing carbon-intensive ones. Third, investment in green technologies might crowd out other productivity-enhancing investment. Fourth, the green transition may result in the reallocation of resources from high-polluting sectors and firms to low-polluting sectors and firms, which might differ in their average productivity level. Fifth, higher investment in green technologies and innovation could have a positive impact on aggregate productivity growth over the long term. Sixth, the green transition could affect the skill composition of the labour force, with a possible bearing on aggregate productivity growth.

Observed changes in firm productivity may be partly a measurement issue. Carbon-intensive technologies currently underestimate their climate change impact in productivity calculations. This is because environmental degradation and the increased risk of climate-related disasters are not included as costs in traditional accounting frameworks. Therefore, green technology that avoids these unaccounted costs may only appear less productive. Similarly, capital put in place solely to abate carbon emissions does not have a measured output. If carbon abatement is achieved by adding a step (e.g. carbon capture) to the existing production process, there is, by definition, a need for more capital and inputs to reach the same measured output. Assessing productivity based on GDP per employee or per hour worked falls short in capturing the full benefits of embracing green technology. This limitation becomes evident, particularly as these metrics fail to account for the relevant counterfactual scenario of a probable escalation in climate-related physical risks.

²⁸ See also the article entitled “How climate change affects potential output”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2023.

Transition policies, firm productivity growth and innovation

A potential positive aspect of the green transition is that an increase in investments in green innovations and technologies could lift productivity growth over the medium to long term. This is known as the Porter hypothesis.²⁹ The “strong” version of the Porter hypothesis states that increases in environmental regulation stringency raise overall productivity, while the “weak” version holds that optimally designed environmental regulation spurs innovation. A third, “narrow” version predicts market-based tools to be more effective in boosting innovation than “command-and-control” policies. Although there are many empirical analyses that test the validity of the versions of the Porter hypothesis, results remain inconclusive.

Firm-level data from six euro area countries have been used to test the Porter hypothesis. Results show that the productivity growth of high-polluting firms declines as environmental policy becomes more stringent.³⁰ The impact can be relatively large: a one standard deviation tightening of the regulation decreases TFP growth by about one-third over five years. However, the impacts are different across policy types. Technology support policies (green R&D subsidies) only have a short-term negative effect in a transition period before boosting TFP growth.³¹ In contrast, market policies – for example, the Emissions Trading System or taxes – have persistent and negative, albeit quantitatively small, effects. Conversely, non-market tools such as emission limits reduce TFP growth the most over the horizon of five years. Compared with market-based policies, the significant negative impacts of non-market policies on TFP could result from their more discretionary nature.³²

More stringent environmental policies increase the amount of green patent applications from polluting firms (Chart 9, panel a). Moreover, the increase in investment in green innovation does not crowd out other types of innovations, as shown by the non-significant impact of more stringent policies on other non-green patent applications (Chart 9, panel b). These results confirm the weak version of the Porter hypothesis, which states that stringent environmental policy can increase overall innovation.

The analysis shows that market-based instruments, such as carbon taxes, are necessary but not sufficient to spur investment in green innovation and

²⁹ Porter, M.E. and van der Linde, C., “[Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship](#)”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No 4, 1995, pp. 97-118.

³⁰ Data for Belgium, Germany, Spain, France, Italy and Portugal between 2003 and 2019. The reported findings draw on the results of two ECB working papers: Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. and Lopez-Garcia, P., “[Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis](#)”, *Working Paper Series*, No 2820, ECB, Frankfurt am Main, 2023 and Benatti, N., Groiss, M., Lopez-Garcia, P. and Kelly, P., “Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?”, forthcoming. The analysis uses estimated firm-level CO₂-equivalent emissions to identify firms most exposed to environmental policy changes, and thereby identify causal impacts. The changes in environmental policy are measured with the OECD Environmental Policy Stringency Index (EPS) and take into account information on three different types of environmental policies: market-based policies, non-market-based policies and green R&D support policies. A large set of controls for unobserved heterogeneity are included to minimize omitted variable bias.

³¹ The initial negative impact of investment in new technology and innovation on TFP is also found in the context of investment in digital technologies (see Chart 7).

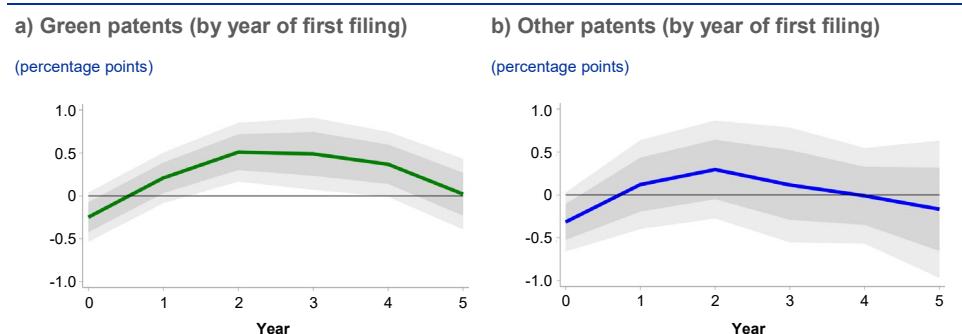
³² Blanchard, O., Gollier, C. and Tirole, J., “[The portfolio of economic policies needed to fight climate change](#)”, *Annual Review of Economics*, Vol. 15, 2023, pp. 689-722.

productivity growth. The green transition also requires stepping up green R&D efforts and non-market policies such as standards and regulations. Similarly, survey-based evidence³³ shows that other factors related to reputational risks and demand are also important in driving corporate green performance.

The impact of environmental policies on TFP growth varies across firms. Firm-level data on the same six euro area countries show that small firms bear significantly higher TFP growth costs than large firms when environmental policy becomes tighter. This difference is shown to reflect, among other things, the capacity of large firms to access the required financial resources to successfully replace carbon-intensive capital.³⁴

Chart 9

Change in green and non-green patent applications of polluting firms after tightening environmental policy



Source: Benatti et al.¹⁾

Notes: Firm-level impulse response functions of positive environmental policy stringency (EPS) changes on green patent families filed by polluting firms in Belgium, Germany, Spain, France, Italy and Portugal, estimated using local projections.³⁵ Data on patent applications are from the Orbis IP database. Patent information was matched with firm-level performance indicators for about 100,000 firm-year observations in the initial dataset, given that only a minority of firms apply for patents. The Cooperative Patent Classification (CPC) is used to classify the patented technologies in different groups. Green innovations refer to climate change mitigation technologies.

1) Benatti, N., Groiss, M., Lopez-Garcia, P. and Kelly, P., "Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?", forthcoming as an ECB Working Paper.

Transition policies and resource reallocation

Climate-driven reallocation of resources may also affect aggregate productivity growth.

Emission reduction can be achieved by incentivising the adoption of greener technologies and through green reallocation, i.e. by shifting economic activity away from the most polluting firms towards the least polluting ones. The impact of green reallocation on aggregate productivity depends on the productivity of carbon-intensive sectors and firms compared with that of their greener counterparts.

³³ Based on analysis of Eurostat's *Community Innovation Survey 2020*.

³⁴ Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. and Lopez-Garcia, P., "Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis", *Working Paper Series*, No 2820, ECB, Frankfurt am Main, 2023.

³⁵ Jordà, Ò., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *The American Economic Review*, Vol. 95, No 1, 2005, pp. 161-182.

High carbon-intensive sectors are, on average, relatively more productive than greener ones. Sectors such as mining and refineries are expected to shrink due to increasing relative prices and have a higher level of labour productivity than sectors that are involved in making buildings more energy-efficient and are expected to grow. Therefore, the reallocation of production factors across sectors during the green transition will mechanically, at current productivity levels, decrease aggregate productivity.

The effects of within-sector reallocation of resources are less clear and vary across sectors. Firm-level carbon intensity and labour productivity are not necessarily correlated. Therefore, reallocating output from high to low carbon-intensive firms does not necessarily lead to increased productivity. Firm-level information from the EU Emissions Trading System (ETS) for the period 2005-2020 shows that in the majority of sectors, the most carbon-efficient firms are also the most productive ones. At current firm-level productivity levels, reallocation of output towards greener firms will result in increases in labour productivity growth in those sectors, all other things being equal. However, for other sectors such as pulp, paper and ferrous metals, the contrary is the case, and the reallocation will be productivity-decreasing (Chart 10, panel a).³⁶

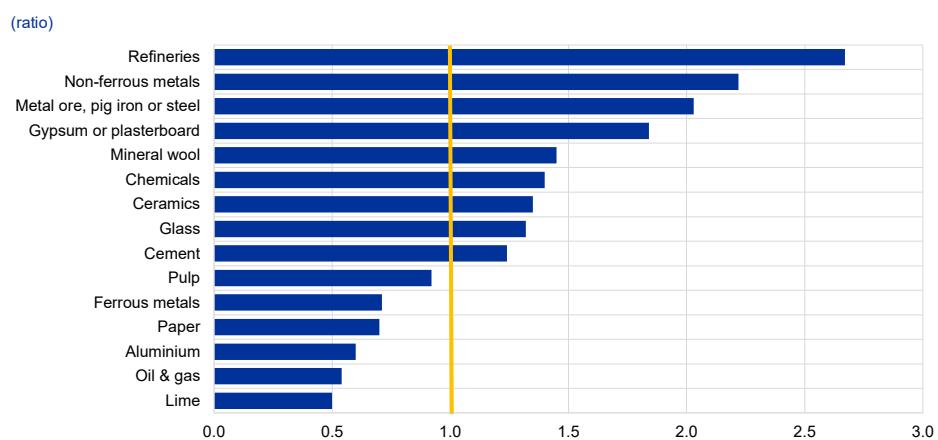
Reallocation of factors of production within firms away from energy may lead to lower productivity. Models that include energy in the production function show that higher energy prices can result in firms substituting away from energy and increasing their use of capital and labour. Due to diminishing marginal returns, the overall impact would be lower productivity and output. Indeed, recent OECD work estimates that a 5% increase in energy prices leads to firm productivity dropping by approximately 0.4% one year later as a result of the downward adjustment of the firm's capacity utilisation.³⁷ The firms most affected are those operating in energy-intensive sectors, as well as firms that are financially constrained.

³⁶ Transition policies might also affect reallocation of resources through entry and exit of firms. Model-based analysis shows that higher carbon taxes raise the productivity threshold for entering the market and increase firm exit rates; see Chafwehe, B., Colciago, A. and Priftis, A., "Carbon Taxation, Monetary Policy and Productivity", forthcoming. In addition, empirical analysis using matched data from EU ETS and Orbis shows that a sharp increase in carbon prices to €150 for all emissions within the EU ETS, assuming constant carbon intensity and no pass-through of the increased carbon cost, could put at least one-tenth of manufacturing firms currently covered by the ETS in major euro area economies at risk of making losses. See Bijnen, G. et al., "The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, No 340, ECB, Frankfurt am Main, February 2024.

³⁷ André, C. et al., "Rising energy prices and productivity: short-run pain, long-term gain?", *OECD Economics Department Working Papers*, No 1755, OECD Publishing, Paris, 2023.

Chart 10
Reallocation of resources and labour productivity

Labour productivity of the 20% most carbon-efficient firms versus labour productivity of the 20% least carbon-efficient firms in each sector



Source: Authors' calculations based on ETS-Orbis data.³⁸

Note: "Firms" refers to firms within the EU ETS. Sectors where the blue bar passes the yellow line will benefit from a carbon driven reallocation as the least carbon-intensive firms are the most productive. For the sectors that do not pass the yellow line, the opposite is the case.

4 Concluding remarks: euro area productivity growth over the medium term

Over the past few years, the euro area economy has been hit by a series of shocks. The COVID-19 pandemic and the energy shock following Russia's invasion of Ukraine have interacted with other current structural trends, including the ongoing green and digital transitions. The overall impact of these shocks on the medium-term productivity prospects of the euro area is uncertain and varies depending on the time horizon.

The generous and swift policy responses at the national and European levels to the pandemic and the related lockdown measures helped to contain the size and duration of scarring effects on households and firms. Although productivity-enhancing reallocation of resources was not severely distorted in 2020, the pandemic and the policy support reduced the cleansing effect of the crisis compared with previous crises.

The pandemic accelerated the digitalisation of the economy and NGEU funds provided support in this regard. Digital adoption by corporates has been shown to foster productivity growth. However, firm-level impacts of digitalisation have been relatively modest to date. One of the main reasons for this is that only few firms – the ones closer to the technology frontier – have benefited most from digitalisation. Other firms need to invest more in relevant digital skills and complementary

³⁸ Bijnens, G. and Swartenbroekx, C., "Carbon emissions and the untapped potential of activity reallocation: lessons from the EU ETS", *NBB Economic Review*, 2022, pp. 1-28.

intangibles to fully reap the productivity gains from digitalisation. This process will only be reflected in aggregate productivity gains over the longer term.

The green transition may still boost productivity growth, but it will take time. In the short to medium term, the adjustment of firms to the change in relative input prices driven by carbon taxes or by geopolitical tensions, in addition to new limits and standards, and the scrapping of carbon-intensive capital, will reduce emissions as intended but is also likely to reduce productivity growth. Also, the reallocation of resources away from carbon-intensive sectors and firms might have a negative short-term impact on productivity. However, more stringent environmental policies are expected to trigger a new wave of green innovation and new environmental technologies that raise productivity growth over the long term.

2

Is there a digital divide in payments? Understanding why cash remains important for so many

Alejandro Zamora-Pérez, Andrea Marini and Juha Honkkila

1 Introduction

Is the constant trend towards the digitalisation of payments creating a binary world of digital “haves” and analogue “have-nots”? By assessing payment patterns in the euro area using detailed survey data, the results presented in this article challenge two prevailing assumptions. First, we contest the idea that cash is only used by people who are less connected to the digital world, by illustrating high cash usage across people with access to digital payment tools. Second, we revisit the notion that the digitalisation of payments is a uniform process, by showing that people with more limited access to digital payment tools have diverse sociodemographic profiles. Furthermore, results show that adoption of digital payment tools is not driven solely by supply-side limitations, hinting at the significant role of personal choice and the persistence of habits. The insights gained enrich our understanding beyond a one-size-fits-all approach to everyday payments in the digital age. The findings are in line with the approach adopted by the Eurosystem to cash and payments, which aims to ensure the availability and acceptance of cash while embracing digital innovation.

2 Cash and its persistence in a digitalising world

Assessing the digitalisation of payments beyond surface-level trends reveals a more nuanced reality, with cash use remaining persistent among a broad spectrum of the population despite increasing digital adoption. Despite having a highly developed financial system and growing digitalisation, the euro area contains a significant number of people across most demographics who opt to use cash for everyday transactions. Survey data from the ECB's Study on payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE) provide valuable insights into the diverse ways in which different segments of the population interact with cash.³⁹ According to the SPACE findings, there has been a marked decline in the proportion of point-of-sale transactions conducted in cash, down from 79% in 2016 and 72% in 2019 to 59% in 2022. This figure does, however, mask the existence of mixed users, with up to 74% of people conducting at least one transaction in cash on any given day in 2022, which underscores the continued importance of cash alongside digital payment options. Contrary to other developed economies with lower cash usage, the euro area can be seen as a distinct example where the tangible benefits of cash seem to be widely perceived by the population. However, the reasons behind the persistent usage of cash in the digital age are not fully understood as they are

³⁹ European Central Bank, “[Study on payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#)”, 2022.

complex and multifaceted, spanning from practical constraints to ingrained habits and preferences, which has recently prompted academic research on the matter.⁴⁰

But are these cash usage patterns in the euro area driven by people less connected to the digital world, or are they the result of a more complex reality of individual preferences and behaviours? As digitalisation has advanced, it has often given rise to a digital divide in access to technology.⁴¹ This phenomenon has been extensively explored in the context of internet and computer access but less so in payment methods.⁴² In the digital divide literature, the “access divide” is typically referred to as the “first-level” digital divide. This is contrasted with the “second-level” divide that involves disparities in digital skills and similar aspects.⁴³ Access to digital payments in the euro area is primarily facilitated by having debit and credit cards or payment accounts. In this article, instead of access, we adopt a narrower measure than the traditional literature to assess a potential digital divide in payments: reported ownership of tools enabling digital payments, namely credit and debit cards and payment accounts.⁴⁴ Throughout our discussion, we use the term “digital payment tools” to specifically refer to these primary enablers of digital payments.

The group we will focus on, which for the sake of simplicity we will refer to as the “less digitalised group”, comprises individuals who report not having either a debit or credit card or a payment account. To analyse this group’s payment behaviour, we used representative SPACE data collected by the ECB in 2022, encompassing a one-day payment diary and a survey questionnaire

⁴⁰ There is an emerging literature, extending beyond the euro area, that aims to explain the persistence of cash usage despite financial innovation. See, for example, Alvarez, F. and Argente, D., “On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 137, No 3, 2022, pp. 1737-1789; Alvarez, F., Argente, D., Jiménez, R. and Lippi, F., “Cash: A Blessing or a curse?”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 125, 2022, pp. 85-128; Brown, M., Hentschel, N., Mettler, H. and Stix, H., “The convenience of electronic payments and consumer cash demand”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 130, 2022, pp. 86-102.

⁴¹ A related question is what is driving connectedness to the digital world more generally, which is mostly addressed by the literature on the digital divide. This literature, primarily focusing on information and communication technology (such as computers and the internet) is vast and started in the 1990s. Originally seen as a gap in technology access (“first-level” divide), the digital divide is now understood as a multifaceted process encompassing not only access but also motivation, skills and actual usage. See, for example, Van Dijk, J., “Digital Divide: Impact of Access”, *The International Encyclopedia of Media Effects*, 2017.

⁴² While the financial inclusion literature is an important exception in examining inequalities in the adoption of digital payment tools (particularly bank account ownership and with a focus on developing countries), it often overlooks the potential benefits of cash, as highlighted by critics. Our analysis of payment patterns in the euro area offers a unique perspective, situated between widespread cash usage in developing economies and the move towards cashless societies in some developed countries. For an overview of financial inclusion research and its shortcomings, see Demirguc-Kunt, A., Klapper, L. and Singer, D., “Financial Inclusion and Inclusive Growth: A Review of Recent Empirical Evidence”, *Policy Research Working Papers*, No 8040, The World Bank Group, 2017, and Mader, P., “Contesting Financial Inclusion”, *Development and Change*, Vol. 49, No 2, 2018, pp. 461-483.

⁴³ Recent research sheds light on differing financial and payment behaviours related to literacy and age, but less so regarding ownership of payment tools. See van der Cruijsen, C. and Reijerink, J., “Uncovering the digital payment divide: understanding the importance of cash for groups at risk”, *Working Papers*, No 781, De Nederlandsche Bank, 2023, and Doerr, S., Frost, J., Gambacorta, L. and Qiu, H., “Population ageing and the digital divide”, *SUERF Policy Brief*, No 270, 2022.

⁴⁴ The questionnaire of the SPACE survey includes questions referring to “debit and credit cards” and “payment accounts”, without explicitly defining them for respondents. Generally, debit and credit cards exclude prepaid cards. A payment account typically refers to an account that enables the making of payment transactions, such as placing, transferring, or withdrawing funds. These two tools (cards and accounts) enable other types of digital payment means or channels, including online payments, linkages to online payment platforms (e.g. PayPal), or credit transfers.

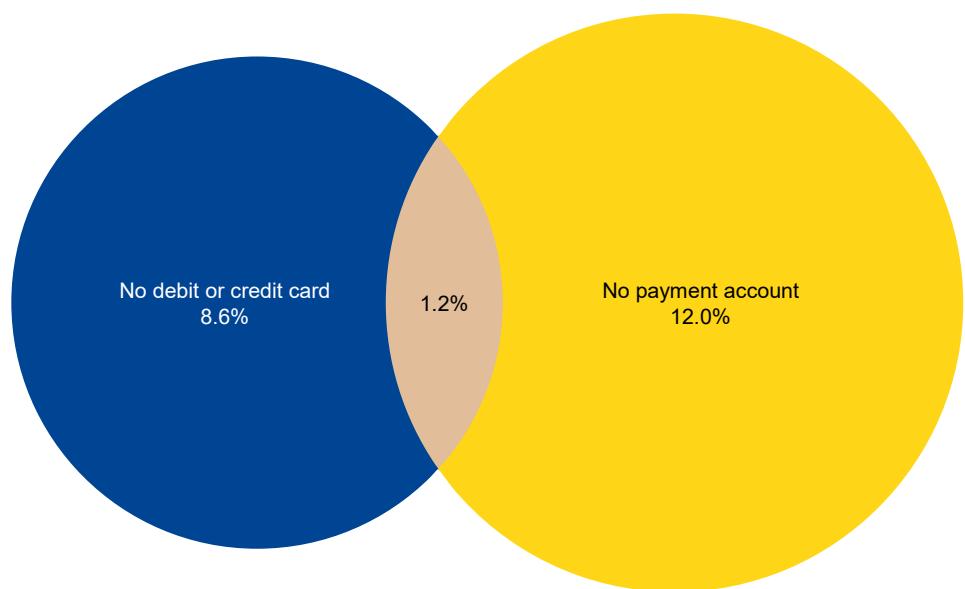
completed by nearly 40,000 consumers across 17 euro area countries.⁴⁵ As shown in Chart 1, the main observation is that nearly a fifth of the respondents report not having at least one of these two common digital payment tools. This share, extrapolated to the whole adult population in these 17 countries, would amount to around 40 million individuals. This implies that the influence of this group on the payments landscape is far from negligible.

Chart 1

Lack of ownership of common digital payment tools

Nearly one in five adults (19.5%) in the euro area reports not having either debit or credit cards or payment accounts

(share of population)



Source: ECB (SPACE 2022 survey).

Notes: The data encompass all euro area countries apart from Germany, Croatia and the Netherlands. The sample is representative and consists of nearly 40,000 respondents. The results vary across countries, although in most countries, the group of people reporting not having either cards or payment accounts represents between 13% and 27% of the national population.

The high share for the less digitalised group may stem partly from the nature of the reported data and may encompass not only people not having digital payment tools but also individuals unaware that they have such tools. Hence, reported figures mainly include individuals without cards or accounts, but could also point to a lack of awareness or low usage of either payment tool. For example, in the case of individuals reporting not having payment accounts, it is likely that these include a portion of the “underbanked”: people who have payment accounts but rarely use them. Another reason for the high number is the surprisingly small overlap

⁴⁵ The SPACE report covers the entire euro area, but the data for Germany and the Netherlands are taken from national payment surveys and are consequently not used in this detailed analysis. Croatia is not included as it only joined the euro area in 2023. The sizes of the samples from each country were set to achieve specific numbers of point-of-sale transactions, reflecting the country's size. To guarantee representation of the population and every day of the week, the sampling approach incorporated quotas based on gender, age group and the day that transactions were documented in the payment diary.

between the two subgroups, as shown in Chart 1.⁴⁶ This overlap between people lacking both an account and a card could be explained by several factors: some may rely on other people for financial transactions (for example, their cards may be linked to a family member's account) or use alternative forms of payment card not linked to accounts (such as prepaid cards), while others may simply have different financial strategies that do not fit conventional patterns. For example, 25.9% of non-account holders made a payment with a card during the day of the survey.

3 Beyond the binary: payment spectrum rather than payment divide?

In this section, we examine whether there really is a sharp divide in the use of payment methods or whether the situation is in fact more nuanced. In the broader literature on access to digital technology like computers and the internet, the term “digital divide” has been attacked for oversimplifying a complex reality.⁴⁷ We find that this critique applies to digital payments as well. The idea of a stark divide in ownership of digital payment tools does not fully capture the reality of everyday payments. First, we assess differences in the cash habits and sociodemographic profiles of individuals without either cards or payment accounts. The analysis suggests certain differences but, as with the broader digital divide, variations are a matter of degree. Then, we also study the possible reasons why people might be inclined not to have a common digital payment tool, focusing on aspects like physical banking presence and the persistence of cash usage.

Assessing cash habits and sociodemographic profiles

A comparison of cash-related behaviours reveals more similarities than differences between people with and without cards or accounts, albeit with the latter expected to have a greater preference for cash. Chart 2 shows how notable cash habits, preferences and attitudes towards cash attributes compare among both groups. Of those making payments during the day of the survey, 80% of people without a card or account conducted at least one cash payment, compared with 73% of the remaining population. Regarding store of value, 43% of the less digitalised group kept cash reserves at home against 38% for others. The gap widens when it comes to receiving part of their income in cash: 32% for those without cards or accounts against 15% for the rest. In terms of reported preferences, 65% of the less digitalised group consider cash important, a view echoed by 56% of others. Interestingly, individuals stating to have no clear preference between cash and cashless methods stands evenly at 22% across both groups, but the less digitalised

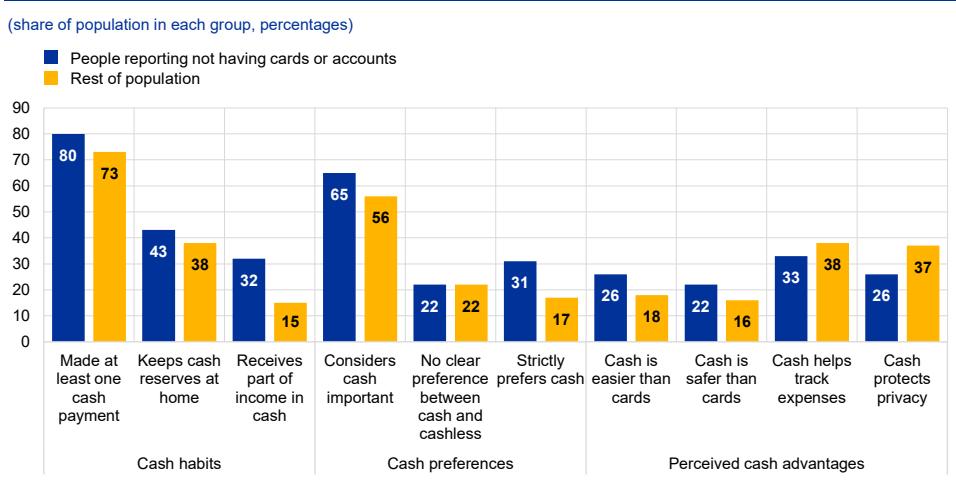
⁴⁶ This small overlap is also confirmed by World Bank microdata ([Global Findex Database 2021](#)). Respondents were asked to report whether they have “an account at a bank or at another type of financial institution (...) or (...) a debit card”. According to these data, those reporting to have neither a bank account nor a debit card (a subset similar to the overlap subset of Chart 1) represent around 2% of the euro area population. As the SPACE data make it possible to assess these two groups separately (not having a debit or credit card and not having a payment account), we are able to evaluate those not having at least one of these tools.

⁴⁷ Van Dijk, J., *op. cit.*

group are nearly twice as likely to strictly prefer cash (31%) than the broader population (17%). When it comes to the perceived advantages of cash, the less digitalised group are more likely to prefer the ease and safety of cash over cards, at rates of 26% and 22% respectively, compared with 18% and 16% among the rest. Yet, they are less likely to cite cash as helping them to keep track of their spending or protecting their privacy – the most popular attributes of cash among the general population. Hence, despite the greater relative preference for cash among the less digitalised group, especially in income partly paid in cash and preferred tools, a substantial portion of the broader population also shows high cash usage patterns.

Chart 2

Differences in habits and preferences towards cash



Source: ECB (SPACE 2022 survey).

Notes: These graphs show the differences in the averages of cash-related variables (expressed as percentages) between the less digitalised group and the rest of the population in the 17 countries analysed. For the variable "Made at least one cash payment", the individuals taken into consideration are those saying they made payments at a point-of-sale on the day of the survey.

But can we link the lack of cards or accounts to a specific demographic profile?

The descriptive analysis summarised in Chart 3 suggests that while there is not an absolute divide in sociodemographic characteristics, notable gaps emerge in financial literacy and digital skills. For instance, 18% of individuals without digital payment tools earn a high income (defined as over €3,000 monthly) compared with 31% of the rest of the population.⁴⁸ And while education levels are relatively close, with an average of 13.4 years of education for the less digitalised group against 13.8 years of education for others, there is a lower share of individuals holding a university degree without cards or accounts.⁴⁹ While very similar percentages of both groups live in urban areas, those not having cards or accounts tend to be younger – 25% of people aged between 18 and 30 against 15% of their older counterparts – indicating that the less digitalised group are younger than the rest.^{50,51} This might be because younger individuals – often students or people just starting

⁴⁸ Income refers to net monthly household income.

⁴⁹ Years of education are calculated in line with the highest education level achieved by the respondent, running from primary school to PhD and higher.

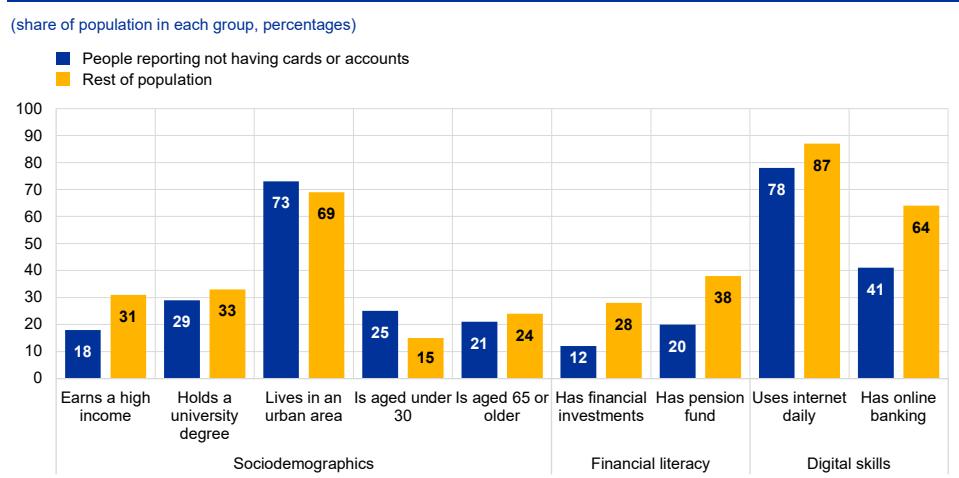
⁵⁰ This difference may be attributed to the employment status of younger people, as they are more likely to still be students or unemployed, and hence do not have a card or bank account.

⁵¹ An urban area is defined as an agglomeration with at least 50,000 inhabitants.

their careers – are relying on family support or still gaining financial independence, impacting their ownership of digital payment tools.⁵² The differences become more pronounced in financial literacy, where only 12% of less digitalised people have financial investments, as opposed to 28% of the broader population, and a similar pattern is seen with pension funds. This tendency extends to proxies for digital skills: 78% of the less digitalised group use the internet daily, less than the 87% of the general population that do so, and a larger gap exists in online banking, with 41% against 64% respectively.

Chart 3

Differences in sociodemographic profiles, financial literacy and digital skills



Source: ECB (SPACE 2022 survey).

Notes: These graphs show the differences in the averages of demographic variables (expressed as percentages) between the less digitalised group and the rest of the population in the 17 countries analysed. Income refers to net monthly household income. An urban area is defined as an agglomeration with at least 50,000 inhabitants.

Hence, evidence shows that individuals who report not having at least one digital payment tool (whether cards or accounts) are a diverse group, proving that there is no one-size-fits-all profile. This group includes younger, mostly urban individuals who tend to use more cash on average, as well as people with lower levels of financial and digital know-how. The diversity of this group undermines the idea that digitalisation results in a homogeneous, marginalised segment, presenting a picture far from a stark digital divide.⁵³ So far, we have examined average differences between the two groups across various factors, but these differences do not account for how these factors interact with each other, and to what extent they influence the likelihood of lacking digital payment tools. For example, we showed that the less digitalised group tend to be younger, but this does not demonstrate

⁵² Another possibility is that emerging patterns among this demographic are signalling a departure from the traditional reliance on both cards and accounts. For example, the need for a card may be less pronounced for people under 30 – a group characterised by higher online payment use – because having just an account can facilitate mobile payments or enable transactions through services like PayPal. Although these alternatives are not yet dominant in online payments, their use has been increasing.

⁵³ While vulnerable groups are proven to be more reliant on cash and struggle digitally (see references below), our results show that it does not follow that all cash users or people lacking a digital payment tool are part of a vulnerable group. For work on the reliance of cash in groups of vulnerable people, see Broekhoff, M.-C., van der Cruijsen, C., Jonker, N., Reijerink, J., Umuhire, G. and Vinken, W., “[Digitalisation of the payment system: a solution for some, a challenge for others](#)”, De Nederlandsche Bank, 2023, and van der Cruijsen, C. and Reijerink, J., *op. cit.*

whether being less digitalised is solely due to their age. A young consumer might not have a bank account not just because they are young, but also because of factors typically associated with youth, such as education level, income or employment status. For a clearer idea of how these factors combine in influencing a person's likelihood of belonging to the less digitalised group, Chart 4 presents a simplified view of our regression analysis. Each bar in the chart represents the impact of a different factor: bars extending to the right indicate a positive association (meaning the factor increases the likelihood of a person belonging to the less digitalised group, relative to the rest of the population), while bars to the left show a negative association. This analysis confirms and reinforces previous findings.⁵⁴ It reveals that interaction with cash (blue bars), urban living, lack of employment, youth and lower incomes (yellow bars), low financial literacy (green bars) and digital skills (light blue bars) collectively influence being considered in the less digitalised group.⁵⁵ Despite the long list of factors analysed, however, other determinants could also be influential in determining ownership of digital payment tools. Two interesting factors added in Chart 4 – the persistence of cash habits and the non-influence of perceived physical banking presence – will be explored further in the next section.

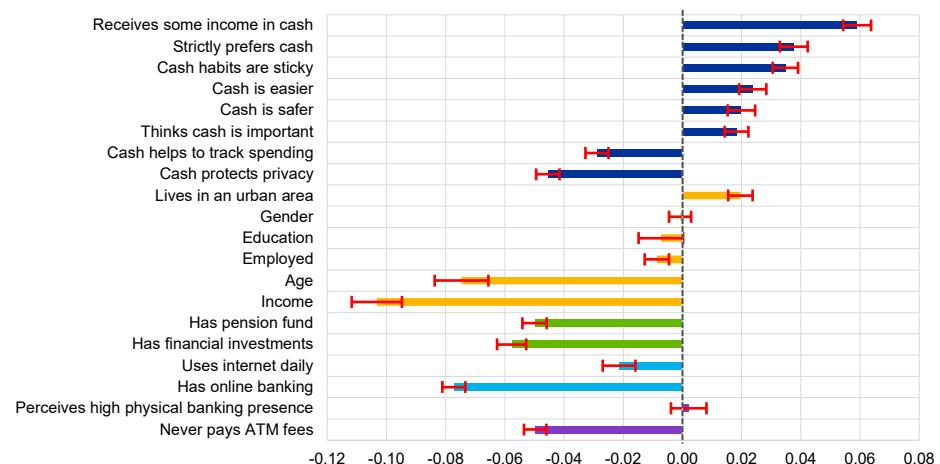
⁵⁴ As a robustness check, we conducted parallel analyses for two separate subgroups: those without debit or credit cards and those without bank accounts. The outcomes of these additional checks align with our main findings presented in Chart 4, with the estimated coefficients having the same direction and similar magnitude across these subsets and the less digitalised group. This consistency indicates that all three subsets of the population – including the combined less digitalised group analysed in Chart 4 – exhibit similar patterns.

⁵⁵ Although the concept of a fixed cost for setting up payment accounts suggests a potential income threshold for account ownership, our analysis – including visual inspection and statistical tests – does not confirm such threshold behaviour. This indicates that factors beyond the direct costs of account setup, possibly including various income-related variables, might influence the decision to use digital payment tools, suggesting a more nuanced relationship than initially proposed.

Chart 4

Combined effect of variables on the decision to not have a card or payment account

(standardised "marginal effects" of population in each group)



Source: ECB (SPACE 2022 survey).

Notes: The chart shows simplified results of the marginal effects from a probit regression, showing which factors are linked to decreased ownership of digital payment tools. The vertical zero dotted line serves as a reference point; red confidence bars that do not cross this line indicate a statistically significant effect. The estimates are relative: for instance, the negative direction for the privacy factor suggests that it is valued less by this group compared with the general population, not that they do not value privacy at all. The results for categorical and continuous variables have been standardised, making it possible to directly compare the magnitude of the impact of all variables on the likelihood of not having common digital payment tools. The estimates suggest that while the marginal effects are noticeable, they are not overwhelmingly large, which may indicate that other unaccounted factors could also be influential in determining ownership of digital payment tools. Additionally, these estimates do not confirm whether any single factor directly causes lack of ownership. This is important because of potential issues like reverse causation (it is unclear whether A causes B or B causes A) or where outside factors not considered could affect the results. The regression was calculated with a sample size of 37,262 individuals, using robust standard errors and country fixed effects.

Cash habits and lack of digital payment tools: economic necessity or personal choice?

Personal choice, together with the diversity of individual situations, may be more important than external constraints to explain cash usage and having digital payment tools in the euro area. As shown in Chart 2, the prominent use of cash in the euro area by individuals both with and without digital payment tools implies that the preference for cash extends beyond mere availability and could represent a deliberate choice in many cases. Yet, questions remain about not having digital payment tools like cards or accounts, where factors like habit stickiness, personal barriers and external constraints may play a role, as shown in Chart 4. For example, while personal constraints like financial and digital literacy or lower income certainly influence these decisions for some people, they alone do not capture the diverse reasons among different demographic groups. And unlike global trends, where distance from financial institutions and service costs are key barriers, these issues might be less influential in the euro area's advanced financial system.⁵⁶ Indeed, our analysis below points to the limited influence of two external factors

⁵⁶ Globally, "lack of money", "financial services are too expensive" and "financial services being too far" are the three most cited reasons for not having a bank account. See Demirgûç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D. and Ansar, S., "The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19", The World Bank Group, 2021.

(physical banking presence and the reported changes in behavioural patterns after the pandemic), hinting that personal choice is of greater importance.⁵⁷

Physical banking presence is not significantly different for people lacking cards or accounts compared with the rest of the population, indicating that they do not seem to face a stronger supply-side barrier. Survey data provide a good proxy for physical banking presence, capturing whether people find it easy or difficult to reach a bank branch or an ATM to withdraw cash.⁵⁸ As shown in Chart 4 above, physical banking presence has no statistical effect on the decision not to have a card or account. This suggests that in the euro area, unlike less well developed regions (Box 1), the distance from bank branches has little impact, indicating a stronger role for personal preference and personal constraints.⁵⁹ This idea is further reinforced as illustrated in Chart 5, panel a) below, where a small, statistically insignificant difference is observed between the two groups. Additionally, no average difference emerges when analysing the population coverage of branch and ATM networks in the regions where individuals reside.^{60,61}

⁵⁷ Another important external factor not directly considered in the text is the degree of merchant acceptance of cash and cards. In terms of averages, there are no large differences between the two groups (cash acceptance is at 97% for the less digitalised group and 96% for the rest of the population, and for card acceptance the figures are 82% and 84% respectively). However, when these variables are included in a regression like the one shown Chart 4, higher card acceptance seems to slightly reduce the likelihood of not having at least one digital payment tool, while cash acceptance has no effect statistically.

⁵⁸ Despite the rise of online services, banks' physical outlets are still an important mechanism for consumers to adopt digital means of payment.

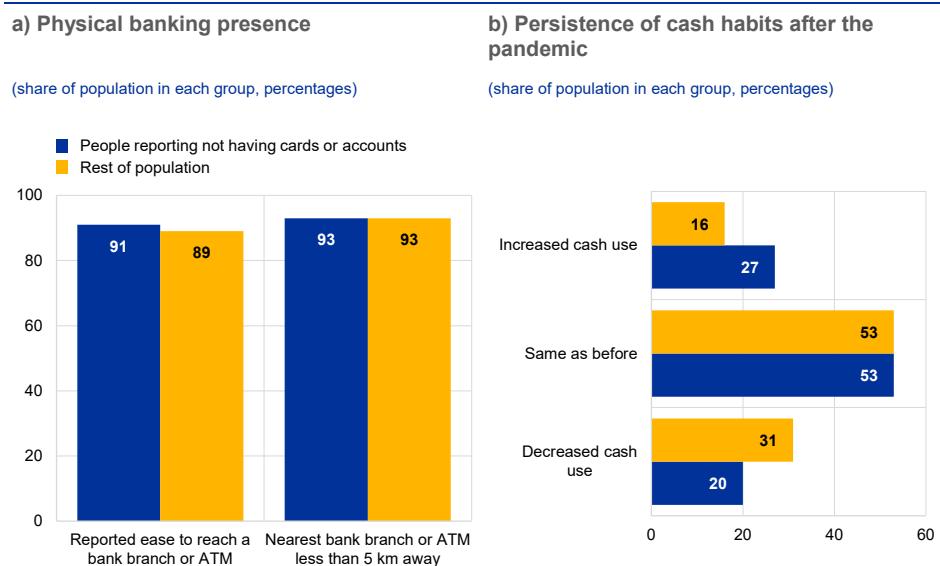
⁵⁹ However, nuances emerge when examining the intensity of use and adaptation strategies to the monetary costs associated with cash access. The less digitalised group tends to use the cash infrastructure more frequently and exhibits a pronounced tendency to avoid transaction fees associated with cash withdrawals (as seen in the last factor of Chart 4, "Never pays ATM fees"). This behaviour implies an adaptation to avoid direct monetary costs yet it potentially incurs other, less visible, expenses, such as the cost of travelling to access cash, the time spent travelling to access cash and the effort required to adapt to varying cash access points.

⁶⁰ The regions are defined at the NUTS 2 level, for a total of 111 regions in the 17 countries considered. A description of this coverage indicator used for these regions is the average share of the population with bank branch or an ATM within 5 km of their residence as the crow flies. The Eurosystem calculates these and more sophisticated metrics to monitor access to cash; see the article entitled "[Guaranteeing freedom of payment choice: access to cash in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022. Other more refined metrics, such as 1 and 2 km coverage, mean distance or ATM density, all show similar results.

⁶¹ These insights are, however, a snapshot of the current situation and cannot be interpreted causally. In the face of an external shock to supply, reduced access to cash could increase the likelihood of people adopting digital payment tools. We were able to isolate this causal effect using the instrumental variable approach and exploiting the pandemic as a natural experiment. In particular, a random subset of individuals experiencing limited cash access during the pandemic was more likely to shift perceptions of physical banking presence, which in turn nudged some towards adopting digital payments more often. This shows that, while the less digitalised group perceives as much physical banking presence as the rest of the population as shown in the main text, a supply restriction from the retail banking sector (particularly on access to cash) could force some individuals to adopt debit or credit cards and payment accounts more often.

Chart 5

Physical banking presence and persistence of cash habits: two factors with little influence on belonging to the less digitalised group



Source: ECB (SPACE 2022 survey) and Eurosystem data on population coverage of bank branches and ATMs.

Notes: Panel a) shows (i) the share of the population that report finding it easy to reach a bank branch or an ATM when they need to withdraw cash, and (ii) the share of the population living in a region with a bank branch or ATM located within 5 km of their home on average. By contrast, panel b) shows the share of individuals that have increased, maintained or decreased their cash usage compared with just before the pandemic.

Half of less digitalised individuals report continuing to use cash as much as before the pandemic, with almost a third even increasing their usage, indicating a significant persistence of cash habits. The pandemic was a significant disruptor of financial habits and provided a unique opportunity to observe how individuals change behaviour when conditions change. Typically, behaviour changes from within – gradually and subtly, driven by personal preferences, like starting to use new payment tools in certain circumstances for the sake of convenience. However, external (or exogenous) shocks like the pandemic often precipitate abrupt shifts in behaviour, offering a clear window to understand the stickiness of certain habits. Chart 5, panel b) shows that not only half of the less digitalised group maintained their usage of cash in physical payments, but almost a third of the group increased such usage.⁶² This finding contrasts with the rest of the population, where only about 16% reported increased use of cash, indicating that the less digitalised group's behaviour is notably distinct. The persistence of cash usage among some individuals, even in the face of external shocks, underscores the

⁶² Recent literature highlights that despite the growth of e-commerce, physical stores are set to remain relevant in the future. Physical stores are adapting to offer unique sensory experiences not replicable online and increasingly embrace omnichannel trends, where physical stores expand online and online outlets establish a physical presence. This trend, seen especially in smaller stores and areas with significant customer footfall, positions bricks-and-mortar stores as hubs for customer engagement and experiential retail. The diversity of consumer preferences, as documented in our article, might be a reason why online and offline shopping options (and hence physical payments) will retain relevance in the future. See von Briel, F., "The future of omnichannel retail: A four-stage Delphi study", *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 132, 2018, pp. 217-229, and Reinartz, W., Wiegand, N. and Imschloss, M., "The impact of digital transformation on the retailing value chain", *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 36, No 3, 2019, pp. 350-366.

resilience of cash habits and casts doubt on preconceived notions about the inevitability of a universal digital transition.

Box 1

Unbanked beyond the euro area: do digital ownership patterns differ abroad?

Andrea Marini, Alejandro Zamora-Pérez and Elisabeth Beckmann

How does the use of euro cash as a foreign currency differ between banked and unbanked individuals outside the euro area? So far, our main analysis has focused on factors influencing the likelihood of people being less digitalised in banking terms in the euro area. But it is important to assess if these results also hold in economies with different financial market conditions. The [OeNB Euro Survey](#) conducted by the Oesterreichische Nationalbank collects information on cash holding and saving behaviour for a group of countries in central, eastern and south-eastern Europe (CESEE).^{63,64} This makes it possible to assess differences in patterns between the euro area and the CESEE region and facilitates the study of the determinants of the decision to hold a bank account, along similar lines to the main analysis.

The findings for the CESEE region reveal two key differences from the euro area: bank account holders are more likely to hold euro cash, and there is a notable disparity in perceptions of banking access between banked and unbanked individuals. Specifically, 30.2% of individuals with bank accounts also hold euro cash reserves, while only 10.4% of people without bank accounts do so. This suggests that banked individuals may view euro cash as a stable savings option or a safeguard against local currency fluctuations, or they may simply have easier access to it. Furthermore, banked individuals tend to have connections abroad, possibly as a result of receiving remittances, working temporarily in the euro area or travelling on holiday. There is a marked difference from the euro area regarding physical banking presence or proximity to banking services, with 47% of unbanked individuals reporting that it takes a long time to reach the nearest bank branch compared with 36% of those with bank accounts.

A statistical analysis similar to the one shown in Chart 4 confirms that the two previous findings affect the likelihood of an individual holding an account and reveals further determinants of the probability of being unbanked in these countries. Sociodemographic factors like higher income, higher education and older age are linked to holding a bank account, similar to trends observed in the euro area. Additionally, confidence in financial institutions plays an important role: a belief in the safety of bank deposits and trust in the national central bank increase the likelihood of someone holding an account.

⁶³ For more on motivations to hold cash in CESEE countries, see Stix, H., “[Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions and dollarization](#)”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No 11, 2013, pp. 4087-4106. For more on motivations to hold euro cash in CESEE, see Backé, P. and Beckmann, E., “[Euro adoption in CESEE: How do financial literacy and trust in institutions affect people's attitudes](#)”, *OeNB Focus on European Economic Integration*, Q1, 2022.

⁶⁴ The sample covers six EU Member States (Bulgaria, the Czech Republic, Croatia, Hungary, Poland and Romania) and four non-EU countries (Albania, Bosnia and Herzegovina, North Macedonia and Serbia). The data used refer to 2021, before Croatia joined the euro area, and reported results are consistent with previous years.

4 Acknowledging diversity: ensuring access to cash in an increasingly digital economy

Based on the findings set out above, we see a nuanced picture of cash use and digital payment tool ownership in the euro area, casting doubt on the idea of a binary digital divide in payments. First, the prevalence of cash usage – observed in both the less digitalised group and the rest of the population – highlights the continued relevance of cash in an increasingly digital economy, although it has suffered a relative decline in use in transactions. Second, the demographic profile of those not having a digital payment tool is very diverse, indicating a broad and varied – rather than a small, homogeneous, marginalised – group. Third, the seemingly limited role of perceived physical banking presence in influencing ownership of cards or accounts points to there being a complex range of issues behind decision-making. This complexity is further illustrated by the persistence of cash habits by a significant share of the population, even after the pandemic.

These insights collectively underscore the multifaceted nature of financial and payments behaviour in the euro area. This understanding makes it necessary to acknowledge the importance of choice and personal circumstances in financial and payment decisions, as well as the crucial role of maintaining access to cash alongside digital options.

This is why, in this fast-evolving and diverse digital landscape, the Eurosystem's role is to support and respect the diverse payment preferences across the euro area. This approach acknowledges the value of choice in financial transactions, where cash continues to play a significant role for a considerable portion of the population. The Eurosystem's cash strategy involves regular assessments of cash services and infrastructure to identify areas where access might be diminishing.⁶⁵ This includes monitoring the distribution and availability of bank branches and ATMs and identifying remote or underserved areas. Despite this not being a factor that differentiates the less digitalised group from the rest of the population, access to cash is an important aspect that may affect payment choices and have major consequences for consumers.⁶⁶ By ensuring that cash remains easily accessible, the Eurosystem aims to provide a safety net that respects and supports those who, by choice or circumstance, opt for cash as a payment option.

These efforts are about maintaining a balanced financial ecosystem where all preferences are catered for rather than compensating for a lack of digital adaptation. While encouraging and facilitating digital innovation in payments, the Eurosystem remains equally committed to ensuring that cash continues to be a viable, efficient and secure payment option.⁶⁷ This dual approach reflects an understanding that a healthy financial ecosystem is one where digital progress and cash coexist, both serving the needs of society. This balanced perspective is crucial

⁶⁵ See European Central Bank, “[The Eurosystem cash strategy](#)”.

⁶⁶ See footnote [Napaka! Zaznaměk ni definiran..](#)

⁶⁷ See the article entitled “[The Eurosystem policy response to developments in retail payments](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024. Exploring options for introducing a digital euro is part of this broader strategy, aimed at enhancing consumer choice in a changing payments environment and complementing rather than substituting cash. See European Central Bank, “[Digital euro](#)”.

at a time when financial behaviours are diverse and evolving, ensuring that all preferences are respected and supported as the euro area economies navigate a complex and uneven digitalisation process.

5 Conclusion

While the term “divide” in the ownership of digital payment tools suggests a stark separation, our analysis reveals a more nuanced reality in the euro area where cash remains integral alongside digital options. Many individuals with and without digital payment tools frequently use cash, indicating that the division is not as clear-cut as is often implied. Though some people may struggle digitally, it would be a fallacy to believe that because some less digitalised groups are reliant on cash, then all cash users are necessarily less digitalised. This misconception is challenged by the diverse sociodemographic profiles within the approximately 20% of the population enjoying limited access to at least one common digital payment tool, challenging preconceived notions about their uniformity. The persistence of cash habits, even amid external shocks like the pandemic, and the seemingly little influence of perceived physical banking presence on having digital payment tools illustrate the complexity of financial behaviours. Against this backdrop, the Eurosystem is committed not only to preserving cash in recognition of these varied circumstances but also to enhancing the payment ecosystem. This includes exploring options for a digital euro. This approach aims to bolster resilience and diversity in the financial landscape, ensuring that all payment preferences are taken into consideration in the euro area.

Statistics

Contents

1 External environment	S 2
2 Economic activity	S 3
3 Prices and costs	S 9
4 Financial market developments	S 13
5 Financing conditions and credit developments	S 18
6 Fiscal developments	S 23

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

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
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2023	.	2,6	.	1,9	.	.	.	.	4,1	7,4	3,3	0,3	5,4
2023 Q1	1,0	0,6	0,2	1,1	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
Q2	0,6	0,5	0,0	1,0	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
Q3	0,7	1,2	-0,1	-0,8	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
Q4	.	0,8	-0,3	-0,1	.	0,0	.	.	3,2	4,2	2,9	-0,1	2,7
2023 Sep.	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Oct.	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	5,4	6,3	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
Dec.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	4,0	.	.	2,8
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	2,6

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
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8	.	.	
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,2	1,0	.	.	
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,5	-3,8	-1,0	.	.	
2023 Q1	51,7	49,7	51,3	51,6	53,3	52,0	50,1	52,2	48,3	-1,3	-1,3	-1,2	.	.	
Q2	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	51,1	54,9	48,3	-0,3	-1,4	0,8	.	.	
Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	50,3	51,8	48,1	-0,7	-0,7	-0,7	.	.	
Q4	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	50,2	51,3	48,8	1,4	1,3	1,6	.	.	
2023 Sep.	51,0	50,2	48,5	52,1	50,9	47,2	49,8	50,7	47,6	-0,7	-0,7	-0,7	.	.	
Oct.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	48,9	50,4	47,5	0,5	0,4	0,5	.	.	
Nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	49,9	50,6	48,1	0,9	1,1	0,6	.	.	
Dec.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,4	1,3	1,6	.	.	
2024 Jan.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	.	.	.	.	.
Feb.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,4	.	.	.	.	.

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 Economic activity

2.1 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)												
2020	11.517,2	11.106,0	5.951,3	2.579,7	2.534,3	1.236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5.222,9	4.811,7
2021	12.474,8	11.979,4	6.352,2	2.737,4	2.728,4	1.390,3	761,3	570,3	161,4	495,5	6.171,6	5.676,2
2022	13.491,9	13.248,2	7.062,9	2.899,2	3.019,6	1.561,8	847,0	603,8	266,4	243,7	7.436,2	7.192,5
2022 Q4	3.457,8	3.383,6	1.828,1	742,7	774,7	398,4	219,0	155,6	38,1	74,2	1.912,7	1.838,5
2023 Q1	3.526,3	3.393,6	1.854,0	738,6	783,5	405,1	223,5	153,1	17,5	132,7	1.894,7	1.762,0
Q2	3.570,5	3.435,1	1.871,4	752,0	787,9	404,2	226,3	155,6	23,7	135,4	1.858,5	1.723,1
Q3	3.592,2	3.457,0	1.894,7	761,0	794,4	406,3	228,9	157,3	6,9	135,2	1.829,1	1.693,9
as a percentage of GDP												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q1	0,1	-0,6	0,1	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,4	-1,7
Q2	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,9	0,2	1,4	-	-	-1,1	0,0
Q3	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	-0,4	0,4	0,5	-	-	-1,2	-1,2
Q4	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
annual percentage changes												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2023 Q1	1,3	0,6	1,4	-0,2	1,8	-1,0	5,7	3,5	-	-	2,5	1,4
Q2	0,6	0,7	0,6	0,2	1,1	-1,3	4,7	2,4	-	-	-0,6	-0,4
Q3	0,0	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	1,8	-0,4	-	-	-	-3,0	-4,0
Q4	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
Q2	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
Q4	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2023 Q1	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,6	-	-
Q2	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
Q3	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-
Q4	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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.

2 Economic activity

2.2 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)												
2020	10.378,7	175,2	2.009,2	549,4	1.807,3	546,9	486,6	1.210,9	1.203,5	2.066,4	323,2	1.138,5
2021	11.191,7	186,6	2.220,1	594,6	2.021,5	598,5	515,1	1.247,2	1.297,7	2.173,0	337,6	1.283,1
2022	12.152,7	213,1	2.456,6	655,3	2.330,1	633,2	523,6	1.304,0	1.396,7	2.269,7	370,4	1.339,2
2022 Q4	3.134,3	55,8	639,1	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 Q1	3.197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,3	344,5	364,1	581,2	96,7	328,6
Q2	3.232,5	54,4	662,9	179,1	610,7	168,4	149,2	349,1	370,9	589,5	98,2	338,0
Q3	3.245,1	55,0	652,8	180,7	612,2	169,9	151,7	352,6	373,2	597,6	99,5	347,1
as a percentage of value added												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2022 Q4	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 Q1	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
Q2	0,0	0,0	-0,4	-0,8	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
Q3	-0,1	-1,0	-1,0	-0,1	0,0	1,0	0,3	0,1	0,0	0,2	1,6	-0,7
annual percentage changes												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,7	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 Q4	2,2	-3,1	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 Q1	1,7	0,3	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,3	1,9	1,8	1,7	6,7	-2,5
Q2	0,7	0,9	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,7	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
Q3	0,1	0,1	-2,8	0,7	-0,5	3,5	0,9	1,1	0,9	0,8	2,9	-0,4
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2022 Q4	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 Q1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 Q4	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 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														
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6	
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5	
2023	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
annual percentage changes														
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9	
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4	
2023	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1	
Q2	1,4	1,4	1,4	-2,4	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3	
Q3	1,3	1,2	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,1	2,4	1,3	1,7	1,4	1,2	-0,1	
Q4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked														
as a percentage of total hours worked														
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7	
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8	
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9	
annual percentage changes														
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7	
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5	
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,7	5,8	
2022 Q4	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,7	2,8	1,0	2,6	
2023 Q1	1,9	2,2	0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	4,3	1,3	1,9	2,3	1,2	2,1	
Q2	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0	
Q3	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,8	1,3	2,0	1,6	1,4	0,9	
Hours worked per person employed														
annual percentage changes														
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0	
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6	
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3	
2022 Q4	0,6	0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7	
2023 Q1	0,3	0,5	-0,8	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,0	
Q2	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,7	
Q3	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	1,0	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 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		51,2		48,8				
2021	165,020	3,4	12,790	7,8	3,2	10,305	6,9	2,485	16,9	6,517	7,4	6,273	8,1	2,4	
2022	167,789	3,1	11,339	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,686	6,4	5,653	7,2	3,1	
2023				6,5			5,7		14,4			6,2		6,9	
2023 Q1	169,462	3,0	11,132	6,6	2,5	8,929	5,8	2,203	13,9	5,596	6,2	5,536	7,0	3,1	
Q2	169,827	3,0	11,033	6,5	2,3	8,765	5,7	2,268	14,3	5,567	6,2	5,466	6,9	3,0	
Q3	169,965	2,9	11,167	6,6	2,3	8,851	5,7	2,316	14,6	5,634	6,2	5,533	6,9	2,9	
Q4				6,5			5,7		14,7		6,2		6,9		2,7
2023 Aug.	-	-	11,055	6,5	-	8,727	5,7	2,328	14,6	5,602	6,2	5,452	6,8	-	
Sep.	-	-	11,126	6,5	-	8,783	5,7	2,343	14,7	5,620	6,2	5,505	6,9	-	
Oct.	-	-	11,155	6,5	-	8,763	5,7	2,392	15,0	5,620	6,2	5,534	6,9	-	
Nov.	-	-	11,097	6,5	-	8,782	5,7	2,315	14,6	5,625	6,2	5,472	6,8	-	
Dec.	-	-	11,043	6,5	-	8,723	5,6	2,319	14,5	5,565	6,1	5,477	6,8	-	
2024 Jan.	-	-	11,009	6,4	-	8,694	5,6	2,315	14,5	5,534	6,1	5,475	6,8	-	

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).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production 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			
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10			
% 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														
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9	
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,4	10,0	-4,3	
2023	-2,4	-2,1	-5,2	0,3	-1,9	-4,9	0,1	-1,7	-2,9	-0,5	-2,4		14,5	
2023 Q1	0,3	1,1	-5,1	5,1	4,0	-6,2	0,3	-2,6	-5,4	-0,9	2,7	4,7	18,3	
Q2	-1,2	-0,6	-6,0	5,4	-1,9	-7,4	0,1	-1,9	-3,3	-0,6	-1,4	3,5	22,6	
Q3	-4,8	-4,6	-5,0	-5,6	-3,2	-5,9	0,5	-1,8	-1,8	-0,7	-5,2	2,8	15,4	
Q4	-3,9	-4,2	-4,4	-3,1	-6,1	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	0,3	-5,2		4,2	
2023 Aug.	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,1	-1,7	-2,4	0,1	-7,3	2,8	18,3	
Sep.	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,8	-0,8	-3,4	-6,6	2,2	12,2	
Oct.	-6,7	-7,1	-4,1	-9,8	-7,2	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,7	7,8	
Nov.	-5,4	-6,1	-5,4	-6,7	-6,8	1,8	-1,9	-0,4	-0,7	0,5	-3,3	1,1	5,3	
Dec.	1,2	1,5	-3,6	9,4	-4,0	-1,7	1,9	-0,8	-1,0	0,1	-6,2		-0,3	
2024 Jan.													7,1	

month-on-month percentage changes (s.a.)														
2023 Aug.	0,6	0,2	-0,3	0,5	0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-2,4	0,2	4,6	
Sep.	-1,0	-0,5	-0,4	0,2	-1,1	-1,4	0,4	-0,1	1,0	-1,1	0,6	-0,4	-0,3	
Oct.	-0,7	-0,7	-0,7	-1,4	-1,2	0,6	-0,5	0,4	-0,9	1,1	0,1	-0,3	-2,3	
Nov.	0,4	0,6	-0,7	0,8	1,1	1,7	-0,4	0,3	-0,1	0,3	1,8	-0,4	0,7	
Dec.	2,6	7,6	-1,2	20,5	1,2	0,3	0,8	-1,1	-1,6	-1,0	-0,5		-1,1	

2024 Jan. Sources: Eurostat, ECB calculations and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 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	
1999-20	99,9	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2021	111,2	9,6	81,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,8	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	102,1	5,0	82,1	-21,9	5,2	-3,5	9,2	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2023	96,4	-5,6	80,3	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,2	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q1	99,2	0,3	81,4	-19,6	1,5	-0,9	8,3	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	97,1	-4,8	80,7	-17,0	-0,5	-3,8	7,3	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	94,2	-8,9	79,9	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,8	-9,0	79,4	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	89,9	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 Sep.	93,9	-8,4	-	-17,7	-5,5	-5,4	4,8	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Oct.	93,9	-8,9	79,6	-17,9	-5,1	-7,2	5,2	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	94,2	-9,2	-	-17,0	-4,1	-6,9	5,4	-	44,2	44,6	48,7	47,6
Dec.	96,4	-9,0	-	-15,1	-3,6	-5,5	8,0	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	96,1	-9,3	79,2	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,7	46,6	46,6	48,4	47,9
Feb.	95,4	-9,5	-	-15,5	-5,4	-6,7	6,0	-	46,5	46,6	50,2	49,2

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

(current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

Saving rate (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes						Percentage of gross value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 Q4	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,9	1,9
2023 Q1	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,5	-0,3	1,3
Q2	13,9	89,3	1,3	2,0	1,4	3,1	2,3	48,3	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
Q3	14,1	88,1	0,4	1,8	0,9	2,3	0,9	47,9	24,2	68,1	1,5	-9,9	0,6

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 rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 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
2023 Q1	1.370,7	1.338,1	32,6	733,2	689,1	319,2	295,0	277,2	278,4	41,1	75,5	35,5	30,8
Q2	1.394,9	1.327,9	67,0	723,5	664,8	325,1	290,3	302,9	288,1	43,5	84,6	25,7	21,5
Q3	1.405,1	1.328,2	76,9	718,6	644,1	327,5	294,7	317,1	305,0	41,9	84,4	28,2	17,4
Q4	1.412,8	1.329,7	83,1	738,4	642,0	331,6	283,3	300,4	320,2	42,4	84,2	52,9	34,6
2023 July	467,5	439,1	28,4	238,7	216,1	109,5	97,0	105,4	97,6	13,8	28,4	7,1	7,0
Aug.	470,5	443,9	26,6	241,6	214,3	108,6	98,0	106,3	103,7	14,0	28,0	7,9	5,5
Sep.	467,1	445,2	21,9	238,2	213,7	109,4	99,7	105,3	103,7	14,1	28,1	13,2	4,9
Oct.	470,1	441,4	28,7	244,4	214,9	108,5	93,6	103,4	104,4	13,7	28,4	10,8	7,8
Nov.	472,5	450,1	22,5	245,9	213,8	112,9	95,7	99,8	113,1	13,8	27,5	9,2	5,6
Dec.	470,2	438,2	31,9	248,1	213,3	110,1	94,0	97,2	102,6	14,8	28,2	32,9	21,3
12-month cumulated transactions													
2023 Dec.	5.583,5	5.323,9	259,6	2.913,7	2.640,1	1.303,4	1.163,4	1.197,6	1.191,7	168,8	328,7	142,4	104,4
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2023 Dec.	39,5	37,6	1,8	20,6	18,7	9,2	8,2	8,5	8,4	1,2	2,3	1,0	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 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)														
2023 Q1	8,6	1,0	722,4	347,2	138,4	224,4	596,9	730,1	430,4	114,6	161,9	503,6	78,6	
Q2	-1,9	-13,8	708,3	331,9	143,9	216,8	588,8	706,2	411,0	113,4	164,8	502,1	74,1	
Q3	-5,4	-22,2	702,5	332,3	141,6	214,6	583,7	677,5	390,6	111,2	158,5	486,0	82,5	
Q4	-5,3	-17,3	705,3				584,4	666,1				468,8		
2023 July	-2,7	-18,1	232,9	109,5	46,3	71,4	193,0	228,7	131,7	37,8	54,0	165,4	26,6	
Aug.	-3,7	-24,4	236,0	110,8	49,0	72,0	197,0	224,4	128,8	36,7	53,0	161,1	27,3	
Sep.	-9,2	-23,9	233,7	112,0	46,2	71,2	193,7	224,4	130,1	36,7	51,5	159,5	28,6	
Oct.	-2,4	-16,3	234,6	111,4	47,2	70,4	195,4	223,5	129,0	35,6	52,5	158,5	29,5	
Nov.	-5,0	-16,9	236,3	111,4	48,3	71,5	196,7	221,3	127,4	34,6	51,8	155,1	26,6	
Dec.	-8,8	-18,7	234,3				192,3	221,3				155,2		
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2023 Q1	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,1	106,3	117,1	115,3	122,1	117,1	118,2	146,1	
Q2	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,2	115,7	105,6	116,2	115,4	123,2	119,1	119,8	159,8	
Q3	-3,9	-10,4	104,0	100,6	107,8	112,7	104,2	112,5	111,6	119,2	117,1	117,1	173,2	
2023 June	0,2	-7,0	105,0	101,1	108,0	115,1	105,6	112,5	112,4	117,1	116,1	116,4	164,7	
July	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,8	103,3	115,4	114,9	121,6	119,1	119,3	169,9	
Aug.	-1,8	-12,0	105,2	100,8	112,1	113,6	105,6	111,5	110,0	118,2	117,9	116,8	174,8	
Sep.	-8,2	-13,5	103,7	101,0	105,3	111,7	103,9	110,7	109,9	117,9	114,4	115,1	174,9	
Oct.	-1,0	-7,4	103,4	99,7	106,7	110,2	103,5	110,0	108,5	114,7	115,9	114,7	163,7	
Nov.	-3,5	-9,9	104,0	99,2	107,3	113,2	104,3	109,1	107,5	107,7	114,3	112,0	162,9	

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.

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

3 Prices and costs

3.1 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 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,3	3,1	1,7	-6,0	1,3	8,1	7,3
Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,7	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3
2023 Sep.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,2	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2
Oct.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,2	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6
Nov.	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,8	0,0	-2,2	-0,1	2,5	1,5
Dec.	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7
2024 Jan.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,5	0,2	1,2	0,4	3,0	1,9
Feb. ³⁾	124,4	2,6	3,1	.	3,9	0,4	0,3	-0,8	0,1	1,5	0,5	.	.
	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	21	22	23	24	25	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2023	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2	
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	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0	
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8	
Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1	
Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2	
Q4	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0	
2023 Sep.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1	
Oct.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1	
Nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0	
Dec.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8	
2024 Jan.	5,6	5,2	6,9	-0,2	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8	
Feb. ³⁾	4,0	4,5	2,2	.	1,6	-3,7	.	.	.	.	.	.

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.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

% of total in 2015	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															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13											
100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9														
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,1	3,3	1,8	30,6	5,8	8,1	0,5										
2022	134,4	34,4	16,9	14,3	20,2	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	12,0	7,1	0,6										
2023	130,3	-3,1	2,0	3,3	-0,7	5,0	8,2	8,4	5,5	-15,0	6,6	-	-										
2023 Q1	136,5	10,9	9,0	9,7	8,7	7,1	14,1	17,4	8,5	11,4	10,7	0,4	-4,9										
Q2	128,8	-1,3	0,9	3,5	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-12,2	7,5	-1,5	-9,9										
Q3	127,8	-10,3	-0,3	0,9	-4,4	4,3	6,4	5,5	4,5	-27,9	4,8	-2,1	-										
Q4	127,9	-9,7	-1,2	-0,4	-5,1	3,2	3,6	2,2	2,7	-25,2	3,7	-	-										
2023 Aug.	127,8	-11,1	0,0	0,9	-4,5	4,3	6,4	5,5	4,5	-29,3	-	-	-										
Sep.	128,5	-12,2	0,0	0,3	-4,7	4,0	5,4	4,3	3,9	-30,6	-	-	-										
Oct.	128,7	-9,5	-1,4	-0,3	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,5	-	-	-										
Nov.	128,1	-9,0	-1,4	-0,5	-5,1	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,8	-	-	-										
Dec.	127,0	-10,7	-0,8	-0,5	-4,8	2,8	3,2	1,7	2,3	-27,3	-	-	-										
2024 Jan.	125,9	-8,6	-1,9	-1,5	-5,8	2,1	-	-	-	-21,3	-	-	-										

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).

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

% of total	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 consump- tion	Govem- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food	
	1	2	3	4	5	6	7	8		9	10	11	12	13	15	
										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0	
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9	
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3	
2023 Q1	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6	
Q2	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8	
Q3	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5	
Q4	-	-	-	-	-	-	-	-	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6	
2023 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,1	-14,0	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4	
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,7	
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8	
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2	
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,8	-1,8	-9,6	-6,6	-3,8	-9,7	
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,2	-9,1	

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.

3 Prices and costs

3.4 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
1999-20	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q1	23,8	43,3	26,0	27,3	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,2	29,8	17,9	11,9	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,6	22,1	15,3	6,6	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
Q4	3,6	18,8	17,6	9,7	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 Sep.	4,4	20,7	14,6	7,3	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Oct.	4,0	19,7	15,9	8,0	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	3,4	18,3	18,0	9,3	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dec.	3,5	18,4	18,9	11,8	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	4,4	18,6	20,2	10,2	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Feb.	3,8	16,5	17,5	4,4	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 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 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2023	.	.	.	.	.	.	4,5
2023 Q1	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,3
Q2	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
Q3	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7
Q4	.	.	.	.	.	.	4,5

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).

3 Prices and costs

3.6 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	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 Q4	116,5	4,7	7,8	3,0	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 Q1	118,9	5,9	4,2	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,7	7,2	3,6	0,0
Q2	119,6	6,3	2,7	7,4	6,4	7,9	4,7	4,8	5,7	6,9	4,9	3,1
Q3	121,6	6,7	4,3	9,7	5,7	8,0	4,3	4,7	4,2	6,8	4,9	3,3
Compensation per employee												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 Q4	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 Q1	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	5,0	4,9	4,0	7,0	4,2	5,5
Q2	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,6	4,3	4,1	6,2	5,0	6,1
Q3	123,4	5,3	5,5	5,8	5,3	5,2	5,4	4,3	3,5	6,3	4,5	6,4
Labour productivity per person employed												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,4	10,3
2022 Q4	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 Q1	101,8	-0,4	1,7	-1,3	-0,9	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
Q2	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,5	-1,5	-0,6	0,1	2,9
Q3	101,5	-1,3	1,2	-3,6	-0,4	-2,6	1,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	3,0
Compensation per hour worked												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 Q4	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 Q1	122,1	4,9	4,7	5,3	4,5	5,6	5,2	4,9	4,4	6,3	4,0	4,5
Q2	122,7	5,3	6,4	4,9	5,1	6,2	5,5	4,2	4,7	6,0	4,5	4,9
Q3	124,6	5,2	5,1	5,7	5,1	5,5	5,5	4,6	4,7	6,1	4,4	5,0
Hourly labour productivity												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 Q4	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,8	-2,0	0,2	1,1	4,7
2023 Q1	103,8	-0,6	1,3	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,0	0,0	-0,5	0,4	4,5
Q2	103,6	-0,9	3,7	-2,3	-1,3	-1,5	0,8	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3	2,2
Q3	103,6	-1,3	1,4	-3,4	-0,7	-2,2	1,7	-0,3	-0,9	-0,7	-0,6	2,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€ESTR) 1	1-month deposits (EURIBOR) 2	3-month deposits (EURIBOR) 3	6-month deposits (EURIBOR) 4	12-month deposits (EURIBOR) 5	Secured overnight financing rate (SOFR) 6	Tokyo overnight average rate (TONAR) 7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Sep.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
Oct.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dec.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 Jan.	3,90	3,87	3,92	3,89	3,61	5,32	-0,01
Feb.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 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	
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	
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76	
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64	
2023 Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77	
Sep.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17	
Oct.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19	
Nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88	
Dec.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64	
2024 Jan.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76	
Feb.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79	

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 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
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2023 Aug.	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4
Sep.	447,3	4.227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4.409,1	32.725,6
Oct.	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
Nov.	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3
Dec.	472,0	4.508,6	1.019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4.688,4	33.118,0
2024 Jan.	471,8	4.505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4.804,5	35.451,8
Feb.	489,4	4.758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1.085,4	353,4	283,8	747,9	5.012,0	37.785,2

Source: LSEG.

4 Financial market developments

4.4 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⁾	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					
2023 Feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,14	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24				
Mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,14	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37				
Apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,29	8,06	7,43	8,11	4,91	4,12	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48				
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58				
June	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,11	4,39	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70				
July	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,54	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76				
Aug.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85				
Sep.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,77	16,54	8,47	7,83	8,55	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,25	3,89				
Oct.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91				
Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,97	16,66	7,27	7,90	8,54	5,56	4,88	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01				
Dec.	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,78	7,54	7,71	8,43	5,38	4,86	4,23	3,81	3,63	4,33	3,97				
2024 Jan. ^(p)	0,38	1,67	3,20	3,15	8,15	16,79	7,99	8,02	8,72	5,39	4,80	4,10	3,67	3,52	4,15	3,87				

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).

4.5 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							
				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				
2023 Feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,10	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86			
Mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22			
Apr.	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39			
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57			
June	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78			
July	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94			
Aug.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,46	5,64	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99			
Sep.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09			
Oct.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27			
Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,70	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23			
Dec.	0,83	3,71	4,08	5,57	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,25			
2024 Jan. ^(p)	0,89	3,69	3,32	5,37	5,80	5,69	5,65	5,45	5,22	4,43	5,15	5,00	4,18	5,22			

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.

4 Financial market developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations					Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2021	1.406,9	427,2	127,1	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,4	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.372,8	467,6	143,6	51,9	94,6	667,0	621,7	481,0	182,6	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1.504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	499,1	211,3	111,7	37,9	48,8	127,4	103,9
2023 Aug.	1.513,7	593,1	141,1	51,5	99,1	680,4	647,9	518,7	230,3	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3
Sep.	1.532,6	591,9	137,4	50,7	92,1	711,3	676,2	522,4	214,0	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
Oct.	1.519,9	577,3	138,2	49,5	95,1	709,2	671,7	486,9	197,9	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
Nov.	1.529,9	590,8	134,7	48,3	95,7	708,7	667,8	479,4	187,6	120,7	40,8	45,0	126,2	100,2
Dec.	1.504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	329,6	144,0	79,4	35,8	32,2	74,0	60,6
2024 Jan.	1.497,0	604,9	131,9	45,3	86,0	674,2	641,6	520,1	211,8	121,5	37,7	43,7	143,0	121,1
Long-term														
2021	19.917,7	4.181,3	3.374,5	1.341,1	1.599,0	10.762,9	9.941,9	316,3	67,9	83,5	33,6	23,1	141,8	128,3
2022	17.896,7	3.971,9	3.257,9	1.339,0	1.395,8	9.271,0	8.559,2	298,8	78,5	73,1	29,5	16,6	130,6	121,2
2023	19.562,9	4.497,3	3.458,4	1.347,4	1.504,1	10.103,0	9.362,8	326,7	95,9	71,6	24,5	20,6	138,6	130,1
2023 Aug.	18.814,4	4.307,2	3.367,4	1.367,8	1.427,7	9.712,0	8.989,6	206,0	52,3	47,9	12,4	8,4	97,4	93,9
Sep.	18.670,1	4.294,9	3.401,0	1.372,7	1.429,9	9.544,4	8.830,7	350,1	91,2	91,8	21,4	29,3	137,8	127,8
Oct.	18.712,2	4.341,6	3.402,3	1.374,4	1.430,8	9.537,4	8.825,0	336,1	93,4	70,7	22,0	14,4	157,6	151,4
Nov.	19.081,1	4.412,2	3.417,1	1.345,7	1.463,9	9.787,9	9.066,6	303,9	84,1	88,5	21,0	25,2	106,1	101,2
Dec.	19.562,9	4.497,3	3.458,4	1.347,4	1.504,1	10.103,0	9.362,8	215,4	69,3	59,6	16,9	17,3	69,1	67,6
2024 Jan.	19.671,5	4.577,5	3.503,4	1.351,7	1.502,9	10.087,7	9.340,0	466,9	162,9	95,8	28,9	22,5	185,7	165,0

Source: ECB.

1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares (EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government	Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations			
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Outstanding amount														
2021	21.324,6	4.608,5	3.501,6	1.391,2	1.686,9	11.527,6	10.616,8	10.366,1	600,0	1.544,3	8.220,9			
2022	19.269,5	4.439,5	3.401,5	1.391,0	1.490,5	9.938,0	9.180,9	8.711,0	524,9	1.351,1	6.834,3			
2023	21.067,6	5.085,7	3.590,1	1.398,2	1.589,9	10.801,8	10.021,8	9.696,2	621,5	1.476,0	7.598,2			
2023 Aug.	20.328,1	4.900,4	3.508,5	1.419,3	1.526,8	10.392,4	9.637,5	9.526,3	582,1	1.493,1	7.450,5			
Sep.	20.202,7	4.886,8	3.538,3	1.423,4	1.522,0	10.255,7	9.506,9	9.159,1	576,0	1.424,2	7.158,4			
Oct.	20.232,0	4.918,9	3.540,6	1.423,9	1.526,0	10.246,6	9.496,7	8.780,2	558,5	1.367,2	6.854,0			
Nov.	20.611,0	5.003,0	3.551,8	1.394,0	1.559,6	10.496,6	9.734,4	9.397,5	611,1	1.462,0	7.323,9			
Dec.	21.067,6	5.085,7	3.590,1	1.398,2	1.589,9	10.801,8	10.021,8	9.696,2	621,5	1.476,0	7.598,2			
2024 Jan.	21.168,5	5.182,3	3.635,3	1.396,9	1.589,0	10.761,9	9.981,5	9.845,4	640,6	1.504,6	7.699,8			
Growth rate ¹⁾														
2023 June	5,3	10,2	4,3	4,1	0,9	4,3	5,1	-1,0	-2,4	1,6	-1,3			
July	6,1	12,1	4,1	2,8	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3			
Aug.	5,9	12,1	4,0	2,3	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2			
Sep.	6,4	11,0	5,1	4,5	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,8	-1,1			
Oct.	6,1	10,6	5,1	4,5	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,6	-1,5			
Nov.	5,5	10,0	3,8	0,9	2,1	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4			
Dec.	5,8	11,4	3,6	0,3	1,8	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,7	-1,6			
2024 Jan.	5,8	10,4	5,0	1,1	1,5	4,6	5,0	-1,4	-3,0	0,6	-1,7			

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2021	99,6	93,7	93,6	89,4	68,1	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,5	84,2	63,4	82,5	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	-	-	-	121,8	94,7
2023 Q1	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	85,1	119,4	93,4
Q2	98,2	93,8	98,0	88,0	64,8	85,6	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	98,8	88,8	66,1	87,2	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,1	-	-	-	123,0	95,1
2023 Sep.	98,5	94,6	98,6	-	-	-	123,0	95,5
Oct.	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
Nov.	98,7	94,6	98,4	-	-	-	123,4	95,3
Dec.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,8
2024 Jan.	98,4	94,3	98,1	-	-	-	123,6	95,1
Feb.	98,1	94,1	97,9	-	-	-	123,3	94,8
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Feb.	-0,3	-0,2	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Feb.	1,1	1,1	1,1	-	-	-	3,4	1,5

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the "Methodology" section of the ECB Data Portal.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Czech koruna 2	Danish krone 3	Hungarian forint 4	Japanese yen 5	Polish złoty 6	Pound sterling 7	Romanian leu 8	Swedish krona 9	Swiss franc 10	US Dollar 11
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
Q3	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
Q4	7,771	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2023 Sep.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
Oct.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Dec.	7,787	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 Jan.	7,820	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
Feb.	7,765	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2024 Feb.	-0,7	2,1	0,0	1,6	1,2	-0,9	-0,5	0,0	-0,3	1,0	-1,0
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2024 Feb.	6,0	6,4	0,1	0,8	13,3	-8,8	-3,5	1,3	0,7	-4,5	0,7

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 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
Outstanding amounts (international investment position)												
2022 Q4	31.081,0	30.811,8	269,2	12.269,1	10.087,5	11.099,7	12.824,9	18,4	6.579,6	7.899,5	1.114,2	15.838,2
2023 Q1	31.597,9	31.462,3	135,6	12.277,8	10.022,2	11.332,6	13.396,9	-9,4	6.863,4	8.043,2	1.133,5	16.089,2
Q2	31.742,7	31.558,7	184,1	12.170,2	9.895,0	11.711,0	13.708,1	-34,9	6.790,7	7.955,6	1.105,7	16.057,7
Q3	31.882,7	31.556,1	326,7	12.247,4	9.999,7	11.762,3	13.707,3	-57,7	6.816,7	7.849,1	1.114,1	16.042,7
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2023 Q3	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
Transactions												
2023 Q1	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
Q2	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
Q3	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
Q4	-123,0	-264,5	141,5	-105,0	-103,6	20,1	11,4	17,3	-61,8	-172,3	6,4	-
2023 July	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
Aug.	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
Sep.	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
Oct.	8,4	-12,7	21,1	-47,9	-64,2	-19,3	-7,4	17,1	54,8	58,9	3,7	-
Nov.	89,5	42,3	47,2	15,4	27,9	59,1	19,7	1,2	12,4	-5,3	1,5	-
Dec.	-220,9	-294,1	73,1	-72,4	-67,3	-19,7	-0,8	-0,9	-129,0	-226,0	1,2	-
12-month cumulated transactions												
2023 Dec.	389,6	58,5	331,1	-156,7	-207,9	375,5	421,6	24,4	158,9	-155,2	-12,5	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2023 Dec.	2,8	0,4	2,3	-1,1	-1,5	2,7	3,0	0,2	1,1	-1,1	-0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

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	9	10	
	1	2	3	4	5	6						
Outstanding amounts												
2021	1.470,4	9.822,6	11.292,9	918,8	2.504,9	3.423,7	14.716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15.504,8
2022	1.539,5	9.763,6	11.303,1	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.249,1	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,9
2023	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2023 Q1	1.542,2	9.456,6	10.998,7	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,4	102,6	676,7	91,5	870,7	16.051,1
Q2	1.535,3	9.179,2	10.714,5	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.097,4	114,4	695,9	83,7	894,0	15.991,4
Q3	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3
Q4	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2023 Aug.	1.534,1	9.009,3	10.543,4	1.993,8	2.485,1	4.478,9	15.022,3	122,0	699,5	83,6	905,1	15.927,4
Sep.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3
Oct.	1.536,1	8.869,0	10.405,1	2.169,7	2.453,3	4.622,9	15.028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15.971,3
Nov.	1.534,0	8.835,1	10.369,1	2.232,6	2.446,9	4.679,5	15.048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16.003,0
Dec.	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2024 Jan. ^(p)	1.533,0	8.733,0	10.265,9	2.360,6	2.446,8	4.807,4	15.073,3	182,7	750,0	86,8	1.019,5	16.092,8
Transactions												
2021	107,7	908,1	1.015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1.006,3
2022	69,2	-46,8	22,4	428,9	55,5	484,3	506,7	3,9	2,4	76,6	82,8	589,5
2023	-4,4	-954,4	-958,8	925,6	-100,0	825,6	-133,2	40,9	93,4	25,0	159,3	26,1
2023 Q1	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
Q2	-6,9	-275,8	-282,7	226,7	-30,2	196,5	-86,2	11,9	19,2	-5,5	25,6	-60,6
Q3	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,0	18,2	-8,7	25,5	-5,0
Q4	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,5	56,0	149,6
2023 Aug.	-0,4	-82,6	-83,0	75,9	-21,7	54,2	-28,8	-0,1	4,8	4,3	8,9	-19,9
Sep.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-7,9	15,4	58,6
Oct.	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5
Nov.	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2
Dec.	2,5	12,5	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8
2024 Jan. ^(p)	-3,0	-106,3	-109,3	48,1	-11,8	36,3	-73,0	-1,7	10,9	21,2	30,3	-42,6
Growth rates												
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,0	22,4	0,5
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Q4	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 Aug.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	160,2	20,3	-1,3
Sep.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Oct.	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0
Nov.	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9
Dec.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2024 Jan. ^(p)	-0,5	-9,9	-8,6	62,3	-4,3	19,8	-1,1	24,8	17,6	72,5	22,5	0,1

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

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													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.272,8	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.302,0	236,9	560,8
2023	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2023 Q1	3.332,6	2.595,7	595,6	132,6	8,6	8.377,5	5.433,2	566,2	2.377,1	0,9	1.227,4	230,5	572,9
Q2	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.364,2	5.311,8	701,6	2.349,9	0,8	1.185,3	229,1	564,9
Q3	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
Q4	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2023 Aug.	3.314,9	2.452,4	719,7	132,1	10,8	8.360,0	5.238,0	804,5	2.316,7	0,8	1.157,2	217,5	560,6
Sep.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
Oct.	3.326,5	2.413,8	768,5	131,4	12,9	8.346,7	5.150,1	909,6	2.286,3	0,7	1.205,6	210,4	547,0
Nov.	3.326,0	2.405,1	772,6	132,0	16,4	8.365,1	5.115,5	969,9	2.278,8	0,8	1.225,4	223,3	536,3
Dec.	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2024 Jan. ^(p)	3.327,8	2.384,5	803,7	128,4	11,2	8.436,5	5.080,7	1.071,7	2.283,1	1,1	1.210,7	221,8	526,2
Transactions													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,3	-89,7	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,4	8,2	14,0
2023	-28,8	-302,6	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,3	-0,6	-25,9
2023 Q1	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
Q2	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-10,7
Q3	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	0,6
Q4	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 Aug.	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-22,9	0,6	-4,2
Sep.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
Oct.	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
Nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
Dec.	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,3	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 Jan. ^(p)	-8,6	-40,8	35,2	-3,2	0,2	9,5	-31,8	49,6	-7,9	-0,3	-43,8	-13,2	-15,5
Growth rates													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,1
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
Q3	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Q4	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2023 Aug.	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,5
Sep.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Oct.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,1	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov.	-1,9	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,1	-4,3	-18,6	-8,4	-9,1	-5,1
Dec.	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2024 Jan. ^(p)	-1,0	-11,2	49,9	-3,1	58,3	0,3	-8,3	121,4	-4,3	39,2	-5,4	-4,8	-6,7

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 Financing conditions and credit developments

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									
Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
				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												
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	
2022	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,2	6.632,2	1.079,3	147,6	1.563,7	
2023	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	
2023 Q1	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,3	13.019,5	13.214,7	5.136,0	6.665,6	1.076,5	141,4	1.556,9	
Q2	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	
Q3	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	
Q4	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	
2023 Aug.	6.257,7	987,3	5.245,3	15.414,5	12.963,8	13.186,6	5.119,9	6.632,8	1.079,9	131,2	1.573,7	
Sep.	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	
Oct.	6.197,1	987,3	5.184,7	15.452,2	13.008,9	13.224,5	5.112,9	6.641,8	1.119,1	135,1	1.563,0	
Nov.	6.226,6	986,0	5.215,4	15.471,8	13.033,9	13.243,3	5.118,2	6.652,6	1.129,0	134,1	1.560,0	
Dec.	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	
2024 Jan. ^(p)	6.248,4	984,1	5.238,8	15.495,3	13.001,0	13.245,1	5.110,7	6.634,0	1.124,7	131,6	1.584,3	
Transactions												
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,5	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	
2023	-160,8	-16,6	-144,4	55,4	23,4	70,0	-5,5	6,3	30,7	-8,1	-13,8	
2023 Q1	-72,9	-17,4	-55,3	2,5	3,7	7,5	-2,1	14,9	-3,0	-5,9	-9,7	
Q2	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-0,9	-5,1	-28,6	0,8	1,0	17,6	
Q3	-18,4	1,6	-19,6	8,1	-0,1	-11,6	-8,4	1,6	12,1	-5,3	2,4	
Q4	5,6	7,8	-2,5	44,0	51,7	75,0	10,2	18,5	20,9	2,2	-24,1	
2023 Aug.	14,8	2,4	12,8	-23,6	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,2	-4,3	0,3	
Sep.	1,0	1,6	-0,6	16,7	13,0	7,9	-5,2	2,2	10,1	6,0	4,2	
Oct.	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,3	2,7	10,0	26,3	-1,8	-12,9	
Nov.	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,7	-3,9	11,5	12,5	-0,8	-6,9	
Dec.	36,3	9,0	27,2	6,7	-4,6	14,0	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,3	
2024 Jan. ^(p)	-45,2	-8,4	-37,0	7,1	-29,2	-12,2	-13,5	-12,5	4,2	-7,4	27,7	
Growth rates												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	
Q3	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	
Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	5,4	
2023 Aug.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	
Sep.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	
Oct.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	
Nov.	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	
Dec.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	5,4	
2024 Jan. ^(p)	-2,5	-1,0	-2,8	0,4	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	2,9	-10,4	1,3	

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 Financing conditions and credit developments

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										
2021	4.864,8	4.995,5	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.638,3	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.131,2	5.137,8	967,2	1.078,9	3.085,1	6.632,2	6.833,5	717,3	5.214,7	700,2
2023	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2023 Q1	5.136,0	5.147,9	940,7	1.092,7	3.102,6	6.665,6	6.868,6	723,7	5.236,0	705,9
Q2	5.126,9	5.144,8	924,2	1.088,2	3.114,6	6.634,3	6.867,2	726,0	5.207,9	700,4
Q3	5.114,6	5.130,9	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.865,0	731,6	5.210,5	691,4
Q4	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2023 Aug.	5.119,9	5.125,4	901,9	1.085,1	3.132,9	6.632,8	6.865,0	729,9	5.209,0	693,9
Sep.	5.114,6	5.130,9	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.865,0	731,6	5.210,5	691,4
Oct.	5.112,9	5.128,3	897,4	1.087,7	3.127,8	6.641,8	6.865,0	731,1	5.222,8	688,0
Nov.	5.118,2	5.137,3	902,1	1.087,5	3.128,6	6.652,6	6.866,7	732,1	5.231,6	688,9
Dec.	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2024 Jan. ^(p)	5.110,7	5.135,8	894,1	1.092,8	3.123,8	6.634,0	6.870,2	734,6	5.215,3	684,1
Transactions										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,5	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	308,9	78,6	77,7	113,5	242,0	250,5	22,7	218,5	0,9
2023	-5,5	24,2	-44,4	10,2	28,7	6,3	24,0	19,8	8,6	-22,1
2023 Q1	-2,1	4,3	-24,1	11,0	11,0	14,9	17,9	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,1	-0,9	-15,1	-2,9	12,9	-28,6	0,4	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,4	-10,0	-21,8	-3,2	16,6	1,6	0,8	7,5	2,8	-8,7
Q4	10,2	30,9	16,6	5,3	-11,7	18,5	4,9	3,8	18,5	-3,8
2023 Aug.	-3,9	-17,0	-18,9	-3,2	18,3	4,2	1,7	2,7	3,9	-2,3
Sep.	-5,2	6,1	0,2	-0,5	-4,9	2,2	1,8	2,6	1,8	-2,2
Oct.	2,7	0,6	-4,1	3,1	3,6	10,0	1,2	0,3	12,3	-2,7
Nov.	-3,9	13,4	7,6	-2,4	-9,1	11,5	2,8	1,5	9,4	0,7
Dec.	11,4	16,9	13,1	4,5	-6,2	-3,0	0,8	2,0	-3,2	-1,9
2024 Jan. ^(p)	-13,5	-11,6	-19,1	1,7	3,9	-12,5	4,9	1,0	-12,2	-1,2
Growth rates										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
Q2	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Q4	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 Aug.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sep.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Oct.	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
Nov.	-0,7	0,0	-7,9	1,3	0,9	0,2	0,5	2,7	0,3	-3,1
Dec.	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2024 Jan. ^(p)	-0,4	0,2	-5,8	0,8	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,2

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) 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 Financing conditions and credit developments

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										
2021	736,9	6.886,2	1.838,9	37,1	1.999,2	3.010,9	1.377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,0	6.752,7	1.782,6	45,9	2.121,9	2.802,4	1.333,4	385,4	137,8	147,6
2023	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2023 Q1	573,9	6.912,1	1.791,9	55,5	2.168,4	2.896,3	1.426,2	331,4	152,1	165,8
Q2	485,0	6.984,3	1.806,8	61,5	2.229,8	2.886,2	1.465,0	293,9	168,6	172,6
Q3	456,0	7.143,7	1.825,0	72,9	2.367,0	2.878,8	1.635,2	317,7	153,8	163,3
Q4	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2023 Aug.	439,5	7.140,5	1.807,1	68,0	2.342,1	2.923,3	1.579,7	255,4	165,9	161,8
Sep.	456,0	7.143,7	1.825,0	72,9	2.367,0	2.878,8	1.635,2	317,7	153,8	163,3
Oct.	440,0	7.225,5	1.819,7	77,7	2.415,4	2.912,8	1.735,8	251,7	163,1	151,4
Nov.	407,6	7.273,7	1.827,9	83,7	2.414,7	2.947,5	1.794,2	191,7	170,4	162,0
Dec.	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2024 Jan. ^(p)	454,6	7.374,7	1.829,6	97,0	2.449,0	2.999,1	1.960,2	218,1	165,7	159,7
Transactions										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,9	38,9	-89,7	-4,4	16,0	117,0	-70,5	-195,6	10,5	17,9
2023	-194,4	334,6	25,7	40,0	227,2	41,6	460,6	-189,0	19,8	9,0
2023 Q1	-81,8	80,4	5,9	5,0	58,3	11,3	63,7	-52,6	15,0	18,9
Q2	-88,7	96,7	13,9	6,1	61,8	14,9	92,9	-71,2	16,5	6,7
Q3	-29,1	98,1	17,3	11,4	45,0	24,5	128,3	-54,1	-13,0	-6,0
Q4	5,3	59,4	-11,3	17,6	62,1	-9,0	175,8	-11,1	1,2	-10,7
2023 Aug.	-24,6	28,7	0,1	3,5	17,2	7,9	27,6	-34,6	12,1	5,4
Sep.	16,4	38,2	16,3	4,9	10,5	6,6	58,7	36,8	-10,3	4,8
Oct.	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	58,9	-78,3	9,3	-12,0
Nov.	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
Dec.	53,8	9,8	-2,0	6,8	20,5	-15,5	54,1	95,2	-15,4	-9,4
2024 Jan. ^(p)	-6,5	60,7	2,4	6,5	37,3	14,6	100,6	-50,8	10,7	7,0
Growth rates										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
Q2	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Q3	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
Q4	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 Aug.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	3,0	-	-	5,9	11,5
Sep.	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
Oct.	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
Nov.	-40,3	5,3	1,3	68,4	10,3	2,9	-	-	7,5	-2,7
Dec.	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2024 Jan. ^(p)	-20,7	5,2	1,6	85,3	10,3	2,0	-	-	8,4	4,2

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	
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1
Q3	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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			9	10	11	12					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8		
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6		
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0		
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1		
2022 Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1		
2023 Q1	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1		
Q2	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1		
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0		

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
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 Q4	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,9	2,5	12,2	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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		
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9		
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6		
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1		
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7		
2022 Q4	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7		
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3		
Q2	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4		
Q3	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8		

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								
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,1	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2022 Q4	13,1	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023 Q1	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
Q2	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
Q3	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
2023 Aug.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
Sep.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Oct.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7
Nov.	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
Dec.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 Jan.	13,3	11,9	4,1	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,6	3,6	2,1

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 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
Q2	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
Q3	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Government debt										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
Q2	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
Q3	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 Q1	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
Q2	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
Q3	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Government debt										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 Q4	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
Q3	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2024

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 6. marca 2024.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-24-002-SL-N (pdf)