

## Ekonomski bilten

številka 4 / 2021

# Vsebina

<b>Ekonomski in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1    Zunanje okolje	8
2    Finančna gibanja	17
3    Gospodarska aktivnost	23
4    Cene in stroški	29
5    Denar in krediti	36
6    Javnofinančna gibanja	45
<b>Okvirji</b>	<b>49</b>
1    Gibanja na tekočem računu euroobmočja med pandemijo	49
2    Vpliv ukrepov javnofinančne podpore na likvidnostne potrebe podjetij med pandemijo	56
3    Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. januarja do 27. aprila 2021	62
4    Vpliv krize zaradi COVID-19 na trg dela v euroobmočju pri moških in ženskah	68
5    Gibanje cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju med pandemijo koronavirusa	76
6    Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju	80
7    Posledice programov stabilnosti 2021 za javnofinančne politike v euroobmočju	85
<b>Članek</b>	<b>90</b>
1    Globalisation and its implications for inflation in advanced economies	90
<b>Statistični podatki</b>	<b>S1</b>

# Ekomska in denarna gibanja

## Povzetek

**Po krčenju v prvem četrtletju leta se gospodarstvo v euroobmočju zopet počasi odpira ob izboljševanju razmer okrog pandemije koronavirusa (COVID-19) in precejšnjem napredku pri cepljenju.** Najnovejši podatki nakazujejo odboj aktivnosti v storitvenih dejavnostih in nadaljnjo živahno aktivnost v predelovalnih dejavnostih. Gospodarska aktivnost se bo po pričakovanjih v drugi polovici leta pospešila, ko bodo odpravljeni nadaljnji zaježitveni ukrepi. K okrejanju bodo ključno prispevali porast potrošnje gospodinjstev, močno svetovno povpraševanje ter spodbujevalno naravnana javnofinančna in denarna politika. Obenem negotovosti ostajajo, saj so gospodarski obeti v bližnji prihodnosti še naprej odvisni od poteka pandemije in od tega, kako se bo gospodarstvo odzivalo po odprtju. Inflacija se je v zadnjih mesecih zvišala predvsem zaradi baznih učinkov, začasnih dejavnikov in povišanja cen energentov. V drugi polovici leta se bo predvidoma še dodatno zvišala, nato pa se bo znižala, ko se bodo začasni dejavniki iztekli. Najnovejše projekcije kažejo na postopno krepitev temeljnih inflacijskih pritiskov v celotnem obdobju projekcij, vendar pritiski ostajajo umirjeni v okolju še vedno precejšnjih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti, ki se bodo v obdobju projekcij le postopoma zmanjševale. Skupna inflacija bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala pod ciljno ravnijo Sveta ECB.

**Za zmanjšanje negotovosti in okrepitev zaupanja ter posledično za spodbujanje gospodarske aktivnosti in varovanje srednjeročne cenovne stabilnosti je bistveno, da se v celotnem obdobju pandemije ohranjajo ugodni pogoji financiranja.** Pogoji financiranja za podjetja in gospodinjstva so od marčne seje Svetega ECB o denarni politiki ostali večinoma stabilni, medtem ko so se tržne obrestne mere dodatno zvišale. Čeprav je vztrajno zviševanje tržnih obrestnih mer deloma posledica izboljšanih gospodarskih obetov, bi lahko privedlo do zaostrovanja širših pogojev financiranja, ki so pomembni za celotno gospodarstvo. Takšno zaostrovanje bi bilo prezgodnje in bi predstavljalo tveganje za nadaljnje gospodarsko okrejanje in inflacijske obete. V takšnih razmerah in na podlagi skupne ocene pogojev financiranja in inflacijskih obetov je Svet ECB sklenil potrditi zelo spodbujevalno naravnost denarne politike.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Svetega ECB  
10. junija 2021

**Junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema kažejo, da je svetovna gospodarska aktivnost ob prelomu leta še naprej okrevala, in to kljub zaostrovanju pandemije, pri čemer so nastajajoča tržna gospodarstva postala epicenter novih okužb na globalni ravni.** Čeprav je bila v četrtem četrtletju 2020 malenkost močnejša, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah, je svetovno gospodarstvo v leto 2021 vseeno vstopilo v manj ugodnih razmerah, ker je začelo ponovno naraščati število novih okužb in so bili uvedeni strožji zaježitveni ukrepi.

Najnovejše ankete kažejo na močan zagon svetovne aktivnosti, čeprav se pojavljajo vse bolj izraziti znaki razhajanj med razvitiimi in nastajajočimi tržnimi gospodarstvi ter med predelovalnim in storitvenim sektorjem. Velik sveženj javnofinančnih spodbud, ki ga je odobrila vlada predsednika Bidna, bo predvidoma spodbodel okrevanje v ZDA in ustvaril nekaj pozitivnih prelivnih učinkov tudi v svetovnem gospodarstvu. Spričo teh dejavnikov so se obeti za rast svetovnega gospodarstva komaj kaj spremili glede na prejšnje projekcije. Svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) bo po projekcijah v letošnjem letu znašala 6,2%, nato pa naj bi se v letu 2022 upočasnila na 4,2%, v letu 2023 pa še nadalje na 3,7%. Zunanje povpraševanje euroobmočja je bilo v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljeno navzgor. Tako naj bi se letos povečalo za 8,6%, leta 2022 za 5,2%, leta 2023 pa za 3,4%. To odraža predvsem močnejše povpraševanje iz ZDA in Združenega kraljestva kot glavnih trgovinskih partneric euroobmočja. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za letos popravljene navzgor, ker so se zvišale cene primarnih surovin, povpraševanje pa se je okrepilo. Tveganja v osnovnih projekcijah svetovnega gospodarstva so povezana predvsem s prihodnjim potekom pandemije. Druga tveganja za svetovno aktivnost so po ocenah večinoma uravnotežena, tveganja za svetovno inflacijo pa so usmerjena navzgor.

**Finančni pogoji v euroobmočju so se od zadnje seje Sveta ECB še naprej nekoliko zaostrovali v okolju pozitivnega dojemanja tveganj.** V obravnavanem obdobju (od 11. marca do 9. junija 2021) so se donosnost dolgoročnih obveznic v euroobmočju in razmiki glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč (OIS) zmerno povečali predvsem zaradi izboljšanih gospodarskih obetov ob doseženem napredku pri cepljenju v euroobmočju in ob nadaljnji podpori ekonomske politik. Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) se je pri srednjih do daljših ročnostih premaknila rahlo navzgor, medtem ko je na krajišem koncu krivulja ostala približno nespremenjena, kar nakazuje, da se ne pričakujejo skorajšnje spremembe ključnih obrestnih mer v zelo bližnji prihodnosti. Zvišali so se tudi tečaji delnic, k čemur je prispevala kombinacija še vedno razmeroma nizkih diskontnih obrestnih mer ter izrazitega okrevanja pričakovanj o rasti podjetniškega dobička. Kot odraz tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju še naprej zmanjševali in dosegli raven, ki je bila nazadnje zabeležena pred marcem 2020. Na deviznih trgih se je nominalni efektivni tečaj eura rahlo okrepil.

**V prvem četrletju letošnjega leta se je BDP v euroobmočju realno dodatno zmanjšal, in sicer za 0,3%, tako da je bil 5,1% nižji od ravni pred pandemijo v zadnjem četrletju 2019.** Ankete o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov ter visokofrekvenčni kazalniki kažejo na občutno izboljšanje gospodarske aktivnosti v drugem četrletju letošnjega leta. Ankete o poslovnih tendencah nakazujejo močno okrevanje v storitvenih dejavnostih, saj se število okužb znižuje, kar bo omogočilo postopno normalizacijo v dejavnostih, kjer so pogosti osebni kontakti. Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih ostaja okrepljena ob podpori solidnega svetovnega povpraševanja, čeprav bi lahko ozka grla na strani ponudbe zavirala industrijsko aktivnost v bližnji prihodnosti. Kazalniki zaupanja potrošnikov se krepijo, kar napoveduje močan odboj zasebne potrošnje v prihodnjem obdobju. Podjetniške investicije se vztrajno nadaljujejo kljub šibkejšim bilancam podjetij in še vedno negotovim gospodarskim obetom. V prihodnje pričakujemo, da se bo gospodarska

rast v drugi polovici leta 2021 še naprej hitro izboljševala, saj bo mogoče ob napredku pri cepljenju nadalje sprostiti zaježitvene ukrepe. V srednjeročnem obdobju naj bi okrevanje gospodarstva v euroobmočju spodbujalo močnejše svetovno in domače povpraševanje kakor tudi nadaljnja podpora s strani denarne in javnofinančne politike.

**Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija 2021 pripravili strokovnjaki**

**Eurosistema.** Po projekcijah naj bi medletna realna rast BDP znašala 4,6% v letu 2021, 4,7% v letu 2022 ter 2,1% v letu 2023. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede gospodarske aktivnosti za leti 2021 in 2022 popravljeni navzgor, za leto 2023 pa ostajajo nespremenjeni.

**Gledano v celoti so tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, približno uravnotežena.** Po eni strani bi lahko k še močnejšemu okrevanju prispevali boljši obeti glede svetovnega povpraševanja in hitrejše zmanjševanje varčevanja gospodinjstev, kot je pričakovano, potem ko bodo omejitve na področju potovanj odpravljene. Po drugi strani pa pandemija, ki še vedno traja in se širi tudi z mutacijami virusa, ter njene posledice za gospodarske in finančne razmere še naprej ustvarjajo navzdol usmerjena tveganja.

**Po Eurostatovi prvi objavi se je medletna inflacija v euroobmočju zvišala z 1,3% v marcu na 1,6% v aprilu in na 2,0% v maju 2021.** Zvišanje je bilo predvsem posledica visoke rasti inflacije v skupini emergentov, kar je odraz občutnih navzgor delujocih baznih učinkov ter mesečne rasti, ter v manjši meri tudi rezultat rahlega zvišanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen emergentov. Skupna inflacija se bo proti jeseni najverjetneje še dodatno zvišala predvsem zaradi odprave začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji. Inflacija se bo predvidoma začela zopet zniževati na začetku naslednjega leta, ko se bodo začasni dejavniki izteklji, svetovne cene emergentov pa se bodo umirile. Temeljni cenovni pritiski se bodo letos predvidoma nekoliko okreplili, in sicer zaradi začasnih omejitev na strani ponudbe in okrevanja domačega povpraševanja. Vseeno bodo cenovni pritiski najverjetneje ostali oslabljeni, kar bo deloma posledica nizkih plačnih pritiskov v okolju še vedno precejšnjih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti ter apreciacije tečaja eura. Ko bo vpliv pandemije popustil, bo zmanjševanje velikih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti ob podpori spodbujevalne denarne in javnofinančne politike prispevalo k temu, da se bo osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju postopno zviševala. Anketna merila in tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo na nizkih ravneh, čeprav tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj še naprej naraščajo.

**Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija 2021 pripravili strokovnjaki**

**Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija znašala 1,9% v letu 2021, 1,5% v letu 2022 in 1,4% v letu 2023.** V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili inflacijski obeti za leti 2021 in 2022 popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi začasnih dejavnikov in višje inflacije v skupini emergentov. Obeti za leto 2023 ostajajo nespremenjeni, saj bo porast osnovne inflacije večinoma izravnalo pričakovano znižanje inflacije v skupini emergentov. Inflacija brez emergentov in hrane se bo predvidoma zvišala z 1,1% v letu 2021 na 1,3% v letu 2022

in na 1,4% v letu 2023, kar pomeni, da je bila v primerjavi z marčnimi projekcijami popravljena navzgor v celotnem obdobju projekcij.

**Ustvarjanje denarja v euroobmočju se je aprila 2021 umirilo in kaže prve znake normalizacije po ogromni rasti obsega denarja, ki je bila povezana s koronavirusno krizo.** Rast širokega denarja (M3) se je aprila 2021 zmanjšala na 9,2%, potem ko je marca znašala 10,0%, februarja pa 12,3%. Upočasnitev v marcu in aprilu je bila deloma posledica zelo negativnih baznih učinkov, saj so veliki prilivi v začetni fazi pandemične krize izpadli iz podatkov o medletni rasti. Odraža tudi umirjanje kratkoročnejše denarne dinamike, ki izhaja predvsem iz šibkejših gibanj v kategoriji vlog gospodinjstev in podjetij v aprilu ter manjših likvidnostnih potreb v okolju izboljševanja pandemičnih razmer. Največji vir ustvarjanja denarja so še naprej nadaljnji nakupi vrednostnih papirjev s strani Eurosistema. Čeprav se upočasnuje tudi ožji denarni agregat M1, je ta še naprej največ prispeval k rasti širokega denarja. Velik prispevek agregata M1 je skladen s še vedno povečanim nagnjenjem k likvidnim sredstvom v nedenarnem sektorju in z nizkimi oportunitetnimi stroški imetja najlikvidnejših oblik denarja.

**Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju se je aprila zmanjšala na 3,2%, potem ko je marca znašala 3,6%, februarja pa 4,5%.** Do zmanjšanja je prišlo ob nasprotni dinamiki posojanja nefinančnim družbam in gospodinjstvom. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je aprila zmanjšala na 3,2%, potem ko je marca znašala 5,3%, februarja pa 7,0%. Zmanjšanje je odraz velikih negativnih baznih učinkov in zgodnejšega odobravanja posojil v marcu namesto v aprilu. Po drugi strani se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom aprila povečala na 3,8%, potem ko je marca znašala 3,3%, februarja pa 3,0%, k čemur so prispevali solidni mesečni tokovi in pozitivni bazni učinki. Gledano v celoti ostajajo ukrepi Sveta ECB – skupaj z ukrepi, ki so jih sprejele vlade posameznih držav in druge evropske institucije – še naprej ključni pri zagotavljanju ugodnih pogojev bančnega posojanja in dostopa do financiranja, zlasti za tiste, ki jih je pandemija najbolj prizadela.

**Zaradi zelo strmega gospodarskega upada med pandemijo koronavirusa in močnega fiskalnega odziva se je javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju zelo povečal, in sicer z 0,6% BDP v letu 2019 na 7,3% BDP v letu 2020.** Letos so bili številni interventni ukrepi podaljšani in uvedena je bila dodatna podpora okrevanju, potem ko so novi valovi pandemije prizadeli države v euroobmočju. Junijiske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema zato predvidevajo zgolj skromno izboljšanje proračunskega salda širše države v euroobmočju, in sicer na -7,1% BDP v letu 2021. Ko se bo pandemija umirila in gospodarsko okrevanje pridobilo zagon, pa naj bi se stopnja primanjkljaja zmanjševala hitreje, in sicer na 3,4% v letu 2022 in na 2,6% ob koncu obdobja projekcij v letu 2023. Zadolženost euroobmočja bo po projekcijah dosegla rekordno vrednost tik pod 100% BDP v letu 2021 in se nato zmanjšala na okrog 95% BDP v letu 2023, kar je približno 11 odstotnih točk več kot pred koronavirusno krizo. Vseeno je še naprej ključna ambiciozna in usklajena naravnost javnih financ, saj bi prezgodnji umik javnofinančne podpore lahko oslabil okrevanje in okreplil dolgoročnejše učinke brazgotin, ki jih je pustila kriza. Nacionalne javnofinančne politike bi zato morale še naprej zagotavljati nujno potrebno in pravočasno podporo tistim podjetjem in gospodinjstvom, ki so najbolj izpostavljena

pandemiji in ukrepom za njeno zaježitev. Kljub temu bi morali javnofinančni ukrepi ostati začasni in proticiklični ter dovolj ciljno usmerjeni, da bi učinkovito zmanjšali ranljivosti in spodbujali hitro gospodarsko okrevanje v euroobmočju. Kot dopolnitve nacionalnim javnofinančnim ukrepom bo imel ključno vlogo sveženj »EU naslednje generacije«, saj bo po pričakovanjih prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in bolj enovitemu okrevanju. S svežnjem bi se morala povečati gospodarska odpornost in sposobnost gospodarstev držav članic EU, da okrepijo rast, zlasti če se sredstva uporabijo za produktivno javno porabo in jih spremljajo strukturne politike, ki povečujejo produktivnost. Po junijskih makroekonomskih projekcijah naj bi kombinacija nepovratnih sredstev in posojil iz sklada »EU naslednje generacije« v obdobju 2021–2023 predstavljala dodatne spodbude v višini okrog 0,5% BDP na leto.

## Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je 10. junija 2021 sklenil potrditi zelo spodbujevalno naravnost denarne politike, da bi ohranil ugodne pogoje financiranja za vse sektorje gospodarstva, kar je potrebno za vzdržno gospodarsko okrevanje in varovanje cenovne stabilnosti.

1. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Predvidoma bodo ostale na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravni, ki je dovolj blizu 2%, vendar pod to mejo, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibanju osnovne inflacije.
2. Svet ECB bo neto nakupe vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v skupnem obsegu 1.850 milijard EUR še naprej izvajal vsaj do konca marca 2022, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne oceni, da je kriza zaradi koronavirusa končana. Na podlagi skupne ocene pogojev financiranja in inflacijskih obetov Svet ECB pričakuje, da se bodo neto nakupi v okviru programa PEPP v prihodnjem četrletju še naprej izvajali v bistveno večjem obsegu kot v prvih mesecih leta. Svet ECB bo nakupe izvajal fleksibilno v skladu s tržnimi razmerami ter s ciljem, da prepreči zaostrovjanje pogojev financiranja, ki ni skladno s preprečevanjem navzdol usmerjenega vpliva pandemije na predvideno gibanje inflacije. Poleg tega bo fleksibilnost nakupov v času, po razredih finančnega premoženja in po jurisdikcijah še naprej podpirala nemoteno transmisijo denarne politike. Če bo ugodne pogoje financiranja mogoče ohranjeti s tokovi nakupov, ki ne izčrpajo celotnega obsega nakupov v času izvajanja neto nakupov v okviru programa PEPP, tega obsega ni treba izkoristiti v celoti. Podobno je obseg nakupov mogoče kalibrirati na novo, če bi bilo to potrebno, da se ohranijo ugodni pogoji financiranja, ki prispevajo k neutralizaciji negativnega vpliva pandemije na gibanje inflacije. Poleg tega bo Svet ECB glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP, ponovno investiral še vsaj do konca leta 2023. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.

3. Neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) se bodo še naprej izvajali na mesečni ravni 20 milijard EUR. Svet ECB še naprej pričakuje, da se bodo mesečni neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev izvajali tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer ECB, in da se bodo končali, tik preden začne Svet ECB dvigovati ključne obrestne mere ECB. Poleg tega namerava Svet ECB glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.
4. Svet ECB bo z operacijami refinanciranja še naprej zagotavljal obsežno likvidnost. Sredstva, pridobljena prek tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), imajo ključno vlogo pri podpiranju bančnega posojanja podjetjem in gospodinjstvom.

Svet ECB bo še naprej spremljal tudi gibanje deviznega tečaja z vidika možnih posledic za srednjeročne inflacijske obete. Svet je pripravljen, da po potrebi prilagodi vse svoje instrumente, s čimer bo zagotovil, da se bo v skladu z zavezanostjo simetriji inflacija vzdržno gibala v smeri cilja.

## Zunanje okolje

*Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema nakazujejo, da je svetovna gospodarska aktivnost ob prelomu leta še naprej okrevala. Čeprav je bila v četrtem četrtletju 2020 malenkost močnejša, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah, je svetovno gospodarstvo v leto 2021 vseeno vstopilo v manj ugodnih razmerah, ker je začelo ponovno naraščati število novih okužb in so bili uvedeni strožji zajezitveni ukrepi. Najnovejše ankete kažejo na močan zagon svetovne aktivnosti, čeprav se pojavljajo vse bolj izraziti znaki razhajanj med razvitim in nastajajočimi tržnimi gospodarstvi ter med predelovalnim in storitvenim sektorjem. Velik sveženj javnofinančnih spodbud, ki ga je odobrila vlada predsednika Bidenja, bo predvidoma spodbodel okrevanje v ZDA in ustvaril nekaj pozitivnih prelivnih učinkov tudi v svetovnem gospodarstvu. Spričo teh dejavnikov so se obeti za rast svetovnega gospodarstva komaj kaj spremili glede na prejšnje projekcije. Svetovni realni BDP (brez euroobmočja) bo po projekcijah v letošnjem letu zrasel za 6,2%, nato pa naj bi se rast v letu 2022 upočasnila na 4,2%, v letu 2023 pa še nadalje na 3,7%. Zunanje povpraševanje euroobmočja je bilo v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljeno navzgor. Tako naj bi se letos povečalo za 8,6%, leta 2022 za 5,2%, leta 2023 pa za 3,4%. To odraža predvsem močnejše povpraševanje iz ZDA in Združenega kraljestva kot glavnih trgovinskih partneric euroobmočja. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za letos popravljene navzgor, ker so se zvišale cene primarnih surovin, povpraševanje pa se je okreplilo. Tveganja v osnovnih projekcijah svetovnega gospodarstva so povezana predvsem s prihodnjim potekom pandemije. Druga tveganja za svetovno aktivnost so po ocenah večinoma uravnotežena, tveganja za svetovno inflacijo pa so usmerjena navzgor.*

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

**Svetovna gospodarska aktivnost je ob prelomu leta še naprej okrevala, čeprav se je pandemija zaostrlila.** Realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) se je v četrtem četrtletju 2020 okreplila za 2,6% glede na prejšnje četrtletje, kar je več, kot je bilo pričakovano v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2021. Vseeno je svetovno gospodarstvo v letošnje leto vstopilo v manj ugodnem položaju, saj so bile zaradi ponovnega naraščanja števila okužb države prisiljene zaostriti zajezitvene ukrepe. Zato se je svetovna rast realnega BDP (brez euroobmočja) po ocenah v prvem četrtletju 2021 glede na zadnje lansko četrtletje močno upočasnila na 0,7%. Ta vzorec odraža počasnejšo rast tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Kljub temu je bila aktivnost v razvitih gospodarstvih bolj odporna, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah, saj so se gospodinjstva in podjetja očitno bolje prilagodila zaprtju javnega življenja, poleg tega pa so bili uvedeni dodatni spodbujevalni ukrepi. Nasprotno je bila v nastajajočih tržnih gospodarstvih upočasnitev gospodarske rasti bolj izrazita.

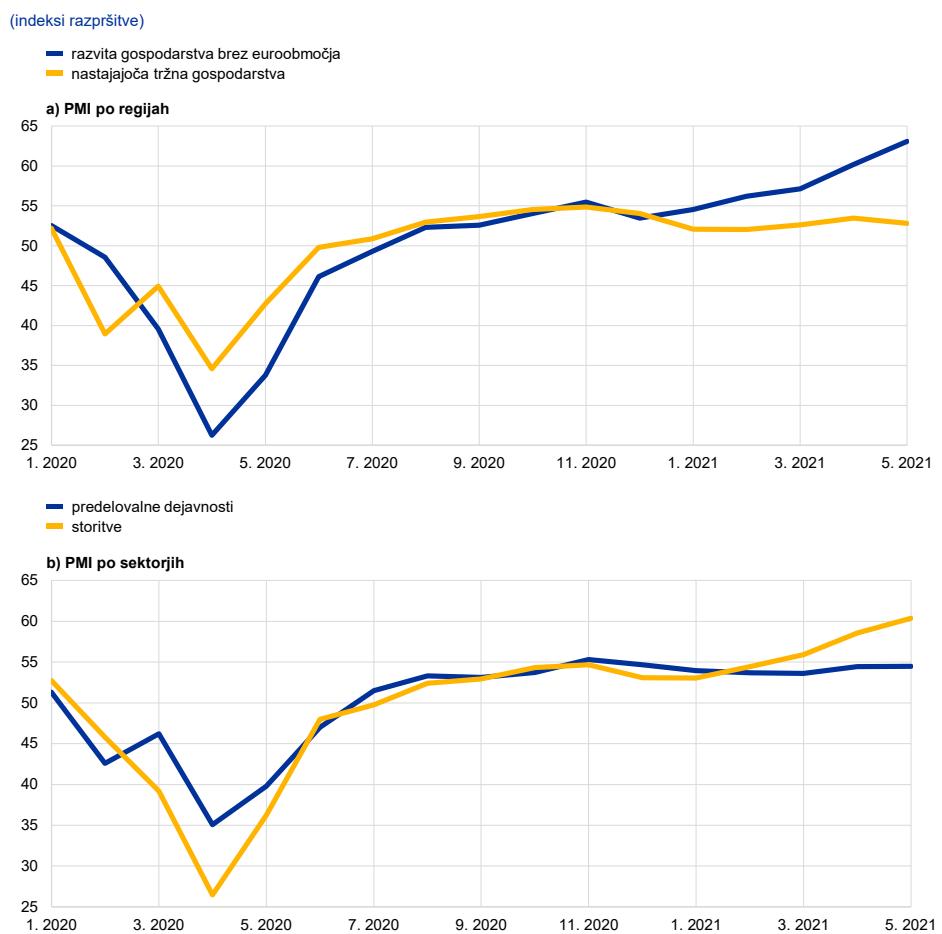
**V nastajajočih tržnih gospodarstvih se je pandemija zaostrlila, v razvitih gospodarstvih pa so se zaradi napredka pri cepljenju razmere bistveno izboljšale.** V prvih mesecih tega leta so se razmere poslabšale tudi v Evropi, medtem ko je hiter napredek cepljenja v Združenem kraljestvu in ZDA prispeval k splošnemu

znižanju števila novih okužb v razvitih gospodarstvih. Pandemične razmere v nastajajočih tržnih gospodarstvih so še vedno zaostrene in ostajajo ključni dejavnik, ki določa gospodarska gibanja v teh državah.

**Anketni podatki kažejo močan zagon svetovne aktivnosti ob vse očitnejših znakih razhajanj med državami in sektorji.** Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost je maja zrasel na vrednost 58,8, kar je precej nad dolgoročnim povprečjem in tudi zunaj historičnega medkvartilnega razpona. Čeprav je zagon na splošno močan tako v predelovalnem kot tudi v storitvenem sektorju, so razlike med državami in sektorji v zadnjem času postale bolj očitne. Prvič, zagon rasti v razvitih gospodarstvih je trden in se je v zadnjem času še okreplil. Nasprotno se v nastajajočih tržnih gospodarstvih aktivnost še naprej izboljšuje s počasnejšim tempom (graf 1, zgornji panel). Drugič, ko so bile omejitve odpravljene, se je aktivnost v storitvenem sektorju zelo hitro povečala. To hitro povečanje je treba gledati tudi v luči dejstva, da se je okrevanje začelo z zelo nizkimi ravni, še posebej v kontaktno intenzivnih storitvenih dejavnostih. Nasprotno aktivnost v predelovalnih dejavnostih, ki so se na vrhuncu pandemije izkazale za bolj odporne, še naprej raste s počasnejšim, čeprav še vedno živahnim tempom ob nekaterih zaviralnih dejavnikih, ki jih ustvarjajo omejitve v dobavi (graf 1, spodnji panel).

## Graf 1

### Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) po regijah in sektorjih



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2021.

**Svetovno okrevanje podpirajo zelo ugodni pogoji financiranja.** V razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih pogoji financiranja ostajajo ugodni, saj so naraščajoče donosnosti obveznic uravnotežile višje cene delnic in vse manjši razmiki v donosnosti podjetniških obveznic.

**Obeti za svetovno gospodarstvo v bližnji prihodnosti so še vedno odvisni od tega, kako se bo razvijala pandemija.** V razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja hitro napredovanje cepljenja obeta, da bo pandemijo mogoče obvladati, tako da se bodo gospodarstva lahko znova postopno odprla in zatem dokaj hitro okrevata. To se razlikuje od pandemičnih razmer v nekaterih večjih nastajajočih tržnih gospodarstvih, za katera se pričakuje, da je gospodarska aktivnost še nadalje oslabila kljub razmeroma majhnemu obsegu omejitev gibanja, ki so bile uvedene doslej.

**Nekaj pozitivnega preliva v svetovno gospodarstvo se pričakuje od velikega svežnja javnofinančnih spodbud, ki ga je odobril predsednik Biden in bo predvidoma okreplil okrevanje v ZDA.** Ameriški reševalni načrt (American Rescue Plan, ARP) v skupnem obsegu 1,9 bilijona USD (8,9% BDP) vključuje podaljšanje nadomestil za brezposelnost, dodatna enkratna izplačila gospodinjstvom in povečanje

izdatkov lokalnih in državnih oblasti za zdravstveno varstvo in izobraževanje. Dodatni spodbujevalni čekti, ki so bili odposlani, odkar je program ARP stopil v veljavo, bodo predvidoma v prihodnjih četrtetljih spodbudili zasebno potrošnjo, kar bo preko trgovinskih povezav povzročilo pozitivne prelivne učinke v drugih državah. Poleg tega je vlada ZDA napovedala še dva nova srednjeročna fiskalna načrta, namreč načrt za ameriška delovna mesta (American Jobs Plan) in načrt za ameriške družine (American Families Plan). Prvi predlaga vrsto infrastrukturnih naložb, ki bi se deloma financirali iz višjih davkov od dohodka pravnih oseb, drugi pa se osredotoča na izdatke za socialno varnost in davčne odbitke, financira pa se skoraj v celoti iz višje dohodnine. Celotni vpliv obeh načrtov na gospodarsko aktivnost bo po ocenah bolj omejen od vpliva načrta ARP, ker se bosta izvajala celo desetletje in se bosta oba financirala iz višjih davkov.

**Obeti za svetovno gospodarsko rast so se od prejšnjih projekcij komaj kaj spremenili.** Svetovni realni BDP (brez euroobmočja) bo po projekcijah v letošnjem letu zrasel za 6,2%, nato pa naj bi se rast v letu 2022 upočasnila na 4,2%, v letu 2023 pa še nadalje na 3,7%. Za leto 2021 je bila rast popravljena za 0,3 odstotne točke navzdol, za leto 2022 pa za 0,3 odstotne točke navzgor, medtem ko je napoved za leto 2023 ostala enaka kot v prejšnjih projekcijah. Ta vzorec odraža več medsebojno povezanih dejavnikov, med drugim zaostritev pandemije v razvitih gospodarstvih na začetku letošnjega leta in v nastajajočih tržnih gospodarstvih v zadnjem času, makroekonomske učinke velikih javnofinančnih spodbud v ZDA in vse boljše obete v drugih razvitih gospodarstvih zaradi hitrega cepljenja. Med nastajajočimi tržnimi gospodarstvi so se v Indiji obeti za bližnjo prihodnost močno poslabšali zaradi zaostritve epidemioloških razmer. Vseeno kazalniki mobilnosti in gospodarskih gibanj napovedujejo, da izpad zaradi sedanjega vala morda ne bo tako hud kot lansko pomlad.

**V ZDA se bo gospodarska aktivnost po projekcijah krepila zaradi močne državne podpore in postopnega odpiranja gospodarstva.** Po močnem prvem četrtetletju 2021, v katerem je rast na letni ravni znašala 6,4%, se pričakuje, da se bo aktivnost v drugem četrtetletju še nadalje okreplila zaradi močnega trošenja gospodinjstev, ki ga podpirajo izplačila neposredne državne pomoči gospodinjstvom. Obenem je bil na trgu dela obseg prostih delovnih mest povišan, prav tako pa je bila še vedno razmeroma visoka tudi stopnja brezposelnosti. To kaže, da bi neskladje v usposobljenosti na trgu dela in pomanjkanje delavcev v kontaktno intenzivnih storitvenih dejavnostih lahko nekoliko zaviralo okrevanje, ko se bo gospodarstvo ponovno odpiralo. Po anketah o zaposlovanju se je rast plače na uro aprila pospešila, število opravljenih delovnih ur na teden pa je poskočilo na najvišjo raven vseh časov, še posebej v dejavnostih z velikim številom prostih delovnih mest, kot so gostinske storitve. Skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je aprila zvišala na 4,2%. Medtem ko je zvišanje skupne inflacije povzročilo zlasti močno medletno povečanje v skupini emergentov, se je precej zvišala tudi osnovna inflacija, saj so sektorji, ki jih je močno prizadela pandemija, občutno zvišali cene, ko se je gospodarstvo začelo odpirati, na primer cene letalskih vozovnic in prenočitev. Motnje v svetovnih dobavnih verigah so zavirale aktivnost v proizvodnji avtomobilov v ZDA in so verjetno prispevale k višjim cenam rabljenih avtomobilov v aprilu.

**V Združenem kraljestvu bosta javnofinančno trošenje in podaljšanje glavnih ukrepov, sprejetih v odziv na pandemijo, predvidoma podpirala gospodarstvo.**

Rast realnega BDP se je v prvem četrletju 2021, ko je veljala stroga zapora javnega življenja, skrčila za 1,5%. To razmeroma skromno krčenje nakazuje, da so se podjetja in gospodinjstva dobro prilagodila na sprejete omejitve. Vseeno je bil prispevek zasebne potrošnje negativen, prav tako pa tudi velik obrat v gibanju zalog, ustvarjenih proti koncu lanskega leta v odziv na strah pred brexitom »brez dogovora«. Kljub temu je proti koncu prvega četrletja, ko je cepljenje napredovalo in so bile omejitve gibanja postopno odpravljene, gospodarska aktivnost začela postopno naraščati. Ankete o poslovnih tendencah in zaupanju potrošnikov ter aplikacije za spremljanje gibanja nakazujejo močan odboj v drugem četrletju. Medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, je aprila zrasla na 1,5%, potem ko je marca znašala 0,7%, osnovna inflacija pa se je z marčnih 1,1% zvišala v aprilu na 1,3%. Inflacija se je zvišala predvsem zaradi višjih cen energentov, saj se je nedavno zvišanje cen naftne začelo pretakati v cene energentov za gospodinjstva in je dodatno prispevalo k zviševanju cen prevoza. Kar zadeva prihodnja gibanja, se pričakuje, da bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih še naprej naraščala proti 2-odstotni ciljni vrednosti britanske centralne banke, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov, ki izhajajo iz šibkih cenovnih pritiskov spomladi 2020, ter zaradi vpliva nedavnih zvišanj cen energentov.

**Na Kitajskem se bo gospodarska aktivnost predvidoma še naprej enakomerno krepila vse do konca obdobja projekcij.** Maja so anketni podatki kazali vztrajen zagon rasti. Ta je sledil stopnjam rasti industrijske proizvodnje in prodaje v trgovini na drobno v prejšnjem mesecu, ki so bile šibkejše od pričakovanih, medtem ko je bila rast izvoza aprila trdna in se vse bolj širi zaradi močnejšega svetovnega povpraševanja. Okrevanje so še vedno podpirale tudi ekspanzivne politike, čeprav naravnost politike postopno postaja vse bolj uravnotežena. V prihodnjem obdobju se bo glavno gonilo rasti predvidoma premaknilo od naložb k zasebni potrošnji, saj se obeti za zaposlenost in gibanje dohodka izboljšujejo. Skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je maja nekoliko zvišala na 1,3%, potem ko je aprila znašala 0,9%. Inflacija cen življenjskih potrebščin na splošno ostaja nizka. Medtem ko so se cene energentov opazno zvišale, pa okrevanje ponudbe svinjskega mesa po lanskem izbruhu afriške prašičje kuge zavira rast inflacije v skupini cen hrane. Po drugi strani se je medletna inflacija, merjena s cenami industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, maja zvišala na 9,0%.

**Na Japonskem se bo okrevanje kasneje letos predvidoma obnovilo z večim zagonom, nato pa naj bi se nadaljevalo po zmerni stopnji.** Močnejše domače povpraševanje po sprostivti zaježitvenih ukrepov, nadaljnja javnofinančna podpora in vse močnejše zunanje povpraševanje bodo predvidoma podpirali postopno, a vztrajno okrevanje. Realni BDP je v prvem četrletju 2021 upadel za 1,3%, ker je drugo izredno stanje, v veljavi od začetka januarja do sredine marca, zaviralo zasebno potrošnjo in podjetniške naložbe. Tretje izredno stanje, ki je bilo razglašeno proti koncu aprila, in omejen napredek pri cepljenju bosta verjetno zakasnila močnejše okrevanje v drugo polovico leta. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, je aprila znašala – 0,4%, saj je vpliv rastočih cen energentov izravnal strm upad mobilnih telefonskih

naročnin. Medletna inflacija po CPI bo po projekcijah do konca obdobja projekcij postopno naraščala, vendar bo ostala pod ciljno vrednostjo japonske centralne banke.

**V državah članicah EU v srednji in vzhodni Evropi se je okrevanje ob prelomu leta občutno upočasnilo.** Po pričakovanjih se bo v bližnji prihodnosti še nadalje upočasnilo, saj poslabšanje pandemičnih razmer hromi gospodarsko aktivnost. Ko bodo ukrepi za zaustavitev javnega življenja odpravljeni in bo cepljenje napredovalo, bo aktivnost predvidoma ponovno pridobila zagon, pri čemer jo bosta podpirali tudi spodbujevalna javnofinančna in denarna politika.

**V velikih izvoznicah surovin gospodarska aktivnost okreva skladno s krepitvijo svetovnega povpraševanja.** V Rusiji se je po razmeroma blagi recesiji lansko leto gospodarska aktivnost v prvem letošnjem četrletju po ocenah nekoliko okrepla. V prihodnjem obdobju bodo močnejše svetovne povpraševanje po nafti ter odboj potrošnje in naložb podpirali aktivnost vse do konca obdobja projekcij. V Braziliji je aktivnost v prvem četrletju še naprej okrevala in bila blizu ravni izpred pandemije, čeprav se je število novih okužb ponovno povečevalo. V prihodnjem obdobju bosta močnejše zunanje povpraševanje in zasebna potrošnja po pričakovanjih poganjala okrevanje. Nasprotno se denarna politika v zadnjem času zaostruje, fiskalni manevrski prostor pa je še vedno omejen.

**V Turčiji se domače povpraševanje upočasnuje zaradi umikanja kreditnih spodbud.** Poleg tega gospodarske obete za bližnjo prihodnost poslabšujeta vse večja politična negotovost in vse slabše zaupanje trgov. Vpliv šibkejše domače absorpcije na gospodarsko aktivnost je v prvem četrletju 2021 izravnal močnejši izvoz. Če se bo nedavni premik politik v smeri makroekonomske stabilnosti nadaljeval, bo realna rast BDP v prihodnjem obdobju verjetno ostala šibka, vendar bolj uravnotežena.

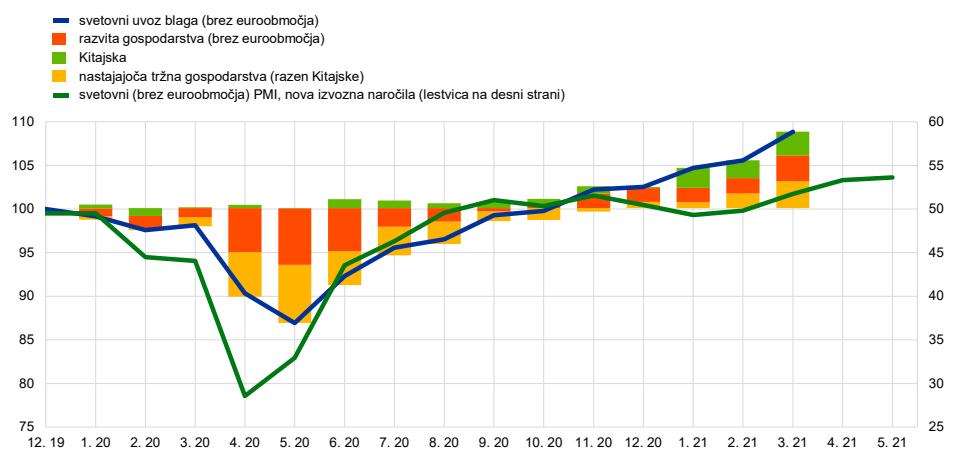
**Okrevanje svetovne trgovinske menjave se nadaljuje z nezmanjšanim zagonom, saj se krepi domače povpraševanje v razvitih gospodarstvih in na Kitajskem.** Po dinamičnem okrevanju svetovnega uvoza blaga (brez euroobmočja) proti koncu leta 2020 je rast v zadnjem času izgubila nekaj zagona. Okrevanje podpirajo zlasti izboljšanje domače absorpcije v ključnih razvitih gospodarstvih in na Kitajskem, čeprav je bila v prazničnem obdobju okrog lunarnega novega leta zabeležena nekoliko večja volatilnost (graf 2). Mednarodna trgovinska menjava storitev sicer pridobiva zagon, vendar se dokaj postopno zvišuje z najnižje točke, ki jo je dosegla konec pomladi 2020, saj zaježitveni ukrepi in omejitve potovanj še vedno ostajajo v veljavi. V bližnji prihodnosti se bo okrevanje trgovinske menjave predvidoma nadaljevalo z nezmanjšano hitrostjo. Indeks PMI za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih se je maja še nadalje zvišal in ostal precej nad svojim dolgoročnim povprečjem, kar napoveduje nadaljnje povečevanje svetovne trgovinske menjave v bližnji prihodnosti. Kljub temu motnje v svetovnih dobavnih verigah še vedno zavirajo okrevanje svetovne trgovine. Visokofrekvenčni kazalniki ozkih grl v dobavnih verigah, kot so indeks PMI za zaostanke v dobavi, so se povzpeli na najvišje ravni od obdobja po svetovni finančni krizi, medtem ko so se dobavni roki po PMI podaljšali in so zdaj blizu najvišjim vrednostim vseh časov, zabeleženim na vrhuncu pandemije. Poleg tega visoka raven indeksa PMI za razmerje med novimi naročili in zalogami ter indeksa PMI za zaostanke v dobavi nakazuje, da proizvodnja s težavo

dohaja močno in naraščajoče povpraševanje, še zlasti v tehnološki in avtomobilski panogi.

### Graf 2

#### Svetovni (brez euroobmočja) uvoz blaga in nova izvozna naročila

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



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2021 za indeks PMI in na marec 2021 za svetovni uvoz blaga.

**Zaradi izboljšanih obetov v ključnih trgovinskih partnericah se je povečalo zunanje povpraševanje v euroobmočju.** Po napovedih se bo letos povečalo za 8,6%, leta 2022 za 5,2%, leta 2023 pa za 3,4%, kar pomeni, da je bilo v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za vsa tri leta popravljeno navzgor. To odraža predvsem dejstvo, da je bilo povpraševanje iz ZDA in Združenega kraljestva močnejše, kot je bilo napovedano, čeprav so bili rezultati v prvem četrletju slabši, kot je bilo pričakovano. Na splošno bolj pozitivni rezultati v začetku leta in izboljšani obeti v nekaterih ključnih trgovinskih partnericah euroobmočja kažejo, da se je krivulja svetovne trgovinske menjave še dodatno približala gibanjem v obdobju pred pandemijo. Svetovni uvoz (brez euroobmočja) je bil prav tako popravljen navzgor za celotno obdobje projekcij in se bo po pričakovanjih v letu 2021 povečal za 10,8%, nato pa naj bi se v letu 2022 rast uvoza upočasnila na 4,9%, v letu 2023 pa še nadalje na 3,7%.

**Tveganja v osnovnih projekcijah svetovne rasti so po ocenah večinoma uravnotežena, tveganja za svetovno inflacijo pa so usmerjena navzgor.** V skladu s projekcijami iz preteklih obdobij sta uporabljeni dva alternativna scenarija za svetovne obete, ki odražata negotovost glede prihodnjega poteka pandemije. Prikazujeta različne medsebojne vplive med potekom pandemije in zaježitvenimi ukrepi, ki bi lahko bili sprejeti zaradi takšnega ali drugačnega razvoja dogodkov.<sup>1</sup> Druga tveganja za svetovno aktivnost so povezana z možnostjo, da se bodo presežni prihranki, ustvarjeni v vseh razvitih gospodarstvih med pandemijo, porabili hitreje, kot se pričakuje zdaj. Zaradi tega bi se lahko bolj povečala zasebna potrošnja v teh gospodarstvih ter s tem aktivnost in inflacija. Če se bo izkazalo, da bo okrevanje v razvitih gospodarstvih močnejše in hitrejše, kot je bilo pričakovano, bi se lahko

<sup>1</sup> Za podrobnejši opis glej razdelek 5 z naslovom »[Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju](#)« v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, junij 2021.

spremenila pričakovanja tržnih udeležencev glede prihodnje naravnosti denarne politike po svetu, zato bi se lahko povečalo tveganje popravkov cen na svetovnih finančnih trgih. Takšni popravki cen navadno močneje vplivajo na nastajajoča tržna gospodarstva, zlasti tista s šibkimi gospodarskimi temelji. Okrepila bi se tudi tveganja, ki so povezana z visoko zadolženostjo v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih. Če bodo motnje svetovnih dobavnih verig trajale dlje, kot je trenutno predpostavljeno, bi se lahko razvili močnejši inflacijski pritiski in zaviralni dejavniki za okrevanje svetovne aktivnosti.

## Svetovna cenovna gibanja

### **Svetovne cene primarnih surovin so se od zadnjih projekcij še zvišale.**

Zviševanje cen, ki se je začelo že lansko poletje, se je marca letos začasno ustavilo zaradi volatilnega vzdušja na trgih, ki ga je povzročilo povečevanje donosnosti državnih obveznic. To je povzročilo manjšo korekcijo cen nafte, medtem ko so cene hrane in kovin ostale pretežno stabilne. Vseeno so se cene odtlej premaknile navzgor, saj so se zaradi akomodativnih politik v povezavi z nadaljnjam napredkom cepljenja in pričakovanim umikanjem zajezitvenih ukrepov izboljšali obeti glede povpraševanja po surovinah. Po napovedih Mednarodne agencije za energijo bo svetovno povpraševanje po nafti do konca leta 2021 nadoknadilo večino obsega, ki ga je izgubilo med pandemijo. Skladno s tem je skupina OPEC+ svoje proizvodne cilje postopno prilagodila navzgor, kar vključuje tudi postopno odpravo enostranskega zmanjšanja proizvodnje v Saudovi Arabiji. Svetovne cene nafte na splošno oblikuje kombinacija močnejšega povpraševanja in postopnega povečevanja proizvodnje ob sočasnem vplivu pozitivnih ocen svetovnih tveganj.

### **Svetovna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se bo po projekcijah zviševala zaradi višjih cen surovin in okrevanja povpraševanja.**

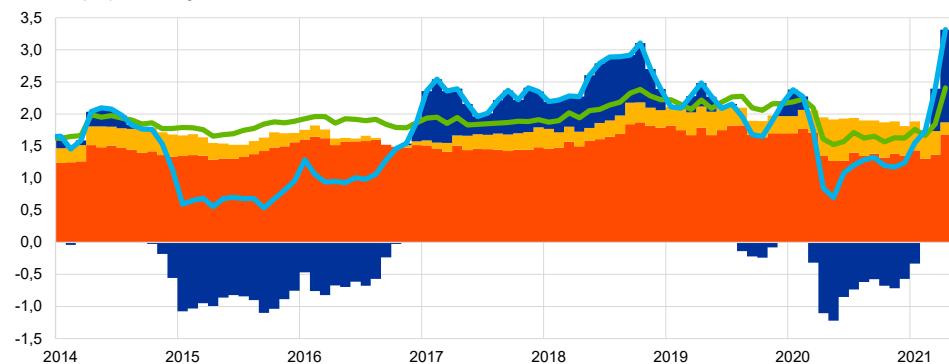
Vendar bo v projekcijah napovedano zvišanje inflacije verjetno zgolj prehodno, saj v gospodarstvu še vedno obstajajo velike proste zmogljivosti, inflacijska pričakovanja pa so trdno zasidrana. Medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, v državah OECD se je aprila zvišala na 3,3%, potem ko je bila marca na ravni 2,4% (graf 3). Cene energentov so se aprila strmo zvišale, cene hrane pa so se še dodatno znižale. Osnovna inflacija po CPI (brez hrane in energentov) se je z marčnih 1,8% v aprilu zvišala na 2,4%. Skupna medletna inflacija po CPI se je zvišala v vseh razvitih gospodarstvih, vendar je na Japonskem ostala v negativnem območju. Kar zadeva glavna nastajajoča tržna gospodarstva zunaj OECD, se je na Kitajskem medletna skupna inflacija povzpela trdneje v pozitivno območje, potem ko je bila dve četrtekri skoraj enaka nič.

### Graf 3

#### Inflacija cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- inflacija brez hrane in energentov
- inflacija z vsemi komponentami
- prispevek vseh komponent razen hrane in energentov
- prispevek hrane
- prispevek energentov



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

**Naraščanje inflacije v letošnjem letu in pričakovano postopno zniževanje v obdobju zatem je upoštevano tudi v projekcijah izvoznih cen konkurentov euroobmočja.** Izvozne cene konkurentov euroobmočja (v nacionalni valutri) se bodo tekom letošnjega leta začele po projekcijah ponovno zviševati. V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami so bile za letos popravljene navzgor zaradi višjih cen primarnih surovin in močnejšega povpraševanja. Na daljši rok bodo izvozne cene konkurentov euroobmočja predvidoma ostale približno enake, kot je bilo predvideno v prejšnjih projekcijah.

## 2

## Finančna gibanja

Čeprav se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) pri srednjih do dolgih ročnostih premaknila rahlo navzgor, je krajši konec ostal večinoma nespremenjen, kar nakazuje, da trgi v zelo bližnji prihodnosti ne pričakujejo skorajšnjih sprememb ključnih obrestnih mer. V obravnavanem obdobju (od 11. marca do 9. junija 2021) se je donosnost državnih obveznic v euroobmočju zmerno povečala, predvsem zaradi boljših gospodarskih obetov ob napredku pri cepljenju v euroobmočju skupaj z nadaljnimi spodbujevalnimi ukrepi ekonomskih politik. Novejše povečanje razmikov v donosnosti državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v vseh jurisdikcijah bi bilo lahko delno povezano z ugibanji glede predčasnega zmanjšanja obsega nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Zvišali so se tudi tečaji delnic, k čemur je prispevalo veliko povečanje pričakovanj o podjetniškem dobičku, medtem ko so bile diskontne obrestne mere še vedno razmerama nizke. Kot odraz gibanja tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju še naprej zmanjševali in dosegli ravni, ki so bile nazadnje dosežene pred marcem 2020. Na deviznih trgih se je nominalni efektivni tečaj eura rahlo okreplil.

**EONIA in referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali –48 oziroma –57 bazičnih točk.<sup>2</sup>**

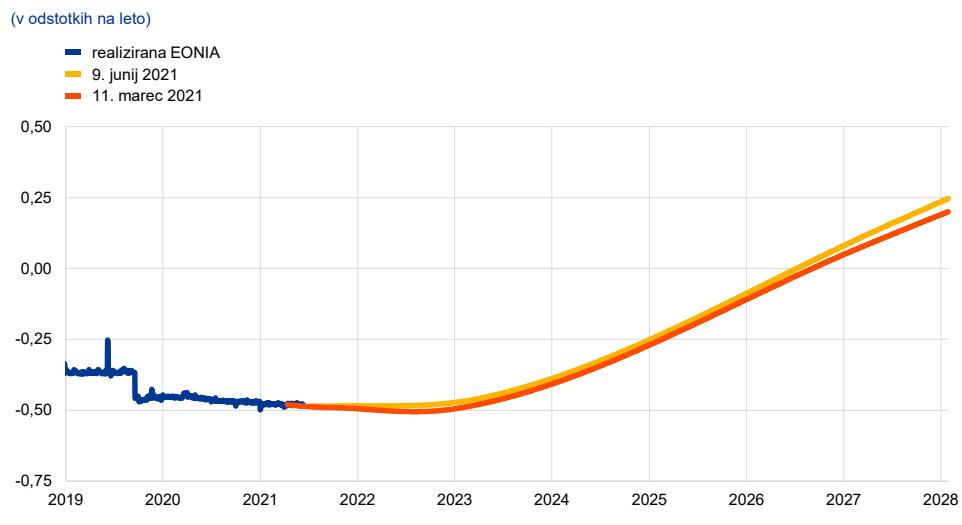
Presežna likvidnost se je povečala za približno 516 milijard EUR na okrog 4.207 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev ter tudi zaradi poravnave sedme operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) v znesku 330,5 milijarde EUR. Te injekcije likvidnosti so bile delno odtehtane z gibanji avtonomnih dejavnikov in končno zapadlostjo operacij iz druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

**Čeprav se je v obravnavanem obdobju krivulja terminskih obrestnih mer EONIA pri srednjih do dolgih ročnostih premaknila rahlo navzgor, je bila na krajšem koncu še vedno približno nespremenjena, s čimer še naprej nakazuje, da udeleženci na trgu ne pričakujejo skorajšnje spremembe obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita (graf 4).** Krajši konec krivulje terminskih obrestnih mer EONIA je trenutno skoraj povsem izravnан, iz česar je mogoče sklepati, da udeleženci na finančnem trgu ne pričakujejo skorajšnjega znižanja ali zvišanja obrestnih mer. Desetletna promptna obrestna mera EONIA se je zvišala za 6,2 odstotne točke.

<sup>2</sup> Metodologija za izračun obrestne mere EONIA se je 2. oktobra 2019 spremenila, tako da se ta zdaj izračunava kot obrestna mera €STR, ki se ji doda fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke. Glej okvir z naslovom »Goodbye EONIA, welcome €STR!«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2019.

## Graf 4

### Termske obrestne mere EONIA

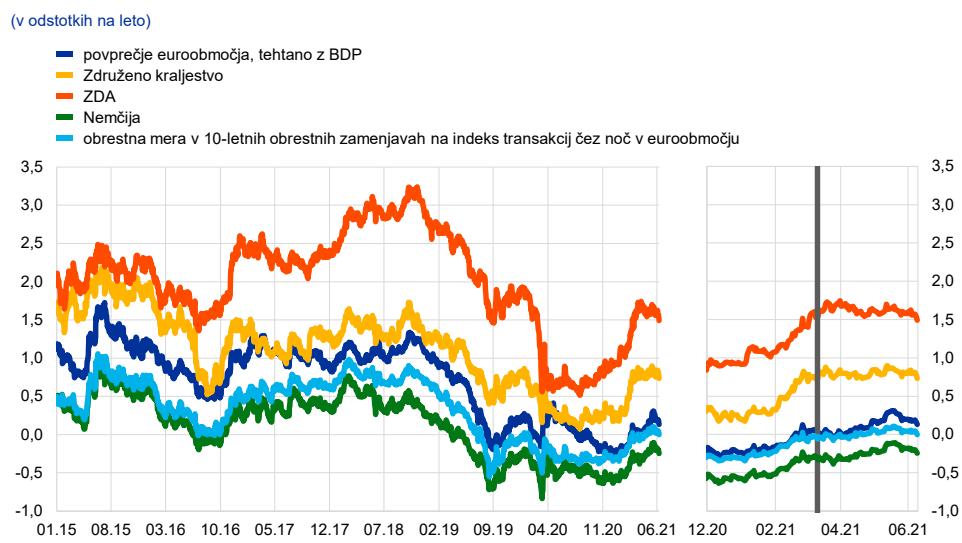


Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

**Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je v obravnavanem obdobju nekoliko povečala (graf 5).** Na povečanje je vplivalo zlasti to, da so terminske premije postale manj negativne. K temu sta prispevala izboljšanje razmer na področju javnega zdravja in s tem povezano izboljšanje ocene udeležencev na trgu glede gospodarskih obetov. Tako se je donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, povečala za 14 bazičnih točk na 0,13%. Hkrati se je donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA in Združenem kraljestvu rahlo zmanjšala na 1,49% ozziroma 0,73%.

## Graf 5

### Donosnost 10-letnih državnih obveznic



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

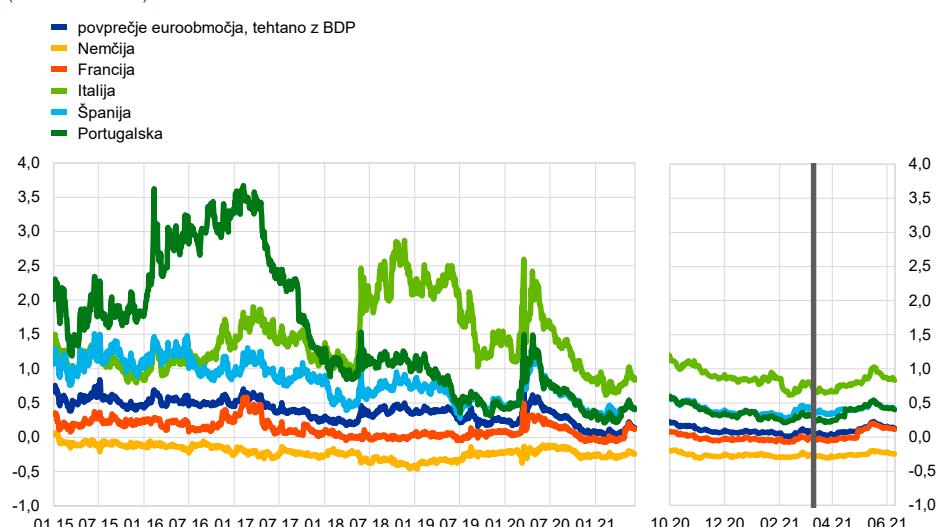
Opombe: Navpična siva crta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. marec 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. junij 2021.

**Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se zmerno povečali (graf 6).** Čeprav je mogoče povečanje razmikov v donosnosti v obravnavanem obdobju delno pripisati zvišanju premij za kreditno tveganje, bi bila lahko novejša gibanja povezana tudi z ugibanji glede prilagoditve obsega nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in z obsežno ponudbo državnih obveznic. V celoti gledano so se razmiki v donosnosti državnih obveznic povečali pri vseh državah, pri čemer se je razmik v donosnosti italijanskih 10-letnih državnih obveznic povečal za 16 bazičnih točk na 0,83%, portugalskih za 15 bazičnih točk na 0,40% in francoskih za 15 bazičnih točk na 0,11%. V istem obdobju se je razmik v donosnosti nemških in španskih 10-letnih državnih obveznic povečal za 3 bazične točke na -0,25% oziroma za 4 bazične točke na 0,41%.

### Graf 6

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

(v odstotnih točkah)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

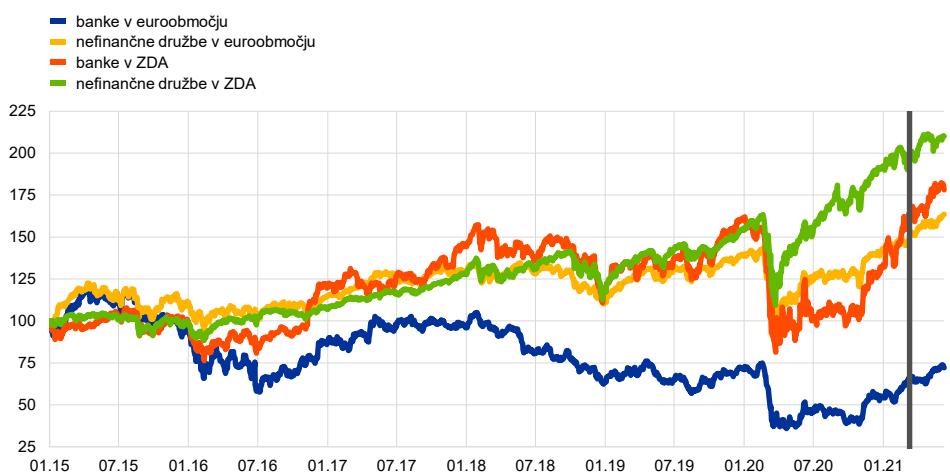
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. marec 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. junij 2021.

**Tečaji delnic so se zaradi pričakovanj o višji rasti dobička in še naprej razmeroma nizkih diskontnih obrestnih mer povečali na obeh straneh Atlantika, pri čemer so v ZDA dosegli rekordno visoke vrednosti (graf 7).** Tečaji delnic v euroobmočju so se zvišali zaradi vztrajno nizkih diskontnih obrestnih mer, zlasti pa zaradi velikega povečanja pričakovanj o podjetniškem dobičku. Kljub temu je iz gibanj na delniških trgih še naprej mogoče razbrati, da je okrevanje v različnih sektorjih in državah neenakomerno. Hkrati ni očitnih znakov previsokega vrednotenja ali prevzemanja pretiranega tveganja. V celoti gledano so se tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju zvišali za 7,9%, tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA pa za 5,4%, medtem ko so tečaji bančnih delnic v euroobmočju porasli za 11%, v ZDA pa za 8,6%.

## Graf 7

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. marec 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. junij 2021.

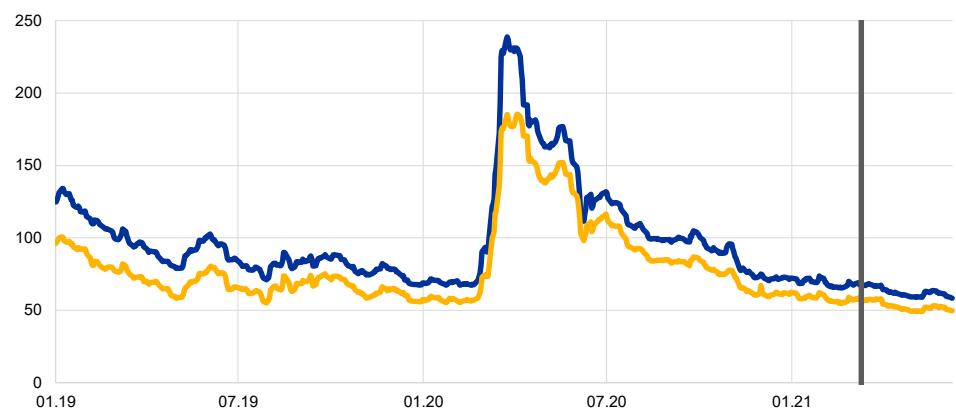
**Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se še naprej rahlo zmanjševali in dosegli ravni, ki so bile nazadnje dosežene pred marcem 2020 (graf 8).** Zaradi zviševanja tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju še naprej zmanjševali. V obravnavanem obdobju se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) zmanjšal za 8 oziroma 9 bazičnih točk ter tako dosegel ravni pred pandemijo. Razlogi za nadaljnje zmanjševanje razmikov so verjetno povezani z nadaljnjam izboljševanjem makroekonomskih obetov v kombinaciji s spodbujevalnimi ukrepi ekonomske politik, ki so do zdaj brez primere, ter s trenutno razmeroma ugodno oceno bonitetnih agencij glede kreditnih tveganj v bližnji prihodnosti. Kljub temu še vedno obstajajo določene ranljivosti, sedanja raven razmikov pa očitno temelji na sedanjih spodbujevalnih ukrepih.

### Graf 8

#### Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

- razmiki v donosnosti obveznic finančnih družb
- razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

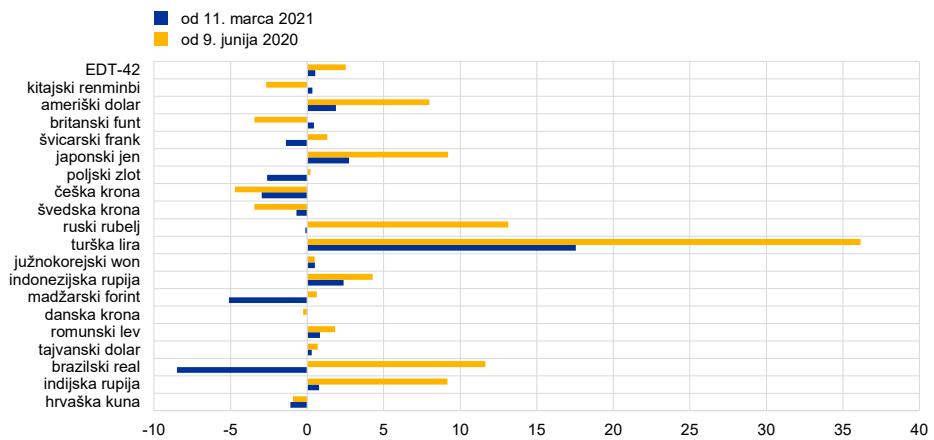
Opombe: Razmiki so razlika med obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. marec 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 9. junij 2021.

**Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, ob izboljšanih gospodarskih obetih v euroobmočju rahlo apreciiral (graf 9).** Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 0,5%. Euro je apreciiral v razmerju do ameriškega dolarja (za 1,9%), in sicer zaradi boljših gospodarskih obetov v euroobmočju, ker se je dinamika cepljenja povečala, in hkrati šibkega tečaja dolarja, ki se je od konca marca zniževal vzporedno z zmanjševanjem donosnosti ameriških državnih obveznic. Euro se je okrepil tudi v razmerju do japonskega jena (za 2,7%), britanskega funta (za 0,4%) in kitajskega renminbia (za 0,3%). V razmerju do turške lire, ki je bila na splošno šibka, je močno apreciiral (za 17,5%), medtem ko je v razmerju do brazilskega reala, ki se je zaradi zvišanja cen primarnih surovin na splošno okrepil, izrazito depreciiral (za 8,5%). Euro je depreciiral tudi v razmerju do švicarskega franka (za 1,4%) in valut več držav članic EU zunaj euroobmočja, vključno z madžarskim forintom, češko krono in poljskim zlotom.

### Graf 9

#### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 9. junija 2021.

### 3

## Gospodarska aktivnost

*BDP se je v prvem četrtletju 2021 dodatno zmanjšal za 0,3%, tako da je bil za 5,1% nižji od ravni pred pandemijo v zadnjem četrtletju 2019. Domače povpraševanje je negativno prispevalo k rasti v prvem četrtletju 2021, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave nekoliko pozitiven. Spremembe zalog so imele velik pozitiven vpliv na rast. Ankete o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov ter visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo, da se je gospodarska aktivnost v letošnjem drugem četrtletju precej izboljšala. Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih je še vedno močna, podpira pa jo močno svetovno povpraševanje, čeprav bi lahko ozka grla na strani ponudbe nekoliko zavrla industrijsko aktivnost v bližnji prihodnosti. Hkrati je iz anket o poslovnih tendencah razvidno, da se aktivnost v storitvenih dejavnostih ob zmanjševanju števila okužb močno povečuje, kar bo omogočilo postopno normalizacijo tistih dejavnosti, v katerih je veliko fizičnih stikov. Kazalniki zaupanja potrošnikov se izboljšujejo, s čimer nakazujejo, da se bo zasebna potrošnja v prihodnjem obdobju močno povečala. Podjetniške naložbe kljub šibkejšim bilancam podjetij in še vedno negotovim gospodarskim obetom vztrajno rastejo. Rast se bo po pričakovanjih v drugi polovici leta 2021 še naprej močno izboljševala, saj naj bi bilo zaradi napredka pri cepljenju mogoče nadalje sproščati zaježitvene ukrepe. V srednjeročnem obdobju naj bi okrevanje gospodarstva v euroobmočju spodbujali močnejše svetovno in domače povpraševanje ter nadaljnja podpora denarne in javnofinančne politike.*

*Tako oceno na splošno kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija 2021 pripravili strokovnjaki Eurosistema. Po teh projekcijah bo medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 4,6%, v letu 2022 4,7% in v letu 2023 2,1%. V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili gospodarski obeti za leti 2021 in 2022 popravljeni navzgor, za leto 2023 pa so nespremenjeni.*

*Gledano v celoti so tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ocenjena kot približno uravnotežena. Na eni strani bi lahko še močnejše okrevanje temeljilo na boljših obetih glede svetovnega povpraševanja in hitrejšem zmanjševanju varčevanja gospodinjstev od pričakovanega, ko bodo odpravljene omejitve fizičnih stikov in potovanj. Na drugi strani pa so nadaljevanje pandemije, vključno s širjenjem mutacij virusa, ter posledice za gospodarske in finančne razmere še naprej vir navzdol usmerjenih tveganj.*

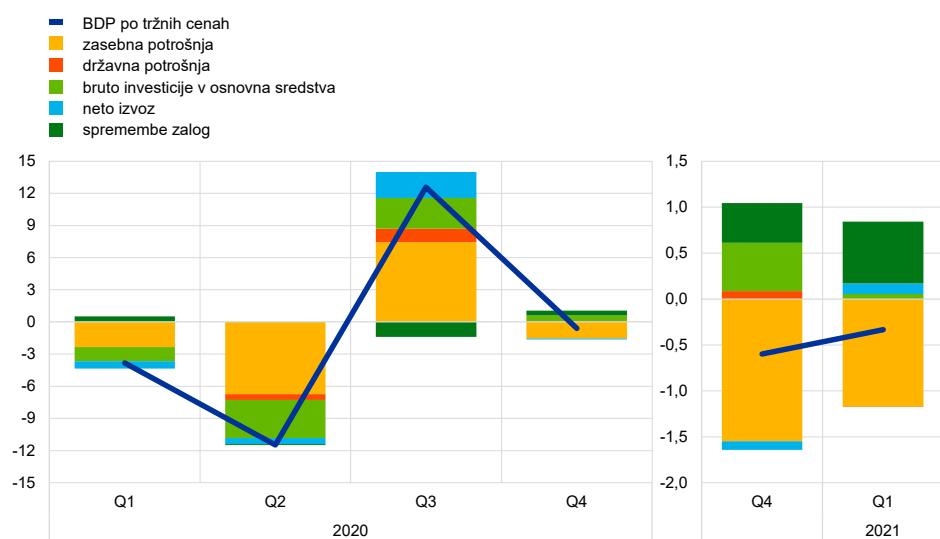
**Po ponovnem krčenju v prvem četrtletju 2021 naj bi se v drugem četrtletju gospodarska aktivnost v euroobmočju okreplila.** Po 0,6-odstotnem zmanjšanju v zadnjem četrtletju 2020 se je BDP v prvem četrtletju 2021 medčetrtletno realno dodatno zmanjšal za 0,3% (graf 10). Zmanjšanje je bilo nekoliko manjše, kot je bilo napovedano v marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB (-0,4%). Upad gospodarske aktivnosti v prvem četrtletju je bil predvsem posledica domačega povpraševanja, zlasti zasebne potrošnje, medtem ko so imele spremembe zalog velik pozitiven vpliv ob dodatnem majhnem pozitivnem prispevku neto trgovinske menjave. Na proizvodni strani so bila gibanja v prvem četrtletju med sektorji še naprej precej raznolika. Medtem ko se je dodana vrednost v storitvenih dejavnostih dodatno

zmanjšala, se je gospodarska aktivnost v industrijskem sektorju (brez gradbeništva) znova povečala.

### Graf 10

#### Realni BDP v euroobmočju in komponente

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevek v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

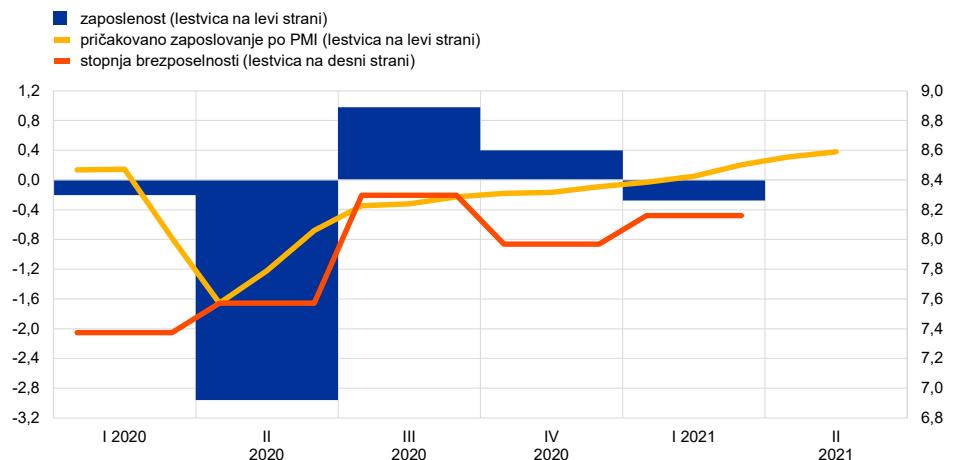
#### Na trg dela v euroobmočju še naprej spodbudno vplivajo obsežni

**spodbujevalni ukrepi politik, ki blažijo vpliv pandemije.** Po predhodno objavljenih prvih podatkih se je zaposlenost v prvem četrtletju 2021 medčetrtletno zmanjšala za 0,3%, potem ko se je v zadnjem četrtletju 2020 povečala za 0,3% (graf 11). Zaradi tega se je stopnja brezposelnosti v prvem četrtletju v primerjavi s prejšnjim četrtletjem povečala z 8,0% na 8,2%. Zaposlenost je bila v prvem četrtletju 2021 za 2,2% nižja od ravni, dosežene v zadnjem četrtletju 2019, tj. pred izbruhom pandemije. Opravljene delovne ure imajo še naprej pomembno vlogo pri prilagajanju trga dela v euroobmočju in pri odzivanju politik na izzive, ki jih prinaša pandemija. Skupno število opravljenih delovnih ur se je v tretjem četrtletju 2020 zvišalo za 14,7%, nato pa se je v zadnjem četrtletju (zadnji razpoložljivi podatki) znižalo za 1,5% in je bilo še vedno za 6,4% nižje kot ob koncu leta 2019. Medtem se je stopnja brezposelnosti v aprilu 2021 glede na marec znižala z 8,1% na 8,0%, pri čemer je bila nižja od najvišje ravni med pandemično krizo, zabeležene v avgustu 2020 (8,7%). Kljub temu stopnja brezposelnosti presega predpandemjsko raven, doseženo v februarju 2020 (7,3%). Delež delavcev, vključenih v programe za ohranitev delovnih mest, je marca 2021 po ocenah znašal okrog 6% delovne sile, kar je manj kot aprila 2020, ko je bil skoraj 20-odstoten. Vendar pa se število delavcev, vključenih v takšne programe, od oktobra 2020 povečuje zaradi ponovno uvedenih ukrepov za zaježitev pandemije v nekaterih državah. V prihodnjem obdobju precejšnje število delavcev, ki so še vedno vključeni programe za ohranitev delovnih mest, pomeni tveganje, da se bo stopnja brezposelnosti zvišala.

### Graf 11

#### Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

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



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti je prikazan mesečno; zaposlenost in brezposelnost sta prikazana četrletno. PMI je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2021 pri zaposlenosti, na maj 2021 pri PMI in na april 2021 pri stopnji brezposelnosti.

**Kljub boljšim kratkoročnim kazalnikom trga dela gospodinjstva še vedno pričakujejo veliko brezposelnost.** V maju 2021 je bil sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti za euroobmočje še naprej višji od vrednosti 50 in se je še zvišeaval. Na podlagi tega gibanja je mogoče sklepati, da se zaposlenost od letosnjega februarja povečuje, pričakovanja gospodinjstev o prihodnjem stanju brezposelnosti pa so se v zadnjem času izboljšala. Čeprav se pričakovanja glede brezposelnosti od marca 2021 zmanjšujejo, so še vedno precej večja kot pred pandemijo.

**Po upadu zasebne potrošnje v prvem četrletju so potrošniki postopoma postali bolj optimistični, čeprav je njihov finančni položaj še vedno šibek.** Po šibkem prvem četrletju, ko se je zasebna potrošnja zmanjšala za 2,3%, naj bi se v drugem četrletju predvidoma povečala, čeprav to iz več kazalnikov, objavljenih na začetku četrletja, še ni v celoti razvidno. V aprilu 2021 se je obseg trgovine na drobno medmesečno skrčil za 3,1%, čeprav je bil še vedno za 0,3% večji od povprečne ravni v prvem četrletju. Število registracij novih avtomobilov se je aprila rahlo znižalo (medmesečno za 0,4%) in je bilo več kot 20% pod ravnijo iz februarja 2020. Pozitivno je, da je zaupanje potrošnikov v maju znova doseglo raven izpred pandemije (-5,1 v primerjavi z -8,1 aprila in -10,8 marca). Zadnje povečanje je predvsem posledica boljih pričakovanj gospodinjstev glede splošnih gospodarskih razmer, medtem ko svoj osebni finančni položaj še vedno ocenjujejo precej slabše kot pred krizo. Z okrevanjem gospodarstva naj bi dohodek od dela vse več prispeval k dohodku gospodinjstev, s čimer naj bi se zmanjšala odvisnost od javnofinančne podpore. Poleg tega so v aprilu skladno s postopnim okrevanjem zasebne potrošnje potrošniki začeli manj varčevati v bančnih vlogah (glej tudi razdelek 5). Iz rezultatov ankete o mnenju potrošnikov, ki jo je opravila Evropska komisija, je mogoče sklepati, da se bo zasebna potrošnja v naslednjih 12 mesecih še naprej povečevala, čeprav ne kaže nobenih znakov razmaha.

**Podjetniške (negradbene) naložbe so se v prvem četrtletju 2021 rahlo zmanjšale, vendar naj bi se v drugem četrtletju in v preostanku leta po pričakovanjih močno povečale.** Po visoki medčetrletni stopnji rasti negradbenih naložb v zadnjem četrtletju 2020 so ozka grla v dobavnih verigah in zaostritev zaježitvenih ukrepov v nekaterih državah euroobmočja prispevali k 0,4-odstotnemu medčetrletnemu upadu naložb v prvem četrtletju letošnjega leta. Upad v prvem četrtletju je bil posledica velikega zmanjšanja naložb v motorna vozila in izrazitega preobrata po obsežnih naložbah v proizvode intelektualne lastnine v zadnjem četrtletju 2020, s čimer se je več kot izravnala močna rast naložb v drugo opremo in stroje. Kratkoročni kazalniki nakazujejo, da so se naložbe v drugem četrtletju 2021 izrazito in na splošno okrepile v vseh državah. Iz anketnih podatkov do vključno maja je tako razvidno, da se je zaupanje v sektorju proizvodov za investicije močno povečalo, k čemur so prispevali živahno povpraševanje in obsežna izvozna naročila po rekordno visoki proizvodnji v aprilu. Tudi na strani ponudbe je izkorisčenost proizvodnih zmogljivosti v sektorju proizvodov za investicije ob začetku drugega četrtletja precej presegla predkrizno raven, medtem ko so se omejitve v proizvodnji zaradi pomanjkanja opreme zelo povečale. Kar zadeva celotno leto, anketni podatki podpirajo oceno, da bo rast podjetniških naložb v prihodnjih mesecih močnejša. Iz rezultatov zadnje ankete o dostopu podjetij do financiranja (SAFE<sup>3</sup>), opravljene v marcu in aprilu 2021, je razvidno, da so se odločitve podjetij o investicijah v osnovna sredstva kljub še vedno veliki negotovosti in šibkejšim bilancam podjetij stabilizirale.<sup>4</sup> V polletni anketi Evropske komisije o investicijah iz aprila 2021 je bilo predvideno, da se bodo leta 2021 naložbe v industriji povečale za 7% (kar je približno še enkrat toliko, ko je bilo predvideno v anketi iz novembra 2020), in sicer predvsem za namene širitve in nadomestitve in ne za racionalizacijo proizvodnje.

**Stanovanske naložbe so se v prvem četrtletju 2021 nadalje povečale, na splošno pozitiven trend pa naj bi se nadaljeval.** Stanovanske naložbe so se v prvem četrtletju povečale (medčetrletno za 0,5%) in so bile za 1,2% nižje od predkrizne ravni v zadnjem četrtletju 2019. V prihodnjem obdobju naj bi stanovanske naložbe v euroobmočju sledile pozitvnemu trendu, čeprav bo intenzivnost povečevanja v kratkoročnem obdobju verjetno manjša zaradi omejitev v ponudbi. Na strani povpraševanja so po anketnih podatkih Evropske komisije kratkoročne namere potrošnikov glede nakupa ali gradnje dosegle najvišjo raven od začetka leta 2003, namere glede obnove stanovanj pa so dosegle najvišjo raven doslej. Na strani ponudbe se je zaupanje v gradbenem sektorju izboljšalo tudi v aprilu in maju. Zvišanje ocen podjetij glede skupne ravni naročil nakazuje, da je povpraševanje po stanovanjih veliko. Hkrati so se težave s ponudbo povečale. Po anketnih podatkih Evropske komisije so se gradbena podjetja v prvih dveh mesecih drugega četrtletja zaradi pomanjkanja materialov in delovne sile soočala z rekordno velikimi omejitvami v proizvodnji. Omejitve v ponudbi se kažejo tudi v anketah PMI za gradbeni sektor, po katerih so se dobavni roki aprila in maja v primerjavi s prvim četrtletjem 2021 v povprečju izrazito podaljšali. Poleg tega so se poslovna pričakovanja podjetij za prihodnje leto nekoliko poslabšala, a se še vedno izboljšujejo.

<sup>3</sup> Glej anketo o dostopu podjetij do financiranja, ECB, 1. junij 2021.

<sup>4</sup> Glej tudi razdelek z naslovom »Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors« v *Financial Stability Review*, ECB, maj 2021.

**Rast trgovinske menjave v euroobmočju se je v prvem četrtletju 2021 zmanjšala, zaradi česar je bil prispevek neto trgovinske menjave k BDP rahlo pozitiven.** Po vztrajni rasti v drugi polovici leta 2020 se je okrevanje izvoza euroobmočja v prvem četrtletju 2021 upočasnilo (+1,0% medčetrletno). Okrevanje so zavirale motnje zaradi brexita skupaj z omejitvami, povezanimi z odpremo in proizvodnjo. Iz podatkov o nominalni blagovni menjavi je razvidno, da je trgovinska menjava z Združenim kraljestvom le delno okrevala po upadu januarja 2021 zaradi brexita, pri čemer je bil zlasti prizadet nominalni uvoz, ki je marca 2021 znašal 75% vrednosti iz decembra 2020. Kar zadeva druge izvozne destinacije, je k rasti obsega izvoza blaga v države zunaj euroobmočja pozitivno prispevala Kitajska. Z vidika posameznih sektorjev je upad očiten v vseh kategorijah razen v sektorju proizvodov za investicije. Dolgi dobavni roki in vse višje tovorne tarife so ob pomanjkanju proizvodov za vmesno porabo (kot so kemikalije, les, plastika, kovine in polprevodniki) negativno vplivali na rast izvoza predelovalnih dejavnosti euroobmočja (okvir 6). Vendar pa v prihodnost usmerjeni kazalniki na podlagi naročil nakazujejo močan zagon izvoza blaga v prihodnjem obdobju. Storitvena menjava kaže določene znake izboljšanja ob prihajajoči poletni sezoni in pričakovanem sproščanju ukrepov omejevanja gibanja, kar bi spodbudno vplivalo na izvoz potovalnih storitev. Uvoz se je v prvem četrtletju 2021 povečal približno enako hitro kot izvoz (+0,9% medčetrletno), v prihodnjih četrtletjih pa naj bi ga podpiralo okrevanje domačega povpraševanja.

**Iz novih informacij je razvidno, da se je v drugem četrtletju 2021 gospodarska aktivnost v euroobmočju občutno izboljšala.** Anketni podatki so se izboljšali skladno z obnovljeno močno rastjo v drugem četrtletju 2021. Gospodarska aktivnost se je nedavno okrepila v vseh sektorjih in v vseh državah. Sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti, ki se je zvišal z 48,1 v zadnjem četrtletju 2020 na 49,9 v prvem četrtletju 2021, se je v zadnjem času dodatno zvišal ter v aprilu in maju povprečno znašal 55,4. Izboljšanje indeksa je posledica gibanj v predelovalnih in storitvenih dejavnostih – po anketnih rezultatih oba sektorja zdaj pričakujeta rast. Videti je, da je napredek pri cepljenju dodatno spodbudil zaupanje, zlasti v storitvenih dejavnostih. Zaupanje se je povečalo v vseh podsektorjih storitvenih dejavnosti, čeprav je v dejavnostih, v katerih je veliko fizičnih stikov, še vedno precej manjše kot pred pandemijo. Povečanje zaupanja pomeni okrevanje storitvenih dejavnosti, vendar zelo velika razlika v primerjavi s predkriznimi ravnimi aktivnostmi v dejavnostih, v katerih je veliko fizičnih stikov, nakazuje, da se storitve še vedno spopadajo z obsežnimi prostimi zmogljivostmi.

**Zaradi nadaljevanja pandemije COVID-19 se je rast v zadnjih mesecih upočasnila, vendar pa je okrevanje blizu, pri čemer je močan porast mogoče pričakovati od druge polovice leta 2021 dalje.** Čeprav so bili strogi zaježitveni ukrepi podaljšani v večino prve polovice leta 2021, je bil zaradi vpliva učenja, vztrajne rasti proizvodnje v predelovalnih dejavnostih in tujega povpraševanja ter podpore denarne in fiskalne politike upad gospodarske aktivnosti kljub ozkim grlom v ponudbi, ki so zavirala proizvodnjo v nekaterih sektorjih, omejen bolj kot v prvem valu pandemije. V bližnji prihodnosti naj bi pospešeno cepljenje in s tem povezano znižanje števila okužb omogočila hitrejše sproščanje zaježitvenih ukrepov glede na strožje ravni v prvi polovici leta 2021, kot je bilo predhodno pričakovano. To se odraža v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za

euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 4,6%, v letu 2022 4,7% in v letu 2023 2,1% (graf 12). Gospodarska aktivnost v euroobmočju naj bi se po napovedih znova začela povečevati v drugem četrtletju 2021 ter naj bi se v drugi polovici leta pod vplivom izrazitega porasta zasebne potrošnje in umiritve motenj v dobavnih verigah močno povečala, tako da bi bil realni BDP od prvega četrtletja 2022 dalje višji kot pred krizo.<sup>5</sup>

### Graf 12

#### Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medčetrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki je bil 10. junija 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Zaradi volatilnosti realnega BDP v letu 2020, ki je doslej brez primere, je v grafu od leta 2020 uporabljena drugačna lestvica. Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. V grafu niso prikazani razponi okrog projekcij, kar je posledica dejstva, da v sedanjih okoliščinah s standardnim načinom izračuna razponov (na podlagi preteklih napak v projekcijah) ne bi dobili vrednosti, ki bi bila zanesljiv pokazatelj izjemne negotovosti glede trenutnih projekcij.

<sup>5</sup> Glej okvir 4 v članku z naslovom »[Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki je bil 10. junija 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

## 4

## Cene in stroški

*Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, v euroobmočju zvišala z 1,3% marca 2021 na 1,6% aprila in na 2,0% maja. Zvišanje je bilo predvsem posledica visoke rasti inflacije v skupini emergentov (kar je odraz občutnih navzgor delujocih baznih učinkov ter mesečne rasti) ter v manjši meri tudi posledica rahlega zvišanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen emergentov. Skupna inflacija se bo proti jeseni najverjetneje še dodatno zvišala predvsem zaradi odprave začasnega zniževanja stopnje DDV v Nemčiji. Inflacija se bo predvidoma začela zopet zniževati na začetku naslednjega leta, ko bodo začasni dejavniki popustili, svetovne cene emergentov pa se bodo umirile. Temeljni cenovni pritiski se bodo letos predvidoma nekoliko okrepili, in sicer zaradi začasnih omejitve na strani ponudbe in okrevanja domačega povpraševanja. Vseeno bodo cenovni pritiski po pričakovanjih ostali oslabljeni, kar bo deloma posledica nizkih plačnih pritiskov v okolju precejšnjih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti ter nedavne apreciacije tečaja eura. Ko bo vpliv pandemije popustil, bo zmanjševanje velikih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti ob podpori spodbujevalne denarne in javnofinancne politike prispevalo k temu, da se bo osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju postopno zviševala. Anketni in tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo na nizkih ravneh, čeprav tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj še naprej naraščajo.*

*Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija 2021 pripravili strokovnjaki Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija znašala 1,9% v letu 2021, 1,5% v letu 2022 in 1,4% v letu 2023. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili inflacijski obeti za leti 2021 in 2022 popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi začasnih dejavnikov in zvišanja inflacije v skupini emergentov. Obeti za leto 2023 pa ostajajo nespremenjeni, ko bo pričakovan porast osnovne inflacije večinoma izravnalo pričakovano znižanje inflacije v skupini emergentov. Inflacija brez emergentov in hrane bo po projekcijah leta 2021 znašala 1,1%, leta 2022 1,3% in leta 2023 1,4%, pri čemer so popravki navzgor v primerjavi z marčnimi projekcijami zabeleženi za celotno obdobje projekcij.*

**Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija maja še dodatno porasla.** Znašala je 2,0% in se je zvišala z 1,3% v marcu in 1,6% v aprilu, kar je predvsem odraz nadaljnje krepitve inflacije v skupini emergentov (graf 13). Približno polovica skupnega zvišanja skupne inflacije med decembrom 2020 in majem 2021 je posledica navzgor delujocih baznih učinkov, povezanih z močnim upadom cen naftne in emergentov spomladi 2020.<sup>6</sup>

---

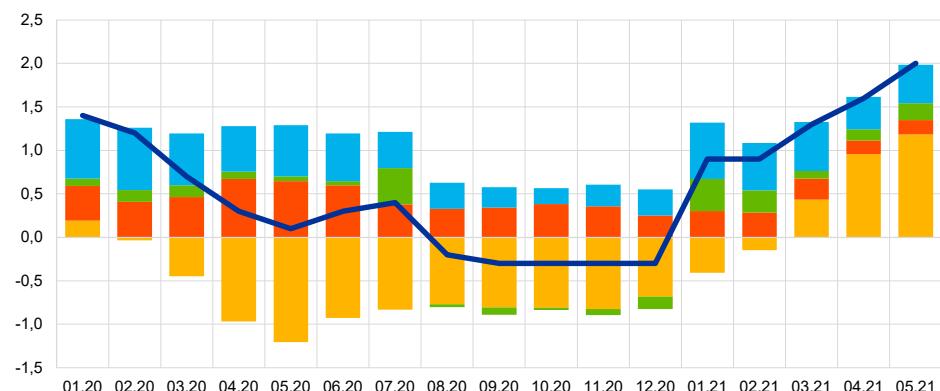
<sup>6</sup> Več informacij o vplivu baznih učinkov na inflacijo v skupini emergentov je v okvirju z naslovom »Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021.

### Graf 13

#### Skupna inflacija in komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- HICP
- energenti
- hrana
- industrijski proizvodi razen energentov
- storitve



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

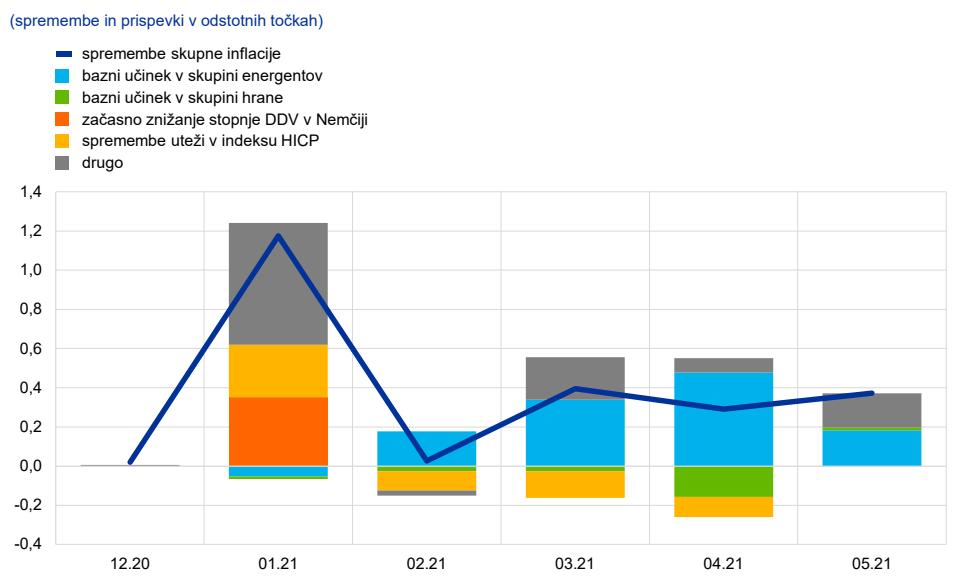
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2021 (prva ocena).

**Gibanje skupne inflacije je v zadnjih mesecih tudi posledica drugih začasnih dejavnikov.** Tako so na primer spremembe uteži v indeksu HICP na začetku leta privedle do močnega zvišanja inflacije v januarju, vendar je ta učinek v sledečih mesecih bolj ali manj popustil (pri čemer je april zadnji mesec, za katerega je mogoče opraviti izračun).<sup>7</sup> Podobno je začasen skokovit porast inflacije v skupini nepredelane hrane v aprilu 2020 povzročil navzdol usmerjen bazni učinek v aprilu 2021, ki je do neke mere izravnal navzgor usmerjene pritiske, ki izhajajo iz baznih učinkov, povezanih z energenti (graf 14). Na stopnjo inflacije so v zadnjih mesecih vplivala tudi sezonska gibanja. Inflacija v skupini storitev se je na primer zvišala z 0,9% v aprilu na 1,1% v maju, in sicer deloma zaradi datuma velike noči in ostalih praznikov v tistem obdobju. Obenem so spremembe obdobja in obsega razprodaj v trgovinah močno vplivale na zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v januarju in februarju, vendar je od takrat ta učinek že popustil, medtem ko je 0,7-odstotna stopnja inflacije, zabeležena maja – ki je bila rahlo višja od 0,6-odstotnega dolgoročnega povprečja – lahko boljši pokazatelj tega, koliko so se v zadnjih mesecih zvišali vhodni stroški vzdolž dobavne verige.

<sup>7</sup> Zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19) se je leta 2020 trošenje gospodinjstev precej spremenilo. Spremembe so odražajo v utežeh v indeksu HICP za leto 2021 – in posledično v stopnji medletne inflacije. Analiza kompleksnosti tega vpliva je v okvirju z naslovom »Uteži v indeksu HICP za leto 2021 in njihov vpliv na merjenje inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2021.

### Graf 14

Prispevki baznih učinkov in drugih začasnih dejavnikov k mesečnim spremembam medletne inflacije



Viri: Eurostat, Deutsche Bundesbank in izračuni ECB.

Opombe: Prispevek začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji temelji na ocenah iz publikacije *Monthly Report – November 2020*, ki ga je pripravila Deutsche Bundesbank. Prispevka sprememb uteži v indeksu HICP ni mogoče izračunati za maj 2021 (ker podatki za izračun še niso na voljo), zato se odšteje od komponente »drugo«. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2021 (na podlagi prve ocene).

**Pripisane vrednosti cen nakazujejo, da negotovost še naprej spremja signale glede temeljnih cenovnih pritiskov.** Po začasnih podatkih Eurostata se je delež pripisanih vrednosti od januarja do maja zmanjšal le zmerno in tako pri inflaciji upadel s 13% na 10%, pri inflaciji brez energentov in hrane pa z 18% na 13%. To je mogoče pojasniti predvsem z deležem pripisanih vrednosti v komponenti storitev, ki je od novembra lani precej stabilen na ravni okrog ene petine, in sicer zaradi velikega deleža rekreacijskih in potovalnih storitev. Nasprotno pa se je delež pripisanih vrednosti v komponenti industrijskih proizvodov razen energentov občutno zmanjšal in upadel s 17% v januarju na le 6% v maju. Ker pa je komponenti storitev pripisana večja utež, to še naprej pomeni, da signal glede temeljnih cenovnih pritiskov še naprej spremja visoka stopnja negotovosti.

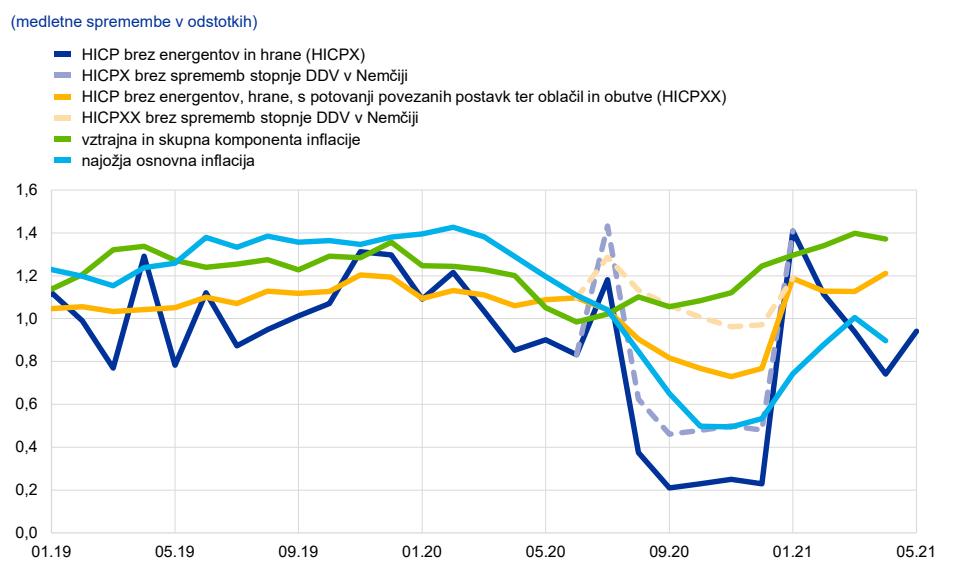
**Merila osnovne inflacije ne dajejo vsesplošnega signala, ki bi nakazoval vzdržen porast inflacijskih pritiskov (graf 15).** Potem ko se je januarja močno zvišala, se je inflacija brez energentov in hrane občutno znižala in tako marca upadla na 0,9% in aprila na 0,7%, nato pa je maja porasla na 0,9%. Dinamika v prvih nekaj mesecih leta 2021 je bila predvsem posledica gibanja v komponenti oblačil, obutve in potovalnih storitev (vključno s počitnicami v paketu, nastanitvenimi storitvami in zračnim potniškim prometom).<sup>8</sup> Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve je bila stabilnejša kot inflacija brez energentov in hrane in je aprila znašala 1,2% (zadnji dostopni podatki). Kar zadeva druga merila osnovne inflacije, je kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije aprila znašal

<sup>8</sup> Podrobnosti o morebitni podobnosti pri s potovanji povezanih postavkah, ki so jih prizadele omejitve gibanja zaradi COVID-19, so v okvirju z naslovom »Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

1,4% in tako od marca ostal večinoma nespremenjen, medtem ko se je merilo najožje osnovne inflacije zmerno zmanjšalo in v istem obdobju upadlo z 1,0% na 0,9%.

### Graf 15

#### Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2021 pri kazalniku inflacije brez energentov in hrane (prva ocena) in na april 2021 pri drugih kazalnikih.

**Pritiski iz proizvodne verige na komponento industrijskih proizvodov za široko porabo razen energentov se še naprej občutno povečujejo – čeprav do zdaj večinoma v zgodnejših fazah cenovne verige.** Tako se je rast cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih še dodatno zvišala in aprila znašala 6,9%, kar je 2,5 odstotne točke višje kot marca in 4,4 odstotne točke višje kot februarja. Prav tako se je znatno zvišala rast uvoznih cen v skupini proizvodov za vmesno porabo, in sicer z 1,5% februarja in 4,6% marca na 7,1% aprila. To gibanje je verjetno odraz pritiskov na zvišanje inflacije, ki izhajajo iz transportnih stroškov, ozkih gril na strani ponudbe in visoke stopnje rasti cen primarnih surovin. Pritiski so manj vidni v poznejših fazah cenovne verige, kar je skladno z znatno izravnavo pritiskov vzdolž cenovne verige v preteklosti. Vseeno pa se je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, ki je marca znašala 0,9% in aprila 1,0%, zvišala in presegla dolgoročno povprečje (0,6%). Vpliv cen proizvodov pri domačih proizvajalcih na inflacijo v skupini proizvodov za široko porabo deloma zmanjšuje negativna medletna stopnja rasti uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo (znižala se je z -0,5% v marcu na -0,8% v aprilu), ki ostaja umirjena zaradi pretekle apreciacije tečaja.<sup>9</sup>

#### Rast dogovorjenih plač je v prvem četrletju 2021 znatno oslabela (graf 16).

Medletna rast v prvem četrletju (1,4%) predstavlja znatno umiritev rasti v primerjavi s stopnjo rasti, zabeleženo v zadnjem četrletju 2020 (2,0%) in v celotnem letu 2020

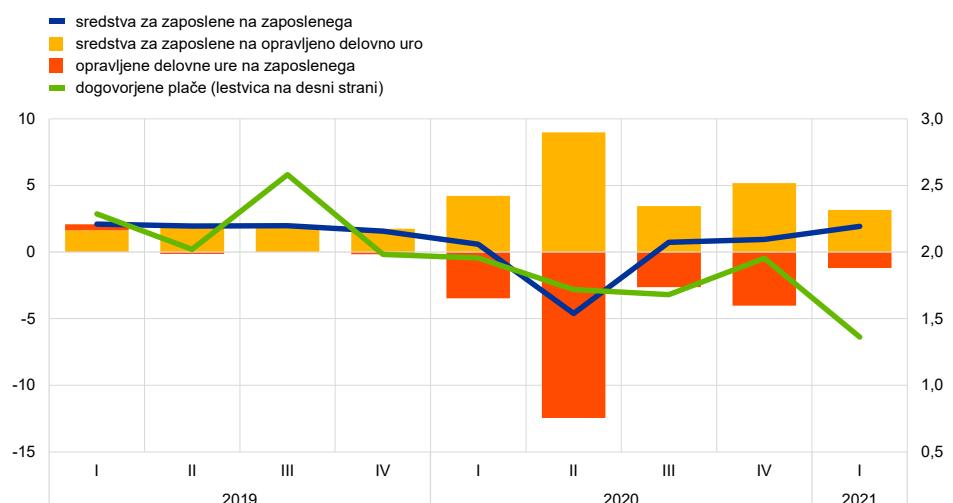
<sup>9</sup> Poenostavljen pregled dobavne cenovne verige za komponento industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP je v okvirju z naslovom »[What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2017.

(1,8%). Kot je bilo predvideno, vpliv COVID-19 na dogovorjene plače ni bil viden, dokler se plačni dogovori, sklenjeni pred začetkom pandemije, niso iztekli, novi dogovori pa so bili bodisi odloženi bodisi sklenjeni, vendar so bile dogovorjene plače nižje.<sup>10</sup> Rast dogovorjenih plač, zabeležena v prvem četrtletju, zaradi morebitnih težav z zajetjem in pravočasnostjo podatkov ne kaže nujno dejanske rasti plač. Na kazalnike dejanske rasti plač, kot sta sredstva za zaposlene na zaposlenega ali sredstva za zaposlene na opravljenou delovnu uro, še naprej močno vplivajo programi za ohranitev delovnih mest in čakanja na delo, ki vplivajo na plače in opravljeni delovne ure ter tako običajno znižujejo sredstva za zaposlene na zaposlenega in zvišujejo sredstva za zaposlene na opravljenou delovnu uro. V prvem četrtletju 2021 se je razlika med stopnjo rasti teh dveh kazalnikov zmanjšala, vendar je vseeno ostala precejšnja. Medtem ko se je medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega zvišala z 1,0% v zadnjem četrtletju 2020 na 1,9% v prvem četrtletju letosnjega leta, je medletna rast sredstev za zaposlene na opravljenou delovnu uro v istem obdobju upadla s 5,2% na 3,2%.

### Graf 16

#### Prispevek Komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2021.

**Tržni kazalniki nadomestila za inflacijo so se še naprej zviševali.** Tako kratkoročni kot dolgoročni tržni kazalniki nadomestila za inflacijo se še vedno zvišujejo, in sicer zaradi izboljšanja dojemanja tveganj in pričakovanj glede iztekanja zavrite potrošnje gospodinjstev ter javnofinančnih spodbud, sprejetih po vsem svetu. Dolgoročne premije za inflacijsko tveganje so se v zadnjih nekaj mesecih po ocenah občutno zvišale, kar predstavlja večino skupnega zvišanja dolgoročnih nadomestil za inflacijo. Pričakovanja so se močneje izboljšala pri krajsih ročnostih, zato se je terminska krivulja inflacije izravnala (graf 17). Glavna terminska obrestna mera v obrestnih zamenjavah na inflacijo – obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo

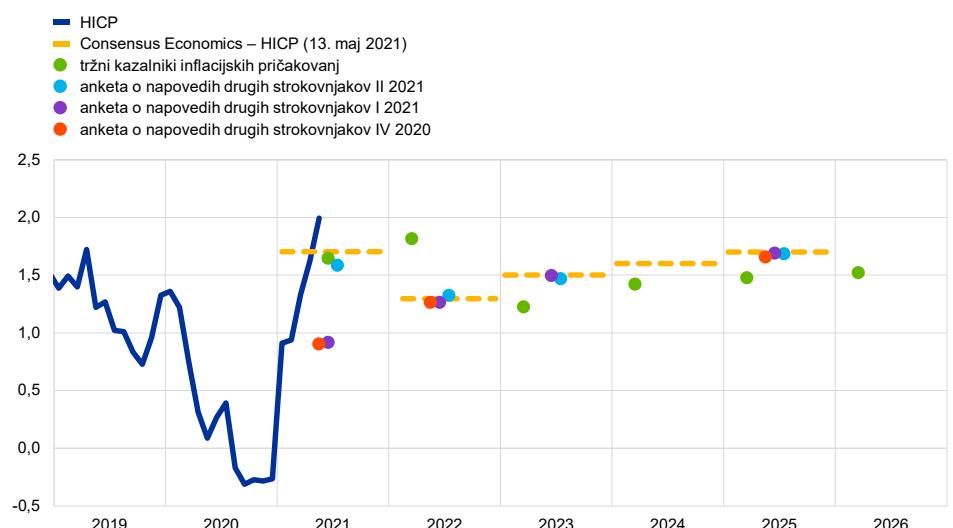
<sup>10</sup> Podrobna analiza kazalnika dogovorjenih plač, vključno s podrobnostmi o nedavnem gibanju in vlogi, ki jo ima kazalnik pri ocenjevanju in napovedovanju gibanja plač v sedanjih razmerah, je v okvirju z naslovom »Ocenjevanje dinamike plač med pandemijo COVID-19: so nam podatki o dogovorjenih plačah lahko v pomoč?«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

čez pet let – se je zvišala z 1,52% 20. aprila na 1,56% 9. junija. Kar zadeva anketna merila, podatki iz [ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov](#) in ankete Consensus Economics kažejo, da so povprečna dolgoročnejša inflacijska pričakovanja za leto 2025 aprila ostala nespremenjena na ravni 1,7%.

### Graf 17

#### Anketni in tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



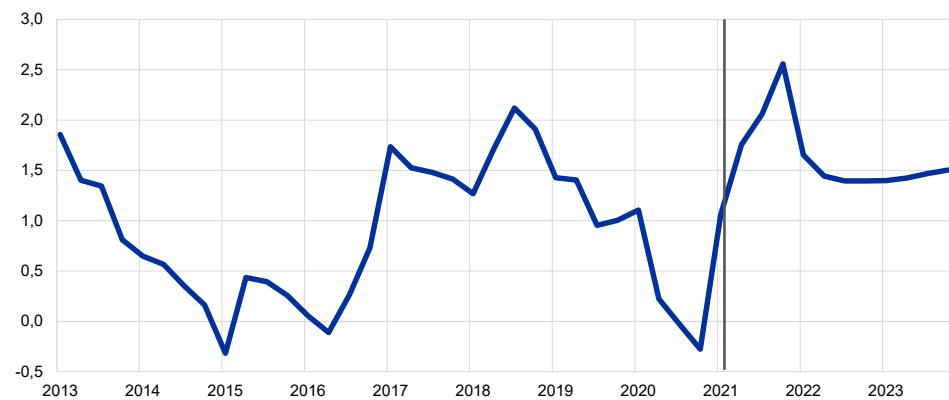
Viri: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov in izračuni ECB.

Opombe: Anketa o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2021 je bila opravljena med 31. marcem in 12. aprilom 2021. Implicitna tržna krivulja temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije ter na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo se nanašajo na 9. junij 2021.

**V junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se predvideva, da se bo inflacija tekom leta 2021 znatno zvišala, nato pa bo na začetku leta 2022 ponovno upadla in do konca leta 2023 ostala približno nespremenjena.** Medletna inflacija naj bi v letu 2021 v povprečju znašala 1,9%, pri čemer bo v zadnjem četrtletju dosegla najvišjo vrednost (2,6%), nato pa naj bi v letu 2022 v povprečju znašala 1,5% in v letu 2023 1,4%. Močna rast, napovedana za leto 2021, odraža navzgor usmerjene pritiske, ki izhajajo iz več začasnih dejavnikov, med katerimi so odprava začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji, močan odboj inflacije v skupini emergentov (zaradi navzgor delujocih baznih učinkov) in zvišanje vhodnih stroškov zaradi omejitve na strani ponudbe. Ko bo vpliv začasnih dejavnikov popustil, bo inflacija v letih 2022 in 2023 po pričakovanjih večinoma nespremenjena. Zaradi predvidenega gospodarskega okrevanja in zmanjšanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala naj bi se inflacija brez emergentov in hrane postopno zvišala, in sicer z 1,1% v letu 2021 na 1,4% v letu 2023. Medtem pa naj bi se inflacija v skupini hrane v obdobju projekcij ravno tako rahlo zvišala. Vseeno pa bo pritiske teh dveh komponent na zvišanje skupne inflacije v letih 2022 in 2023 po pričakovanjih večinoma odtehtalo napovedano znižanje inflacije v skupini emergentov zaradi navzdol nagnjene krivulje terminskih cen nafte.

**Graf 18**  
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 10. junija 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2021 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2023 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 26. maj 2021 (in 18. maj 2021 za predpostavke).

## 5

## Denar in krediti

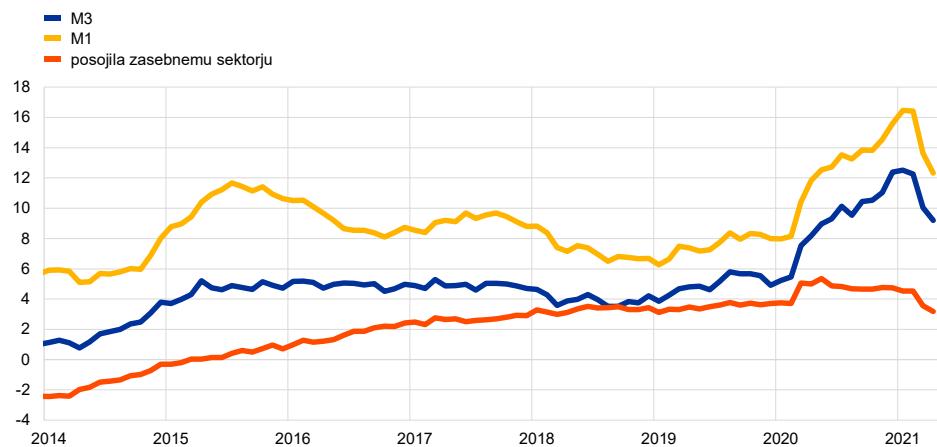
*Ustvarjanje denarja se je v euroobmočju aprila 2021 umirilo in kazalo prve znake normalizacije po precej dinamični rasti, povezani s krizo zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19). Glavni vir ustvarjanja denarja je ostalo domače kreditiranje, največ pa so prispevali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Obsežni in pravočasni ukrepi denarnih, javnofinančnih in nadzornih organov so še naprej spodbujali bančno kreditiranje gospodarstva v euroobmočju, medtem ko se je rast posojil zasebnemu sektorju zaradi posojil podjetjem umirila in vrnila na ravni pred pandemijo. Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v prvem četrtletju 2021 močno povečal. Medtem so se v prvih štirih mesecih leta skupni stroški zunanjega financiranja podjetij nekoliko povečali, in sicer zlasti zaradi povečanja stroškov lastniških vrednostnih papirjev, rahlo pa so se povečali tudi stroški tržnega dolžniškega financiranja in bančnih posojil.*

**Rast širokega denarja se je aprila 2021 umirila.** Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je aprila glede na marec zmanjšala z 10,0% na 9,2% (graf 19) zaradi razmeroma majhnega mesečnega priliva in umirjanja rasti vlog čez noč. Poleg velikega negativnega baznega učinka zaradi izpada velikih prilivov, zabeleženih v začetni fazi pandemije, iz podatkov o medletni rasti je bilo zmanjšanje rasti agregata M3 tudi posledica manjših prilivov vlog gospodinjstev in odlivov vlog podjetij. Zmanjšanje akumulacije vlog gospodinjstev je sovpadlo s povečanjem zaupanja potrošnikov in podpira pričakovanja o povečanju zasebne potrošnje. Čeprav se je kratkoročnejša dinamika širokega denarja še bolj umirila, je ostalo ustvarjanje denarja močno ob podpori denarnih, javnofinančnih in bonitetnih politik. Kar zadeva komponente, je bil glavni vir rasti agregata M3 ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M1 se je aprila glede na marec zmanjšala s 13,6% na 12,3% zlasti zaradi gibanja vlog podjetij in gospodinjstev. Prispevek drugih kratkoročnih vlog in tržnih instrumentov k medletni rasti M3 je bil še naprej omejen v skladu z nizko ravnjo obrestnih mer in ravnanjem vlagateljev, ki so iskali donose.

### Graf 19

#### Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

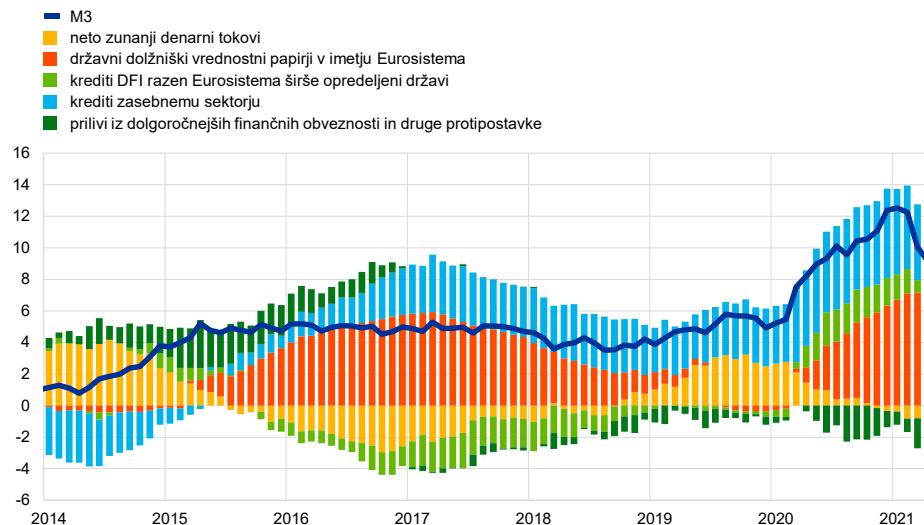
**Rast vlog čez noč se je še naprej umirjala.** Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je zlasti zaradi vlog v imetju podjetij in gospodinjstev znižala s 14,2% v marcu na 12,7% v aprilu. Pri podjetjih je bila aprila rast imetij vlog po državah raznolika, kar je posledica razlik v potrebah podjetij po likvidnosti in ukrepov pomoči, ki so jih zagotovile nacionalne vlade. Medtem je bila medletna stopnja rasti gotovine v obtoku še vedno približno stabilna (9,8%). Veliko zanimanje nedenarnih sektorjev za vloge čez noč je bilo med pandemijo odraz previdnosti in zelo nizkih obrestnih mer, kar znižuje oportunitetne stroške imetja takih instrumentov.

**Ustvarjanje denarja so še naprej spodbujali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev.** Aprila so bili glavni viri rasti agregata M3 Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (glej rdeči del stolpcev v grafu 20). Rast agregata M3 so podpirali tudi krediti zasebnemu sektorju (glej modri del stolpcev). Bančni krediti širši državi niso več pozitivno prispevali k ustvarjanju denarja zaradi prodaje državnih obveznic in manjšega izdajanja državnih vrednostnih papirjev (svetlozeleni del stolpcev). Neto zunanjih denarnih tokov so še naprej nekoliko zavirali ustvarjanje denarja (rumeni del stolpcev). Podobno so zaradi gibanja drugih protipostavk rast širokega denarja še naprej zavirale tudi dolgoročnejše finančne obveznosti in druge protipostavke (temnozeleni del stolpcev), medtem ko so ugodni pogoji v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, ki so še naprej spodbujali nadomeščanje financiranja v bankah, malo prispevali k rasti agregata M3.

## Graf 20

### M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

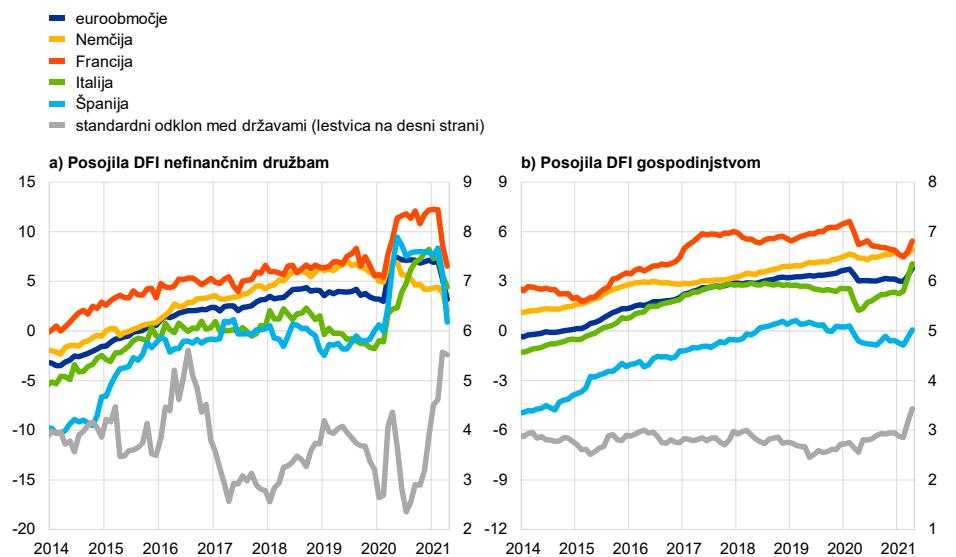
Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemuove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

**Rast posojil zasebnemu sektorju se je aprila zmanjšala in se vrnila na nižje ravni, zabeležene pred pandemijo.** Medletna stopnja rasti bančnih posojil zasebnemu sektorju se je znižala s 3,6% v aprilu na 3,2% v marcu (graf 19). To je bilo zlasti posledica zmanjšanja medletne stopnje rasti posojil podjetjem, ki se je znižala s 5,3% v marcu na 3,2% v aprilu, medtem ko se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom aprila povečala na 3,8%, potem ko je junija 2020 znašala okoli 3,0% (graf 21). Aprilsko umirjanje posojil podjetjem je treba interpretirati ob upoštevanju različnih dejavnikov. Lahko bi bilo posledica manjših potreb po likvidnosti, ker sektorji, ki so bili zaradi pandemije najbolj prizadeti, kažejo znake okrevanja. Drugi dejavnik so bili veliki posojilni tokovi, zabeleženi marca 2021, ki jih je mogoče deloma pojasniti s prizadevanjem nekaterih bank, da bi dosegle cilje v zvezi s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja in izkoristile ugodne pogoje. Odvisnost podjetij od dolgoročnejših posojil, povezanih s pandemijo COVID-19, se je še naprej povečevala na račun kratkoročnejših posojil.

## Graf 21

### Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listnjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

**Skupna posojila gospodinjstvom so se aprila povečala (graf 21).** To je bilo predvsem posledica stanovanjskih posojil, katerih medletna stopnja rasti (5,4%) je bila najvišja od začetka svetovne finančne krize. Hkrati je postala medletna stopnja rasti potrošniških posojil zaradi izboljšanja zaupanje potrošnikov in možnosti potrošnje pozitivna in se je povečala z -1,7% v marcu na 0,3% v aprilu. Videti je, da so gospodinjstva povečala potrošnjo zlasti s črpanjem vlog, nakopičenih v zadnjem letu. Medtem je ostala medletna stopnja rasti drugih posojil gospodinjstvom aprila približno stabilna na ravni 1,5%. Gibanja v tej kategoriji posojil, ki so večinoma posledica posojanja malim podjetjem (samostojnim podjetnikom in nekorporativnim podjetjem), so ostala umirjena kljub rahlemu izboljšanju v zadnjih mesecih. Čeprav so države pomagale malim podjetjem pri zadovoljevanju potreb po financiranju, je na ta podjetja močno vplivala upočasnitve gospodarske aktivnosti.

#### V ozadju upočasnitve rasti posojil podjetjem se skrivajo raznolika gibanja.

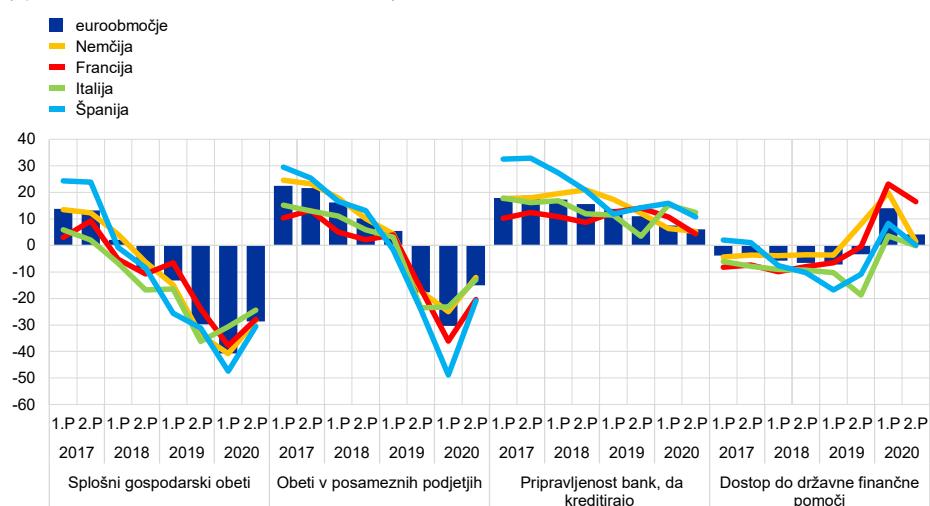
Rezultati zadnje ankete ECB o dostopu podjetij do financiranja v euroobmočju za obdobje od oktobra 2020 do marca 2021 kažejo, da je o izboljšanju razpoložljivosti posojil v tem obdobju poročalo manj malih in srednje velikih podjetij (MSP). Neto 3% anketiranih MSP v euroobmočju je navedlo izboljšanje razpoložljivosti bančnih posojil (potem ko je bilo takih v prejšnji anketi 6%). Najbolj pesimistično so položaj ocenila mikropodjetja. Prvič po sredini leta 2015 so navedla zmanjšanje razpoložljivosti bančnih posojil, medtem ko so odgovori velikih podjetij kazali, da je bila razpoložljivost spet enaka kot pred nastopom krize zaradi COVID-19. Obenem je manjši neto delež MSP menil, da makroekonomsko okolje negativno vpliva na njihov dostop do financiranja (graf 22). Ta neto delež je bil primerljiv z ravnimi, zabeleženimi tik pred nastopom pandemije, in bi lahko kazal ugodne posledice sedanjih ukrepov državne podpore. Hkrati je nekoliko manjši neto delež MSP poročal o boljši pripravljenosti

bank, da odobrijo kredit. Podobno je manjši neto delež MSP poročal o boljšem dostopu do javnofinančne pomoči, kar je verjetno posledica upočasnitve pri uporabi poroštva proti koncu leta 2020. Na vprašanje o shemah državne pomoči, sprejetih v odziv na pandemijo, je večina anketiranih MSP potrdila, da so imeli dostop do teh shem v zadnji 12 mesecih in da so jim te sheme pomagale izpolnjevati tekoče ali kratkoročne obveznosti (glej tudi okvir 2 v tej številki Ekonomskega biltena).

### Graf 22

#### Dejavniki, ki vplivajo na razpoložljivost zunanjega financiranja za MSP v euroobmočju

(v preteklih šestih mesecih; neto odstotki anketiranec)



Vir: ECB.

Opombe: Ta graf se nanaša na naslednje vprašanje v anketi SAFE: »Za vsakega od naslednjih dejavnikov navedite, ali se je v zadnjih šestih mesecih izboljšal, ostal nespremenjen ali poslabšal?« Neto odstotek se izračuna kot razlika med odstotkom anketiranec, ki so poročali, da se je dejavnik izboljšal, in odstotkom tistih, ki so poročali, da se je poslabšal. Navedeni so rezultati od sedemnajste (od aprila do septembra 2017) do štiriindvajsete ankete (od oktobra 2020 do marca 2021).

### Banke so lahko še naprej izkoriščale ugodne pogoje financiranja, vendar vse večje kreditno tveganje obremenjuje njihovo sposobnost finančnega

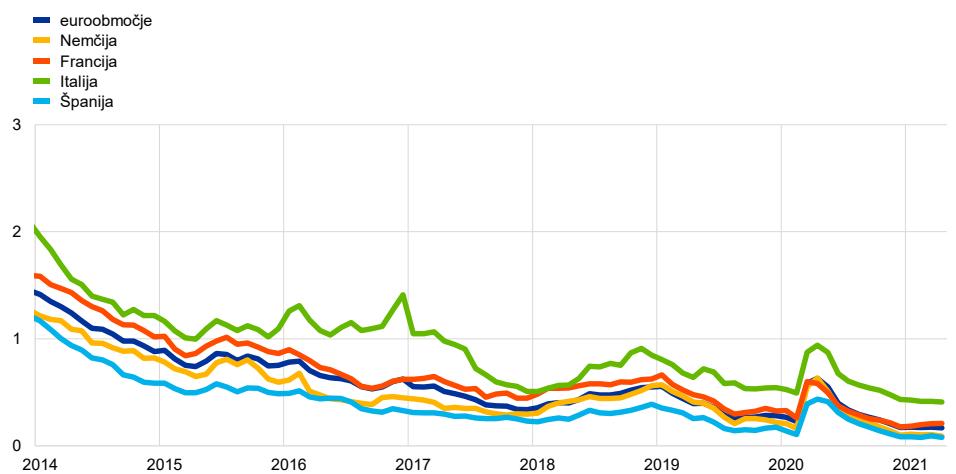
**posredništva.** Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju – kljub povečanju donosnosti bančnih obveznic od začetka leta 2021 – ostajajo nižji od ravni pred pandemijo, in sicer zaradi obsežne pomoči s strani denarne politike ter nadaljnje pomoči držav in regulatornih organov (graf 23). Program nakupa vrednostnih papirjev in izredni program ob pandemiji potiskata stopnje donosa navzdol, banke pa tržno financiranje delno nadomeščajo s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja po zelo ugodnih pogojih. Oba dejavnika spodbujata tudi ugodne tržne razmere za izdajo bančnih obveznic. Cene kritih bančnih obveznic neposredno podpira tretji program nakupa kritih obveznic. Medtem so depozitne obrestne mere bank v euroobmočju aprila 2021 ostale nespremenjene na rekordno nizki ravni in s tem prispevale k ugodnim pogojem dolžniškega financiranja v okolju učinkovite transmisije negativnih obrestnih mer. Banke v euroobmočju od izbruha pandemije nefinančnim družbam vse pogosteje zaračunavajo negativne obrestne mere za bančne vloge. Hkrati je zmožnost bank, da zaračunavajo negativne obrestne mere, odvisna do njihove moči na trgu, medtem ko so obrestne mere za vloge gospodinjstev ponavadi ostale enake nič ali večje od nič, kar zmanjšuje neto obrestne marže bank. Medtem ko so banke v zadnjem četrtletju 2020 okrepile zmogljivost pokrivanja izgub s povečevanjem kapitalizacije, bi lahko vse večja

kreditna tveganja in nizka dobičkonosnost ovirala zmožnost bank, da ponujajo kredite. [Anketa o bančnih posojilih v euroobmočju](#) iz aprila 2021 je pokazala, da so banke v prvem četrtletju 2021 še naprej zaostrovalle kreditne standarde (čeprav samo za posojila podjetjem in manj kakor v dveh četrtletjih prej), kar je bilo posledica dojemanja tveganj in zmanjšanja tolerance do tveganja zaradi pandemije.

### Graf 23

#### Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

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



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

**Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se povečale, vendar so še vedno nizke.** Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se aprila 2021 povečale za 17 bazičnih točk na 1,56%, potem ko je primerljiva obrestna mera za stanovanjska posojila gospodinjstvom ostala nespremenjena na najnižji ravni (1,31%) (graf 24). Ta gibanja so posledica ukrepov, ki jih izvajajo ECB, nadzorni organi in države v podporo kreditnim pogojem, zlasti za podjetja, ki jih je pandemija najbolj prizadela. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila se je ustalil na ravneh, kakršne so bile pred pandemijo. Hkrati ostaja negotovost v zvezi z dolgoročnimi posledicami pandemije za gospodarstvo – in s tem za kreditno sposobnost kreditojemalcev in bilance bank – visoka. Vsi obstoječi ukrepi podpore ostajajo nujni, da bi se preprečilo, da se zaradi negotovosti sproži obsežno zaostrovanje pogojev financiranja, kar bi še okrepilo vpliv pandemije na gospodarstvo.

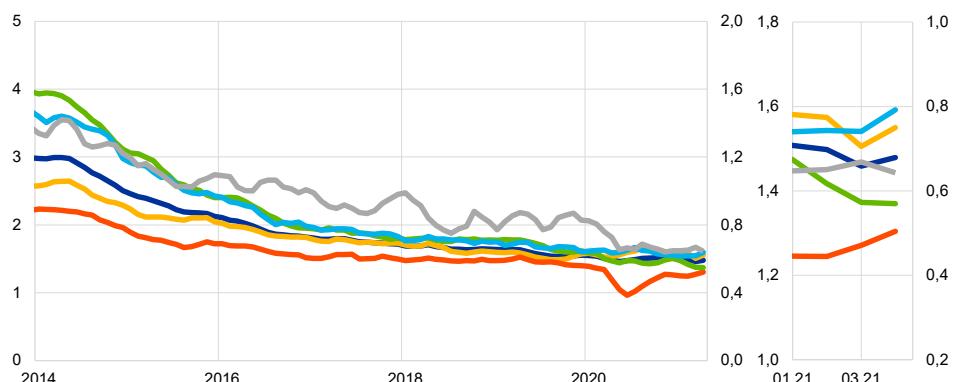
## Graf 24

### Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah euroobmočja

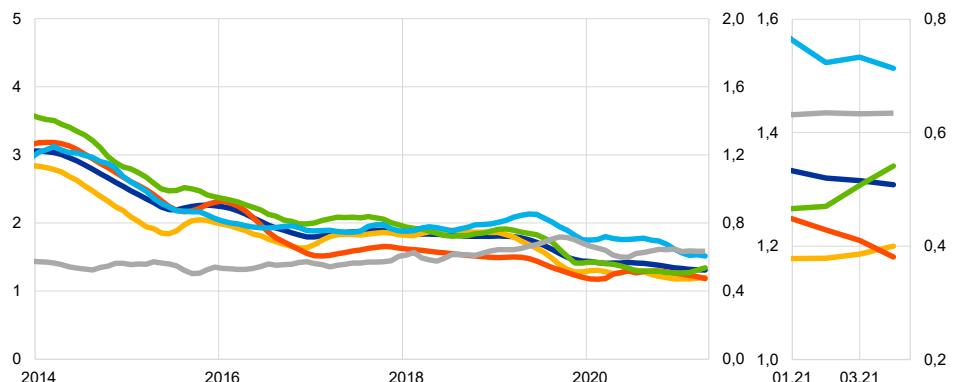
(v odstotkih na leto (3-mesečna drseča sredina); standardni odklon)

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

#### a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



#### b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsegajočih novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

### Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v prvem četrtletju 2021 rahlo povečal.

Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja je marca 2021 znašala 4,5%, pri kratkoročni dinamiki financiranja pa se je preobrnil trend zmanjševanja, ki je bil prvič zabeležen ob koncu lanskega poletja. Tokove so spodbujala zlasti bančna posojila in v manjši meri neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi (slika (a) v grafu 25). Podjetja so zmanjšala obseg tržnega zadolževanja, na zunanje tokove financiranja pa so še naprej pozitivno vplivali ugodni pogoji financiranja. Razlogi za zadolževanje pri bankah so po sektorjih različni: izvozno usmerjeni sektorji so verjetno izkoristili izboljšanje globalnih razmer, v nekaterih državah je bilo živahno gradbeništvo, drugi sektorji, bolj izpostavljeni izpadu zaradi pandemije, pa so potrebovali višje ravni likvidnosti.

### Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu

**in lastniškim financiranjem, so še vedno nizki, vendar so se rahlo povečali.** Ob koncu aprila so znašali 4,6% (slika (b) v grafu 25), kar je okoli 30 bazičnih točk manj od najvišje vrednosti, zabeležene marca 2020, in 50 bazičnih točk več od najniže vrednosti, zabeležene junija 2020. Rahlo povečanje skupnih stroškov financiranja v prvih štirih mesecih leta 2021 je bilo povezano z višjimi stroški lastniških vrednostnih papirjev, kar je bilo posledica povečanja netveganah obrestnih mer in premij za tveganje lastniškega kapitala. Hkrati je nadaljnje zmanjšanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic izničilo povečanje netveganah obrestnih mer, zato so ostali stroški tržnega dolžniškega financiranja na splošno praktično nespremenjeni. Rahlo so se povečali tudi stroški bančnega posojanja (zlasti dolgoročnega). Od aprila in do 9. junija 2021 so se po ocenah skupni stroški financiranja zlasti zaradi večjih stroškov lastniških vrednostnih papirjev povečali za nadalnjih 35 bazičnih točk. To je bilo posledica rahlega povečanja premij za tveganje lastniškega kapitala po izredno veliki rasti pričakovanj o dolgoročnem podjetniškem dobičku (kot je razvidno tudi iz anket o poslovnih tendencah), medtem ko so ostale diskontne obrestne mere na splošno na nizkih ravneh. Zaradi velikega povečanja pričakovanega dobička in ker so diskontne obrestne mere ostale nizke, bi se po modelih pričakovalo nekoliko večje povečanje cen lastniških vrednostnih papirjev, kot je bilo zabeleženo, kar se je samodejno pokazalo v rahlo višjih premijah za tveganje. V istem obdobju so se stroški tržnega dolžniškega financiranja le malo povečali – pri čemer je višje netvegane obrestne mere skoraj v celoti izničilo nadaljnje zmanjšanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic – tako v naložbenem razredu kot tudi v segmentu visokodonosnih obveznic.

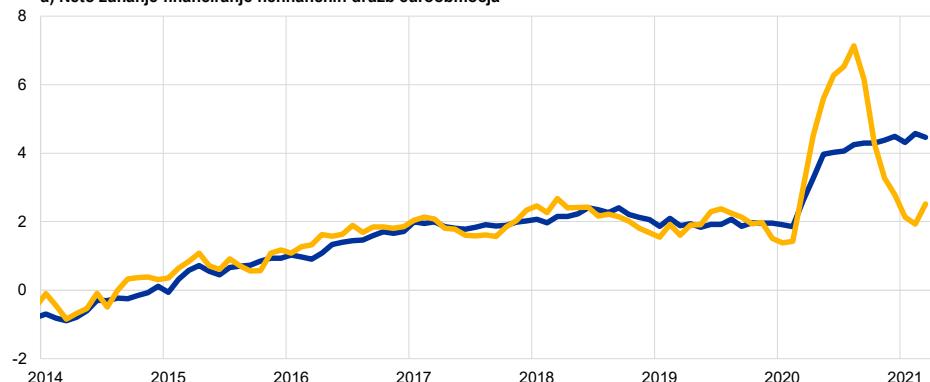
## Graf 25

### Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

(letni tokovi v milijardah EUR – slika a; v odstotkih na leto – slika b)

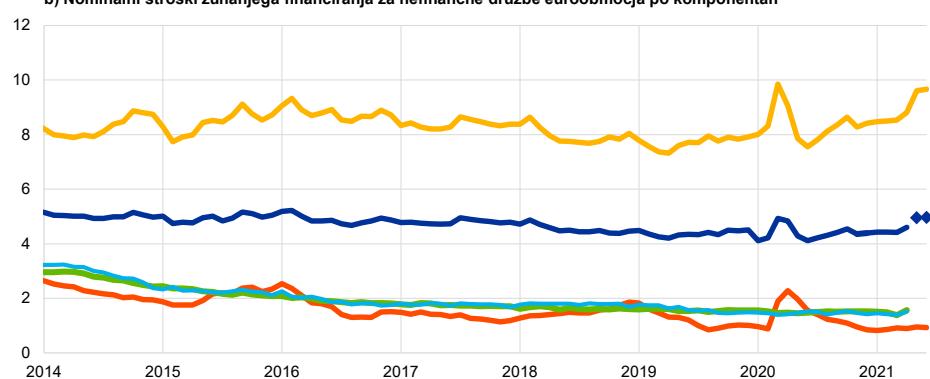
- medletna stopnja rasti
- 6-mesečna anualizirana stopnja rasti

a) Neto zunanje financiranje nefinančnih družb euroobmočja



- skupni stroški financiranja
- stroški lastniških vrednostnih papirjev
- stroški tržnega dolžniškega financiranja
- kazalnik stroškov kratkoročnega kreditiranja
- kazalnik stroškov dolgoročnega kreditiranja

b) Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe euroobmočja po komponentah



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

Opombe: Slika a: neto zunanje financiranje je vsota posojil DFI, neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listiranje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Slika b: skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodri karo oznaki se nanašata na oceno skupnih stroškov financiranja za maj in junij 2021, če predpostavimo, da bodo ostale obrestne mere bank za posojila nespremenjene na ravni iz aprila 2021. Zadnji podatki za sliko a so za marec 2021. Zadnji podatki za sliko b so za 9. junij 2021 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevnih podatkov), za 4. junij 2021 pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in za april 2021 pri stroških posojil (mesečni podatki).

## Javnofinančna gibanja

Zaradi zelo strmega gospodarskega upada med pandemijo COVID-19 in močnega odziva javnih financ se je javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju močno povečal, in sicer z 0,6% BDP v letu 2019 na 7,3% BDP v letu 2020. Letos, ko so države v euroobmočju prizadeli novi valovi pandemije, so bili številni interventni ukrepi podaljšani, uvedena pa je bila dodatna podpora okrevanju. Zato naj bi se po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju leta 2021 le malenkostno zmanjšal, in sicer na -7,1% BDP. Vendar pa naj bi se ob popuščanju pandemije in napredovanju gospodarskega okrevanja stopnja primanjkljaja znižala hitreje, in sicer v letu 2022 na 3,4% in ob koncu obdobja projekcij v letu 2023 na 2,6%. Dolg euroobmočja naj bi po napovedih v letu 2021 dosegel najvišjo raven (slabih 100% BDP), v letu 2023 pa naj bi se zmanjšal na okrog 95%, kar je okrog 11 odstotnih točk več kot pred koronavirusno krizo. Kljub temu je ambiciozna in usklajena naravnost javnofinančnih politik še vedno ključna, saj bi lahko prezgodnji umik javnofinančne podpore pomenil, da bo okrevanje šibkejše, dolgoročnejše negativne posledice pa hujše. Z nacionalnimi javnofinančnimi politikami bi se zato morala še naprej zagotavljati ključna in pravočasna podpora podjetjem in gospodinjstvom, najbolj izpostavljenim pandemiji in ukrepom za njeno zaježitev. Hkrati bi morali biti javnofinančni ukrepi še naprej začasni in protiklični, pri čemer bi bilo treba zagotoviti, da so po naravi dovolj ciljno usmerjeni, da je mogoče z njimi učinkovito odpraviti ranljivosti in podpirati hitro okrevanje gospodarstva v euroobmočju. Sveženj »EU naslednje generacije« naj bi imel kot dopolnitve nacionalnih javnofinančnih ukrepov pri tem ključno vlogo, s tem ko bo prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in enakomernejšemu okrevanju. S svežnjem naj bi se povečali gospodarska odpornost in sposobnost gospodarstev držav članic EU, da okrepijo rast, zlasti če se sredstva uporabijo za produktivno javno porabo in jih spremljajo strukturne politike, ki povečujejo produktivnost. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah naj bi se s kombinacijo nepovratnih sredstev in posojil v okviru sklada »EU naslednje generacije« med letoma 2021 in 2023 vsako leto zagotovila dodatna spodbuda v višini okrog 0,5% BDP.

**Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2021 le malenkostno izboljšal, močno pa naj bi okreval od leta 2022 dalje.<sup>11</sup>** Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju se je zvišala z 0,6% BDP leta 2019 na 7,3%<sup>12</sup> BDP leta 2020, kar je največji primanjkljaj od uvedbe eura. Po napovedih naj bi se v letu 2021 stopnja le malenkostno znižala na 7,1%, nato pa močneje na 3,4% v letu 2022 in na 2,6% v letu 2023 (graf 26). Povečanje javnofinančnega primanjkljaja v letu 2020 je bilo večinoma posledica poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda zaradi ukrepov v podporo gospodarstvu kot odziv na pandemijo v višini okrog 4% BDP. Podpora reševanju krize in okrevanju naj bi se po zdajšnjih napovedih v letu 2021 povečala na okrog 4%, kar je posledica dejstva, da so vlade v podporo okrevanju podaljšale veljavnost interventnih ukrepov,

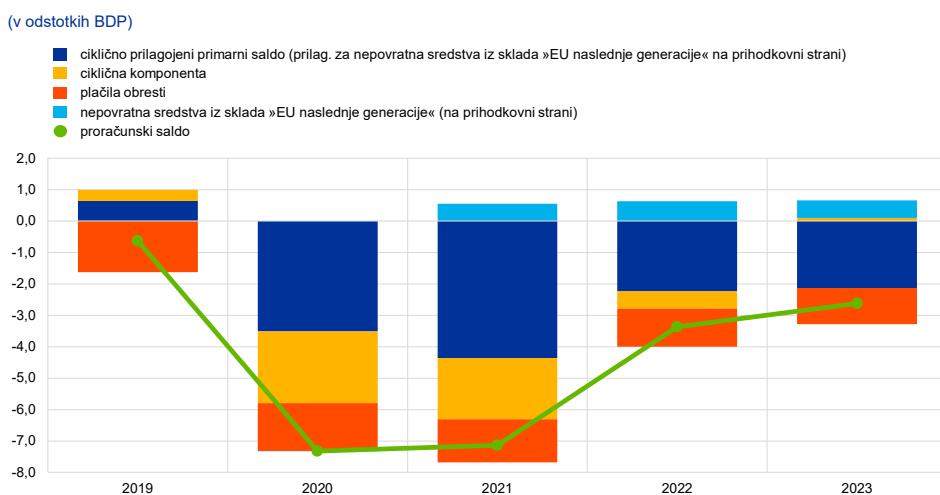
<sup>11</sup> Glej članek z naslovom »Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 10. junija 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

<sup>12</sup> Proračunski saldo euroobmočja za leto 2020 je bil po ažuriranju podatkov za Nemčijo spremenjen v primerjavi z Eurostatovimi podatki, objavljenimi 22. aprila 2021 (v prvi objavi je znašal -7,2% BDP).

postopno povečale njihov obseg oziroma sprejele nove podporne ukrepe, vključno z ukrepi, ki naj bi se financirali prek sklada »EU naslednje generacije«. Lansko povečanje primanjkljaja je bilo tudi deloma posledica velike negativne ciklične komponente, ki naj bi se v letu 2021 začela zmanjševati, čeprav le rahlo. Na večje izboljšanje proračunskega salda od leta 2022 naprej naj bi vplival večji ciklično prilagojeni primarni saldo, saj se bo iztekla veljavnost velikega deleža interventnih ukrepov (ki niso financirani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije«). Poleg tega naj bi se prispevek gospodarskega cikla od leta 2022 hitro povečeval. Manj, toda v celotnem obdobju projekcij bo k izboljšanju proračunskega salda prispevalo tudi postopno zmanjševanje prispevka plačil obresti.

### Graf 26

#### Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

**Projekcije za euroobmočje vključujejo nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« v višini okrog 0,6% BDP v vsakem letu obdobja projekcij. S temi sredstvi naj bi se skupaj z omejenim zneskom posojil financirali dodatni spodbujevalni ukrepi v višini 0,5% BDP na leto.** Nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«, vključena v projekcije, znašajo okrog 1¾% BDP v obdobju 2021–2023. Skupaj s posojili v višini okrog 0,3% BDP naj bi se iz sklada financirala poraba v višini skoraj 1,9% BDP, od česar naj bi bilo nekoliko več kot 1,5% BDP namenjenih dodatnim spodbujevalnim ukrepom, preostanek pa bi se uporabil za financiranje obstoječih načrtov.

**Agregatna naravnost javnofinančne politike je bila v letu 2020 zelo ekspanzivna, po napovedih pa naj bi bila ekspanzivna tudi v letu 2021.<sup>13</sup>**

Javnofinančna politika naj bi se z zelo visoke spodbujevalne naravnosti zaostrlila v letu 2022, ko bo se bo ob izteku veljavnosti pandemijskih in začasnih podpornih ukrepov iztekla tudi javnofinančna podpora. Leta 2023 naj bi bila naravnost javnofinančne politike po ocenah približno nevtralna.<sup>14</sup> Kljub temu je v celotnem obdobju projekcij javnofinančna podpora gospodarskemu okrevanju še vedno velika, kar se kaže v še vedno velikem negativnem skupnem primarnem javnofinančnem saldu, ki se bo le postopno izboljšal z -5,8% BDP v letu 2021 na -1,5% BDP v letu 2023.

**Države v euroobmočju poleg javnofinančne podpore gospodarstvu zagotavljajo tudi obsežna poroštva za posojila, katerih namen je krepiti likvidnostni položaj podjetij.** Ta poroštva v letu 2021 znašajo skupno okrog 19% BDP euroobmočja, pri čemer se po velikosti in ravni uporabe med državami precej razlikujejo. Poroštva za posojila so pogojne obveznosti države, zato bodo z njihovim morebitnim uveljavljanjem nastali dodatni javni izdatki, s čimer se bo povečal javni dolg.

**Proračunski saldo naj bi bil v letu 2021 po najnovejših napovedih precej nižji, kot je bilo predhodno napovedano v letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, nekoliko navzdol pa so popravljeni tudi obeti za leti 2022 in 2023.** Tako je bil proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP za leto 2021 popravljen navzdol za 1,0 odstotne točke, za naslednji dve leti pa za 0,2 oziroma 0,3 odstotne točke. Ti popravki so posledica obsežnejših diskrecijskih fiskalnih ukrepov, sprejetih kot odziv na pandemijo, zlasti v letu 2021, to pa le delno odtehta večji prispevek gospodarskega cikla. Plačila obresti naj bi ostala približno enaka kot v marčnih projekcijah.

**Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se je v letu 2020 zelo povečal in naj bi v letu 2021 dosegel najvišjo vrednost (slabih 100% BDP), nato pa naj bi se v letu 2023 postopno zmanjšal na okrog 95%.** Povečanje deleža javnega dolga v letu 2020 za 14 odstotnih točk je predvsem posledica kombinacije velikega primarnega primanjkljaja ter zelo neugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, pa tudi obsežne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, h kateri je med drugim prispevala likvidnostna podpora kot odziv na pandemijo. V letu 2021 bo še vedno velik primarni primanjkljaj le delno odtehtalo dejstvo, da bo imela razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP velik prispevek k zmanjšanju dolga. V letih 2022 in 2023 naj bi se dolg začel zmanjševati, saj bo majhen primarni primanjkljaj več kot odtehtala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter v manjši meri

<sup>13</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih sredstev na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker višji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi skladu »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. Upoštevati je treba tudi, da javnofinančne napovedi za euroobmočje, omenjene v tem razdelku, ne vključujejo evropskega nadnacionalnega primanjkljaja in dolga, povezanih s transferji v okviru skladu »EU naslednje generacije«. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

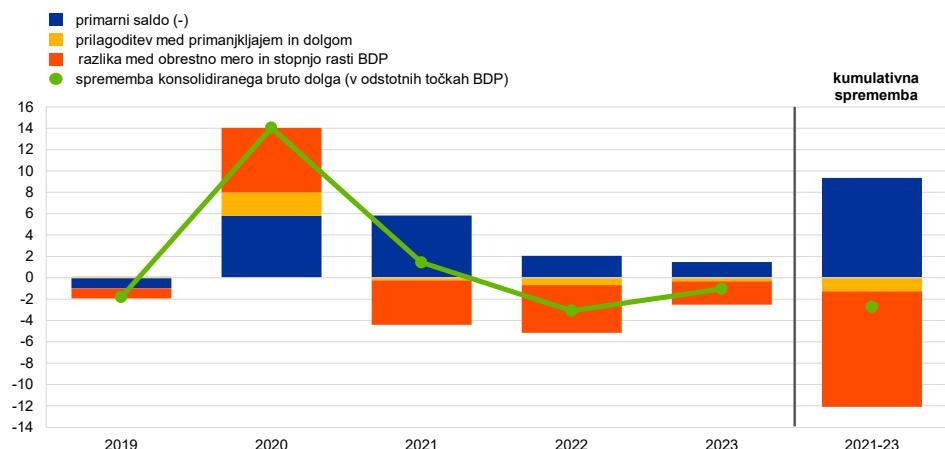
<sup>14</sup> Naravnost javnofinančne politike je v letu 2020 ocenjena na -4,2% odstotne točke BDP, po napovedih pa naj bi po prilagoditvah zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi skladu »EU naslednje generacije«, v letu 2021 znašala -1, v letu 2022 +2,1 in v letu 2023 +0,1 odstotne točke BDP.

negativna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom (graf 27). Zato naj bi bil delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu obdobja projekcij leta 2023 za okrog 11 odstotnih točk večji kot pred krizo. Vseeno je treba upoštevati, da je koronavirusna kriza nekoliko manj negativno vplivala na gibanje dolga, kot se je na splošno predvidevalo v začetni fazi krize.

### Graf 27

#### Dejavniki sprememb javnega dolga

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

**Z nacionalnimi javnofinančnimi politikami bi se morala še naprej zagotavljati ključna in pravočasna podpora podjetjem in gospodinjstvom, ki so najbolj izpostavljena pandemiji in ukrepom za njeno zaježitev.** Prezgodnji umik javnofinančne podpore bi lahko pomenil, da bo okrevanje šibkejše, dolgoročnejše negativne posledice pa hujše. Hkrati bi morali biti javnofinančni ukrepi še naprej začasni in protiklični ter po naravi dovolj ciljno usmerjeni, da je mogoče z njimi učinkovito odpraviti ranljivosti in podpirati hitro okrevanje gospodarstva v euroobmočju. K vzdržnosti javnih financ bodo prispevali pričakovano okrevanje, pa tudi, kar je pomembno, pogoji financiranja, ki naj bi bili še naprej spodbudni. Ključno ostaja, da države članice postopno zmanjšajo proračunska neravnovesja, potem ko bo gospodarska aktivnost dovolj okrevala. Ta proces je mogoče pospešiti z odločnim premikom v smeri rasti prijaznejše sestave javnih finančnih in strukturnih reform, s katerimi bi se povečala sposobnost gospodarstev držav v euroobmočju, da okrepijo rast, kot je predlagala tudi Komisija v svojih priporočilih za javnofinančno politiko, objavljenih 2. junija (podrobnosti so v okvirju z naslovom »Posledice programov stabilnosti 2021 za javnofinančne politike v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena). Mehanizem za okrevanje in odpornost v okviru instrumenta »EU naslednje generacije« je lahko pri tem v pomembno oporo, zlasti s pospešitvijo zelenega in digitalnega prehoda.

# Okvirji

## 1 Gibanja na tekočem računu euroobmočja med pandemijo

Pripravili Michael Fidora, Fausto Pastoris in Martin Schmitz

**Kljub povečani volatilnosti gospodarske aktivnosti in mednarodne trgovinske menjave zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19) se je presežek na tekočem računu euroobmočja v letu 2020 zmanjšal zelo malo glede na leto 2019, in sicer z 2,3% na 2,2% BDP (graf A, panel a).** Vseeno to skromno zmanjšanje presežka glede na BDP prikriva precejšnje zmanjšanje njegove vrednosti z 280 milijard EUR v letu 2019 na 250 milijard EUR v letu 2020, saj se je v tem obdobju močno skrčil nominalni BDP. Poleg tega je prišlo do izrazitih premikov v trgovinski sestavi in geografski razčlenitvi presežka, pa tudi v osnovnih bruto zunanjih (kreditnih in debetnih) transakcijah. V tem okvirju obravnavamo glavna gibanja na tekočem računu euroobmočja v letu 2020, z glavnim poudarkom na vplivu pandemije na različne komponente.

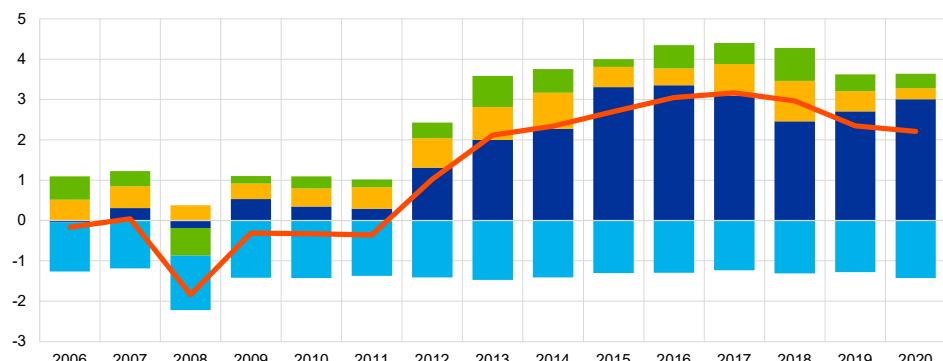
## Graf A

### Gibanja na tekočem računu euroobmočja

#### a) Saldo tekočega računa euroobmočja

(kot odstotek BDP)

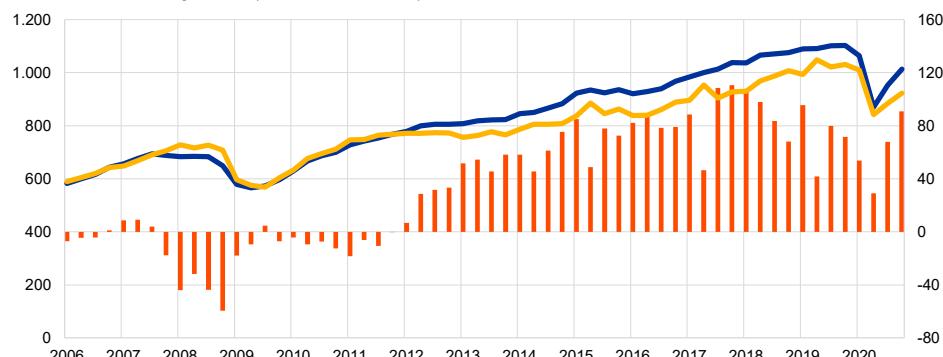
- blago
- storitve
- tekoči račun
- primarni dohodki
- sekundarni dohodki



#### b) Četrtletne transakcije na tekočem računu euroobmočja

(v milijardah EUR; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)

- izvoz blaga in storitev ter prejeti dohodki
- uvoz blaga in storitev ter izplačani dohodki
- saldo tekočega računa (lestvica na desni strani)



Viri: ECB in Eurostat.

**Zunanje transakcije na tekočem računu euroobmočja so se v prvem polletju 2020 po izbruhu pandemije in uvedbi zaježitvenih ukrepov močno skrčile (graf A, panel b).** Nominalno je bil presežek na tekočem računu euroobmočja v prvem polletju 2020 za 55 milijard EUR manjši kot v prvem polletju 2019.<sup>1</sup> To je bila posledica strmega upada bruto kreditnih tokov, tj. izvoza blaga in storitev ter dohodkov, prejetih iz tujine, ki je več kot izravnal skrčenje bruto debetnih tokov, tj. uvoza blaga in storitev ter dohodkov, izplačanih nerezidentom euroobmočja. Ker je zunanje povpraševanje v drugi polovici leta okrevalo in se je izvoz euroobmočja odbil močneje kot uvoz, je bil presežek na tekočem računu v drugem polletju 2020 za 7 milijard EUR večji kot v

<sup>1</sup> Podatki o medmesečnih gibanjih v vsakem letu so predstavljeni v desezonirani in številu delovnih dni prilagojeni obliki.

drugem polletju 2019.<sup>2</sup> Gledano v celoti je bil presežek na tekočem računu nominalno v letu 2020 za več kot 10% manjši kot v letu 2019.

**Presežek v blagovni menjavi se je leta 2020 povečal na 3,0% BDP, saj je upad izvoza euroobmočja izravnal še močnejši upad uvoza.** V letu 2020 se je presežek v saldu blagovne menjave povečal za 17 milijard EUR (oz. 0,3 odstotne točke BDP). To prikriva precejšen upad vrednosti blagovnega izvoza v obsegu 216 milijard EUR (oz. 0,8 odstotne točke BDP), ki ga je več kot izravnal še močnejši upad uvoza, ki je znašal 234 milijard EUR (oz. 1,1 odstotne točke BDP). Kot kaže statistika blagovne menjave, se je opazno zmanjšal primanjkljaj euroobmočja v skupini emergentov, kar je povezano z ugodnimi gibanji cen emergentov in z manjšim obsegom uvoza zaradi upada gospodarske aktivnosti. Po drugi strani se je presežek euroobmočja v skupini industrijskih proizvodov močno zmanjšal zaradi motenj svetovnih vrednostnih verig, ki so se odrazile tudi v izrazitem zmanjšanju primanjkljaja euroobmočja v skupini proizvodov za vmesno porabo.<sup>3</sup>

**Ekonomski posledice pandemije so posebej očitne v trgovinski bilanci storitev, kjer se je zaradi omejitev potovanj strmo zmanjšal presežek euroobmočja v skupini potovalnih storitev (graf B).** V letu 2020 se je tako presežek v trgovinski bilanci storitev zmanjšal za 29 milijard EUR (oz. 0,2 odstotne točke BPD). K zmanjšanju je največ prispeval manjši presežek v skupinah potovalnih storitev (z 0,3% BDP na 0,1% BDP v letu 2020) in storitev prevoza (z 0,2% BDP na 0,1% BDP). Za potovalne storitve to odraža silovit upad izvoza (nominalno za okrog 65% glede na leto 2019) zaradi omejitev potovanj, uvedenih za zajezitev pandemije.<sup>4</sup> Po drugi strani se je zaradi večjega izvoza povečal presežek v skupini telekomunikacijskih, računalniških in informacijskih storitev (z 0,8% BDP na 0,9% BDP). Veliki premiki v primanjkljaju v skupini nadomestil za uporabo intelektualne lastnine (ki se je povečal za 0,2 odstotne točke BDP) ter v skupini storitev raziskav in razvoja (ki se je zmanjšal za 0,4 odstotne točke BDP) odražajo izrazito volatilnost uvoza teh storitev v euroobmočje v zadnjih letih, kar je povezano z dejavnostmi velikih multinacionalnih družb.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Medtem ko se je saldo trgovinske menjave v drugi polovici leta izboljšal, se je saldo dohodkov še poslabšal. Saldo dohodkov euroobmočja se je v letu 2020 skrčil zaradi povečanja primanjkljaja sekundarnih dohodkov in zmanjšanja presežka investicijskih dohodkov. Saldo investicijskih dohodov kaže prihodke euroobmočja od neto tujih sredstev. Gibanja neto tujih sredstev euroobmočja (neto stanje mednarodnih naložb) v zadnjih letih ni določal samo saldo tekočega računa, temveč tudi kanal vrednotenja (tj. nihanja vrednosti zunanjih sredstev in obveznosti zaradi sprememb deviznega tečaja in sprememb cen drugih sredstev). Za podrobnejšo obravnavo glej okvir z naslovom »[Factors driving the recent improvement in the euro area's international investment position](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2018.

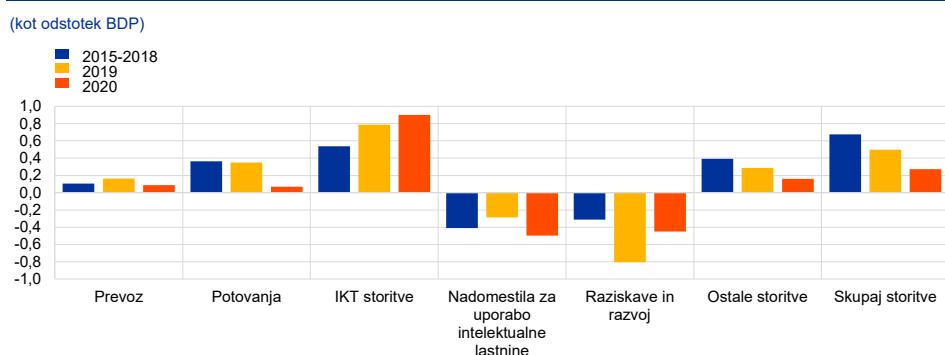
<sup>3</sup> Glej tudi okvir z naslovom »[The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

<sup>4</sup> Glej tudi okvir z naslovom »[Gibanja v turističnem sektorju med pandemijo COVID-19](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

<sup>5</sup> Za dodatne informacije o vplivu poslovanja multinacionalnih družb na zunanje račune euroobmočja glej članek z naslovom »[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)«, *Economic Bulletin*, številka 2, ECB, 2020; in Lane, P.R., »[Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#)«, govor na evropskem statističnem forumu (spletno), 26. april 2021.

## Graf B

### Gibanja v trgovinski bilanci euroobmočja v skupini storitev po glavnih vrstah storitev



Vir: ECB.

Opomba: »Druge storitve« zajema kategorije trgovinske menjave storitev, ki v tem grafu niso zajete nikjer drugje.

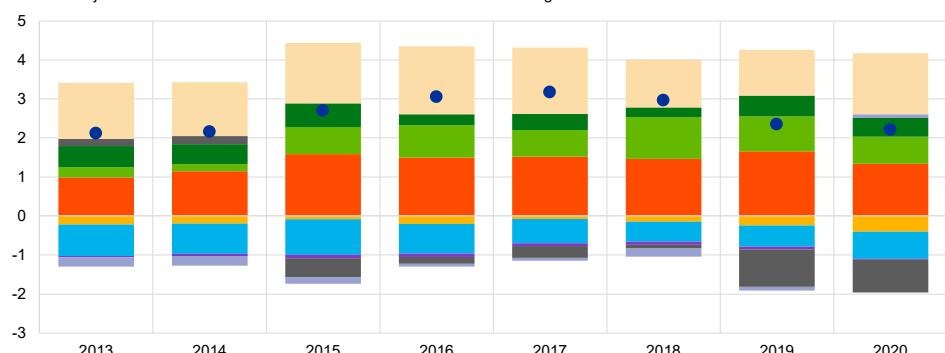
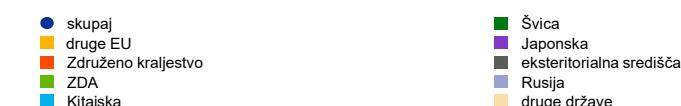
**Podatki o geografskih nasprotnih strankah tekočega računa euroobmočja kažejo, da je euroobmočje v letu 2020 zabeležilo upad v največjih dvostranskih presežkih (graf C, panel a).** Enako kot v prejšnjih letih je tudi v letu 2020 euroobmočje imelo največji dvostranski presežek z Združenim kraljestvom, z ZDA in s Švico (1,3%, 0,7% in 0,5% BDP). Pozitivno (okrog 1,6% BDP) je k zunanjemu presežku euroobmočja prispevala tudi skupina »drugih držav«, ki vključuje glavne proizvajalke nafte, medtem ko je bil primanjkljaj zabeležen s Kitajsko (0,6% BDP) in s skupino »eksteritorialna središča« (0,7% BDP).

## Graf C

### Geografska razčlenitev tekočega računa euroobmočja

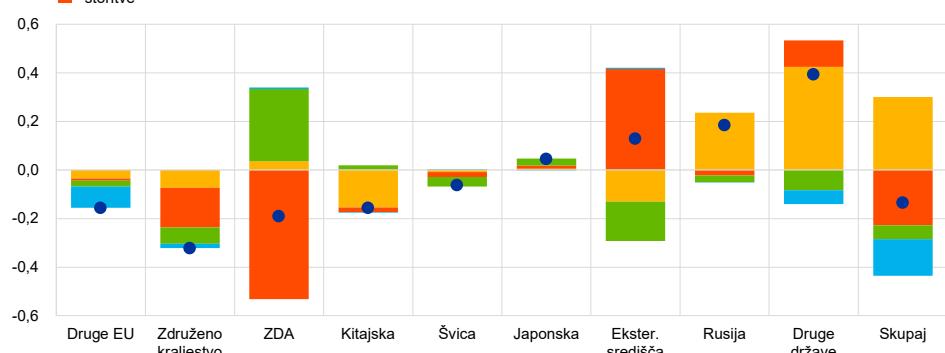
#### a) Tekoči račun euroobmočja po glavnih geografskih nasprotnih strankah

(kot odstotek BDP)



#### b) Sprememba dvostranskega salda tekočega računa euroobmočja v obdobju 2019–2020

(v odstotnih točkah BDP)



Vir: ECB in Eurostat.

Opombe: »Druge EU« obsega države članice EU zunaj euroobmočja ter tiste institucije in organe EU, ki so za statistične namene zunaj euroobmočja, npr. Evropska komisija in Evropska investicijska banka. »Eksteritorialna središča« obsegajo države ali jurisdikcije zunaj EU, ki izvajajo finančne storitve za nerezidente v obsegu, ki je nesorazmeren obsegu njihovega domačega gospodarstva, npr. Hongkong in Kajmanski otoki. »Druge države« obsega vse države in skupine držav, ki niso prikazane na grafu, ter nedodeljene transakcije.

### Najizrazitejše spremembe v geografski razčlenitvi salda tekočega računa euroobmočja v letu 2020 so zmanjšanje presežka z Združenim kraljestvom in ZDA ter povečanje presežka s skupino »drugih držav« (graf C, panel b).

Zmanjšanje presežka z Združenim kraljestvom in ZDA so povzročile predvsem storitve. Pri Združenem kraljestvu je bila to predvsem posledica velikega upada izvoza potovanj iz euroobmočja zaradi pandemičnih omejitev, pri ZDA pa je k zmanjšanju prispevalo tudi precejšnje povečanje plačil za uporabo intelektualne lastnine, povezano z dejavnostmi multinacionalnih družb.<sup>6</sup> Blagovni presežek s skupino »drugih držav« se je močno povečal zaradi že omenjenega zmanjšanja uvoza energentov, zaradi katerega se je poleg tega primanjkljaj v dvostranskem tekočem računu z Rusijo prevesil v presežek. Blagovni primanjkljaj s Kitajsko se je v letu 2020

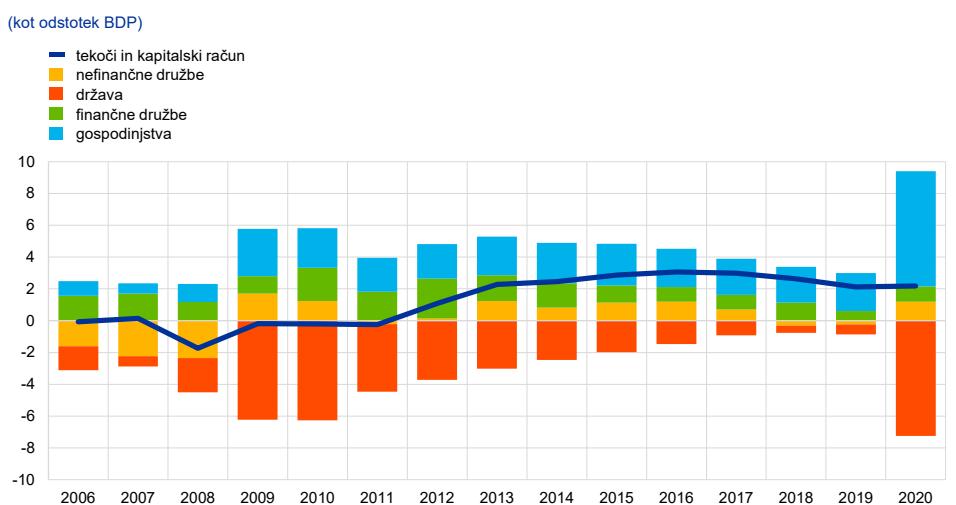
<sup>6</sup> Te operacije so se odrazile tudi v ustreznem zmanjšanju storitvenega primanjkljaja euroobmočja z eksteritorialnimi središči.

še povečal, deloma zaradi povečanja uvoza medicinske opreme, povezanega s pandemijo.

**Z vidika varčevanja/naložb je stabilnost neto posojanja euroobmočja tujini v letu 2020 prikrivala izjemno veliko povečanje neto posojanja s strani sektorja gospodinjstev in neto izposojanja s strani sektorja širše opredeljena država (graf D).** Zaradi nujnih ukrepov za ublažitev posledic pandemije za gospodarstvo se je nenadoma zaustavilo vztrajno zmanjševanje neto izposojanja širše opredeljene države, ki je potekalo zadnjih nekaj let, tako da se je neto izposojanje držav euroobmočja v letu 2020 povečalo na 7,3% BDP. Vendar je to skoraj v celoti izravnalo močno povečanje neto posojanja gospodinjstev euroobmočja (na 7,3% BDP), ki odraža tako previdnostno kot tudi prisilno varčevanje.<sup>7</sup> Ker se je v letu 2020 povečalo tudi neto posojanje nefinančnih in finančnih družb – čeprav bolj zmerno – je bilo neto posojanje euroobmočja tujini stabilno približno na ravni 2,2% BDP.

#### Graf D

Neto posojanje/izposojanje euroobmočja po sektorjih ter saldo tekočega in kapitalskega računa



Viri: ECB in Eurostat.

Opombe: Sektorska sestava neto posojanja/izposojanja euroobmočja odraža stanja domačih sektorskih računov euroobmočja, vzetih iz podatkov za nefinančne sektorske račune. Tekoči in kapitalski račun euroobmočja odražata neto posojanje/izposojanje euroobmočja tujini/iz tujine, kot je zajeto v podatkih o plačilni bilanci. Zaradi razhajanj med viri podatkov se lahko pojavitjo manjša razhajanja med tem dverma kazalnikoma.

**Gibanja salda tekočega računa posameznih držav euroobmočja so bila v letu 2020 različna, pri čemer so države, ki so močno odvisne od turizma, zabeležile močno poslabšanje trgovinske bilance (graf E).** Zaradi teh strmih premikov, ki so bili večinoma povezani z velikim upadom izvoza potovanj, se je opazno poslabšal saldo tekočega računa Španije (z 2,1% na 0,7% BDP), Portugalske (z 0,4% na -1,2% BDP) in Grčije (z -1,5% na -6,7%). Saldo tekočega računa se je močno poslabšal tudi na Malti in Cipru, in sicer predvsem zaradi upada neto izvoza potovanj in drugih storitev. Po drugi strani je Irska močno izboljšala svoj saldo tekočega računa, kar je

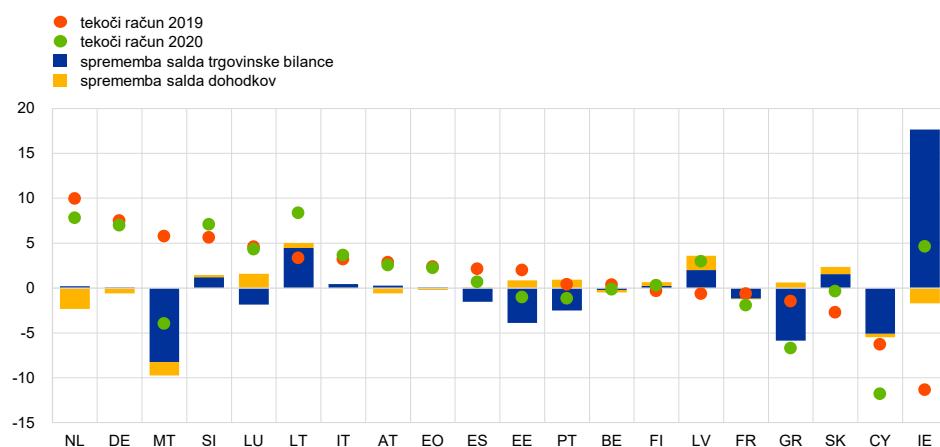
<sup>7</sup> Glej tudi okvir z naslovom «COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjstev: previdnostno ali prisilno?», *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020.

bila v glavnem posledica sprememb v trgovinski menjavi storitev – ter v manjši meri blaga – predvsem zaradi dejavnosti velikih multinacionalnih družb.<sup>8</sup>

### Graf E

#### Spremembe na tekočem računu posameznih držav euroobmočja v obdobju 2019–2020

(kot odstotek BDP; v odstotnih točkah)



Viri: ECB in Eurostat.

Opombe: Trgovinska bilanca vključuje menjavo blaga in storitev. Saldo dohodkov vključuje saldo primarnih in saldo sekundarnih dohodkov. »EO« pomeni euroobmočje.

<sup>8</sup> Izjemno izboljšanje storitvene bilance Irske v letu 2020 je bilo posledica močnega upada uvoza storitev raziskav in razvoja v kontekstu izrazite volatilnosti zunanjih računov Irske zaradi zelo velikega vpliva dejavnosti multinacionalnih družb.

## 2

# Vpliv ukrepov javnofinančne podpore na likvidnostne potrebe podjetij med pandemijo

Pripravili Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando in Elena Sofia Gabbani

**Evropske vlade so se na izbruh pandemije koronavirusa (COVID-19) odzvale z obsežnimi fiskalnimi svežnji, s katerimi so podprle gospodinjstva, delavce in podjetja.** Po skoraj letu dni zagotavljanja javnofinančne podpore so se z anketo o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) zbrale informacije o tem, kako so omenjeni svežnji v tem času pomagali podjetjem pri zadovoljevanju kratkoročnih in srednjeročnih likvidnostnih potreb.<sup>1</sup> Fiskalni ukrepi držav so razvrščeni v tri glavne skupine: (i) podpora pri plačah,<sup>2</sup> (ii) znižanje davkov in odlog plačila davkov ter (iii) druge vrste podpor.<sup>3</sup> V tem okvirju so povzeti rezultati ankete, ki so za posamezne države razvrščeni v štiri ločene sektorje: industrija, gradbeništvo, trgovina in druge poslovne storitve.<sup>4</sup>

**Dve tretjini anketiranih podjetij je izkoristilo vsaj en ukrep državne podpore kot odziv na pandemijo.** Okrog 55% anketiranih velikih podjetij in 48% anketiranih malih in srednje velikih podjetij (MSP) v euroobmočju je izkoristilo državno podporo na področju plač, okrog 28% velikih podjetij in 25% MSP je izkoristilo možnost znižanja davkov in odloga plačila davkov, okrog 24% velikih podjetij in 32% MSP pa je izkoristilo druge sheme državne podpore (graf A, slika a).

<sup>1</sup> Polletna anketa SAFE je bila opravljena med 8. marcem in 22. aprilom 2021. Anketirana podjetja v euroobmočju so bila zaprošena, naj poročajo o spremembah svojega finančnega položaja ter o potrebah po zunanjem financiranju in razpoložljivosti v obdobju med oktobrom 2020 in marcem 2021. V vzorec je bilo skupno vključenih 11.007 podjetij, od tega 10.054 (91%) malih in srednje velikih podjetij (MSP). Vse vrednosti v tem okvirju so tehtane z razredom velikosti, gospodarsko dejavnostjo in državo, da bi tako odražale ekonomsko strukturo zadevne populacije podjetij. Glej [poročilo o anketi SAFE](#).

<sup>2</sup> Podpora pri plačah se nanaša na državne subvencije v obliki subvencioniranih plač za zaposlene, ki se jim je število delovnih ur začasno v celoti ali delno zmanjšalo (t. i. programi skrajšanega delovnega časa).

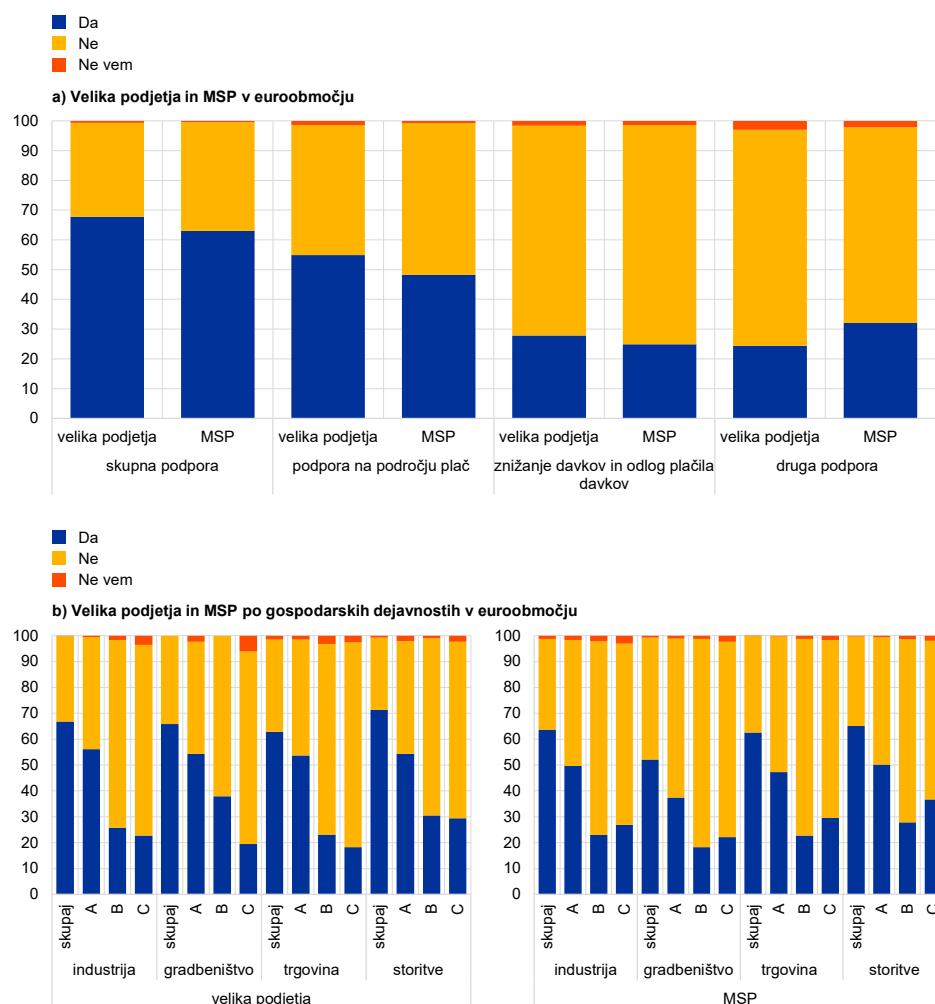
<sup>3</sup> Čeprav ta tretja kategorija v vprašalniku ni navedena, bi lahko vključevala več shem, povezanih z državno podporo, kot so poročila za bančna posojila, ki se ne uporabljajo za pokrivanje stroškov plač, neposredna finančna pomoč, dokapitalizacija in skladi za prestrukturiranje. Več podrobnosti o posebej pripravljenih vprašanjih, vključenih v anketo SAFE, je v okvirju z naslovom [Special questions: Government support policies during the COVID-19 pandemic](#) v poročilu o anketi SAFE.

<sup>4</sup> Ta okvir dopoljuje ocene državnih shem. [Albertazzi et al.](#) ocenjujejo, kako bi lahko objavljene sheme državnih poročetev za posojila vplivale na obseg izgub, ki bi jih lahko utrpele banke. [Falagiarda et al.](#) obravnavajo značilnosti teh shem in njihovo uporabo v večjih državah euroobmočja. [Anderson et al.](#) povzemajo ukrepe kreditne podpore v petih največjih gospodarstvih Evrope. V [študiji OECD](#) iz leta 2020 je predstavljen povzetek ukrepov likvidnostne in strukturne podpore na svetovni ravni. Glej Albertazzi, U., Bijsterbosch, M., Grodzicki, M., Metzler, J., in Ponte Marques, A., »Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2020; Falagiarda, M., Papiestis, A., in Rancoita, E., »Državna jamstva za posojila in bančna posojila v obdobju COVID-19«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020; Anderson, J., Papadia, F., in Véron, N., »COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies«, *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021; ter *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OECD, april 2021.

## Graf A

Odstotek podjetij v euroobmočju, ki so prejela državno javnofinančno podporo kot odziv na pandemijo: razčlenitev po velikosti in sektorjih

(v odstotkih anketirancev)



Vir: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

Opomba: »A« pomeni državno podporo pri plačah; »B« pomeni državno podporo v obliki znižanja davkov in odloga plačila davkov; »C« pomeni druge sheme državne podpore; »skupaj« se nanaša na celoto shem državne podpore (tj. podjetje je prejelo najmanj eno vrsto državne podpore).

**Z vidika posameznih sektorjev je bila državna podpora za MSP v industriji in storitvenih dejavnostih večja kot v gradbeništvu.** Dejavnosti, ki so bile zaradi ukrepov omejevanja fizičnih stikov močno prizadete (gostinstvo, potovanja, razvedrilo in kultura), navadno izvajajo MSP z do 249 zaposlenimi, tj. vrsta podjetij, ki so v anketi SAFE najbolj v ospredju. Za te vrste dejavnosti so MSP prejela razmeroma več pomoči v obliku drugih shem državne podpore kot velika podjetja, kar je deloma posledica dejstva, da je bil namen politik v posameznih državah pomagati predvsem manjšim podjetjem. Državna podpora za MSP je bila v industriji in storitvenih dejavnostih razmeroma večja kot v gradbeništvu, zlasti v obliku podpore pri plačah. Po drugih strani so velika podjetja državno podporo na področju plač izkoristila v vseh sektorjih (graf A, slika b). Približno polovica anketiranih MSP v industriji, trgovini in drugih poslovnih storitvah (na grafih označenih kot »storitve«) ter 37% MSP v gradbeništvu je prejelo državno podporo na področju plač, ta delež pa sta pri podpori

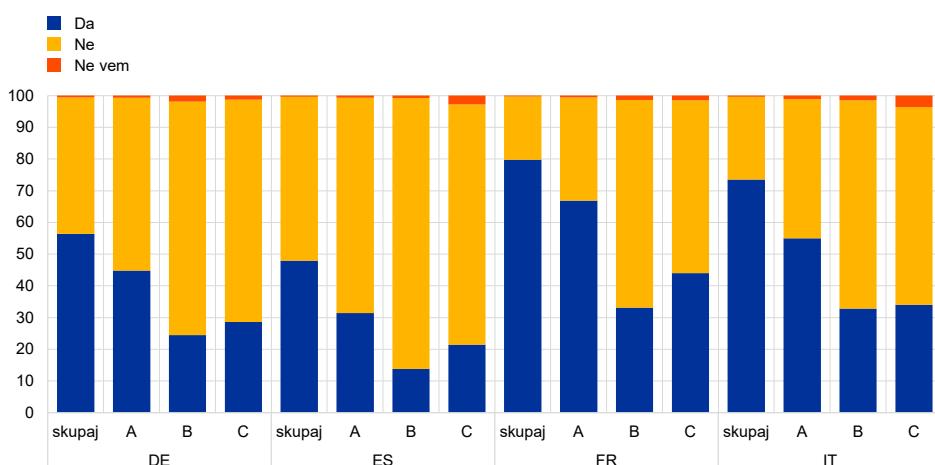
v obliki znižanja davkov in odloga plačila davkov manjša, in sicer približno četrtina oziroma 18%. Razlike med sektorji so pri podpori v obliki drugih shem državne podpore večje (graf A, slika b).

**Državna podpora je bila med državami različna.** V Španiji in Nemčiji je bil delež MSP, ki so izkoristila javnofinančno podporo, ne glede na vrsto podpore manjši kot v Franciji in Italiji (graf B). Državno likvidnostno podporo na področju plač je denimo v Franciji izkoristilo okrog dve tretjini podjetij, medtem ko je tako pomoč po lastnih navedbah prejela le tretjina podjetij v Španiji. Kar zadeva podporo v obliki znižanja davkov in odloga plačila davkov, je tretjina podjetij v Italiji navedla, da so to podporo prejela, medtem ko je ta delež v Španiji manjši (14%). V Franciji je 44% anketiranih podjetij izkoristilo tudi druge sheme državne podpore, medtem ko takšen delež v Španiji znaša okrog 21%.

### Graf B

Odstotek MSP, ki so izkoristila državno javnofinančno podporo kot odziv na pandemijo: razčlenitev po državah

(v odstotkih anketiranec)



Vir: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

Opomba: »A« pomeni državno podporo pri plačah; »B« pomeni državno podporo v obliki znižanja davkov in odloga plačila davkov; »C« pomeni druge sheme državne podpore; »skupaj« se nanaša na celoto shem državne podpore (t.j. podjetje je prejelo najmanj eno vrsto državne podpore).

**Iz analize na podlagi odgovorov posameznih podjetij je razvidno, da so podjetja, na katera je pandemija bolj negativno vplivala, javnofinančno podporo izkoristila v večjem obsegu.** Glede finančnega položaja posameznih podjetij razlikujemo med »ranljivimi« podjetji, tj. tistimi, ki so v zadnji anketi (oktober 2020–marec 2021) poročala, da sta se jim v primerjavi s prejšnjimi šestimi meseci promet in dobiček zmanjšala, obrestni odhodki in zadolženost pa povečali, ter »dobičkonosnimi« podjetji, ki so poročala, da sta se v istem obdobju njihov promet in dobiček povečala, njihovi obrestni odhodki in zadolženost pa zmanjšali.<sup>5</sup> Graf C prikazuje delež podjetij znotraj lastne skupine, ki so izkoristila vsaj eno vrsto javnofinančne podpore, v vseh državah euroobmočja. Deleža sta zelo velika na Irskem in v Franciji, na Portugalskem pa sta manjša. V povprečju je v euroobmočju

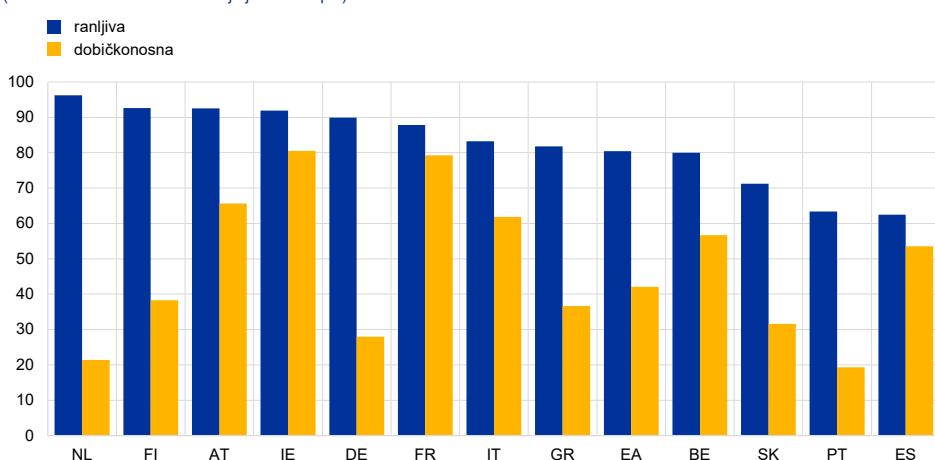
<sup>5</sup> Časovni razvoj ranljivih in dobičkonosnih podjetij pred pandemijo je predstavljen v Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, oktober 2017–marec 2018, ECB.

javnofinančno podporo med pandemijo prejelo 80% ranljivejših podjetij in okrog 40% dobičkonosnejših podjetij (izraženo kot odstotek vseh podjetij v njihovi skupini). V primerjavi s preteklimi izkušnjami je bil pred izbruhom pandemije razmeroma velik delež ranljivih podjetij razvrščen med podjetja, ki niso ranljiva. To pomeni, da je bilo več javnofinančne podpore namenjene najhuje prizadetim podjetjem, pri katerih so se pojavile takojšnje likvidnostne potrebe.

### Graf C

#### Delež ranljivih in dobičkonosnih podjetij, ki so izkoristila državno javnofinančno podporo

(v odstotkih anketirancev znotraj njihovih skupin)



Vir: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

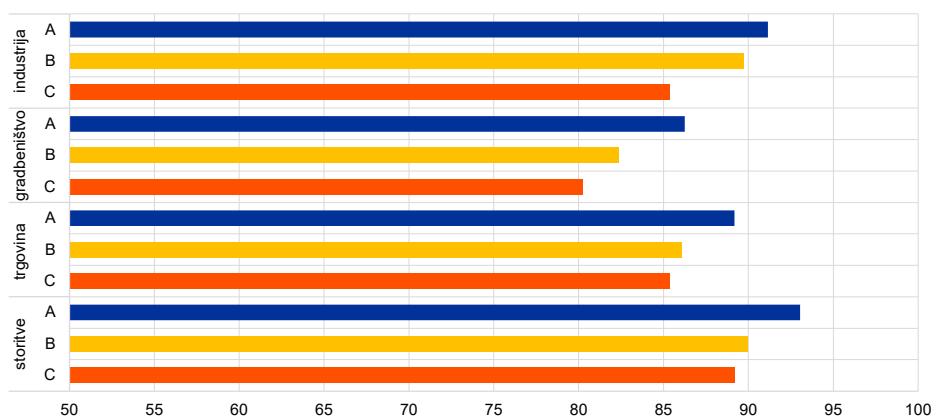
Opomba: Ranljiva podjetja so opredeljena kot podjetja, ki so v sedanji anketi SAFE (oktober 2020–marec 2021) poročala o manjsem prometu in dobičku ter hkrati višjih obrestnih odhodkih in večji ali nespremenjeni zadolženosti v razmerju do skupnih sredstev kot v prejšnji anketi SAFE (aprili–september 2020), dobičkonosna podjetja pa kot podjetja, ki so v sedanji anketi SAFE glede na prejšnjo poročala o večjem prometu in dobičku ter hkrati nižjih ali nobenih obrestnih odhodkih in manjši ali nobeni zadolženosti v razmerju do skupnih sredstev.

**Večina podjetij, ki so prejela državno podporo, jo je uporabila za pokritje svojih takojšnjih in kratkoročnih obveznosti.** Podjetja, ki so izkoristila državno podporo, so bila zaprošena, naj ocenijo pomen različnih ukrepov pri lajšanju likvidnostnih potreb (pri čemer likvidnost pomeni znesek denarnih sredstev, potreben za pokritje takojšnjih in kratkoročnih obveznosti podjetja). Na splošno so imele podporne sheme pomembno vlogo pri zmanjševanju likvidnostnega tveganja, čeprav je bilo med sektorji in vrstami podpor nekaj razlik. Med podjetji, ki so prejela državno podporo na področju plač, je v povprečju okrog 90% MSP v euroobmočju menilo, da je bila ta pomembna za lažje izpolnjevanje kratkoročnih obveznosti, pri čemer je bil največji delež podjetij, ki so tako menila, v storitvenih dejavnostih (graf D). Podobno je v povprečju 87% MSP menilo, da sta bila pomembna znižanje davkov in odlog plačila davkov, pri čemer je bil največji delež takih odgovorov v industriji in storitvenih dejavnosti. Da so bile pomembne druge sheme podpore, sta menili več kot dve tretjini MSP, zlasti v storitvenih dejavnostih. Kar zadeva uporabo podpore v posameznih državah, je večina od relativno majhnega deleža MSP v Nemčiji, ki so prejela javnofinančno podporo (graf B), navedla, da je za povečanje svoje likvidnosti obsežno uporabljala vse vrste shem državne podpore. Za italijanska MSP so bili podpora pri plačah ter znižanje davkov in odlogi plačila davkov pomembnejši, francoska MSP pa so v večjem deležu izkoristila druge vrste podpor in plačne podporne sheme.

### Graf D

Pomen državnih podpornih ukrepov po vrsti podpore za MSP v euroobmočju, ki so podporo uporabila za izpolnjevanje kratkoročnih obveznosti

(v odstotkih anketirancev, ki so odgovorili bodisi »zelo pomembno« bodisi »srednje pomembno«)



Vir: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

Opomba: »A« pomeni državno podporo pri plačah; »B« pomeni državno podporo v obliki znižanja davkov in odloga plačila davkov; »C« pomeni druge sheme državne podpore.

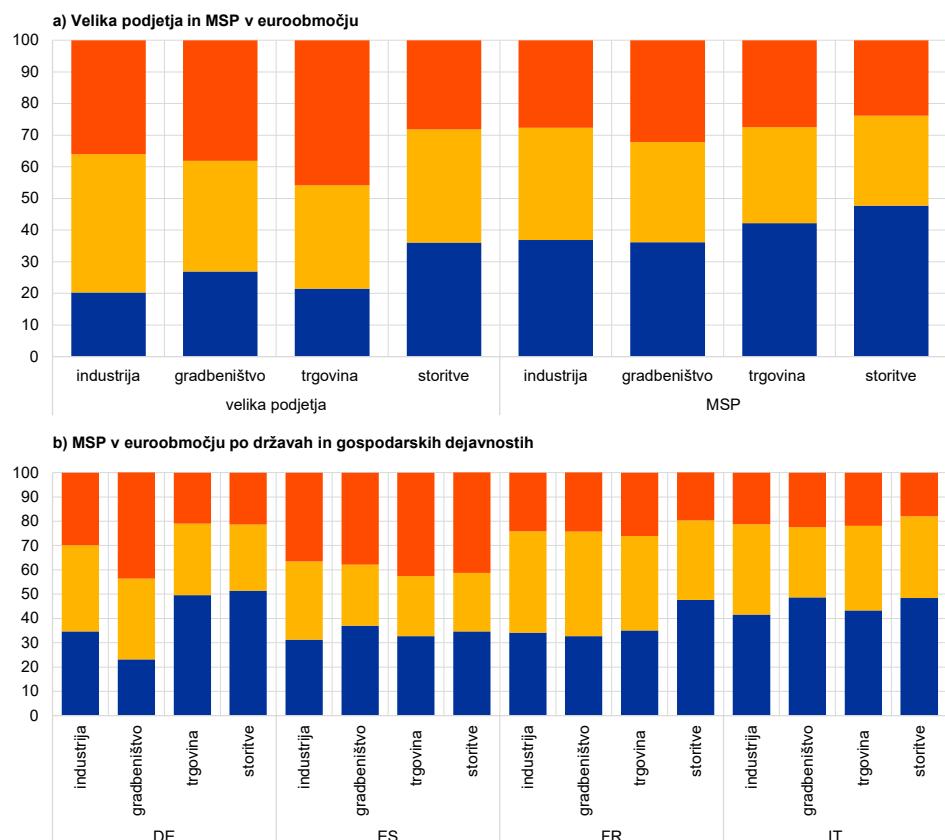
**Več kot dve tretjini podjetij, ki so izkoristila državne podporne ukrepe, je navedlo, da bodo zaradi ukrepov, ki trenutno veljajo ali so načrtovani kot odziv na pandemijo, laže izpolnjevali svoje dolžniške obveznosti v naslednjih dveh letih.** Podjetja so bila zaprošena, naj ocenijo, ali bodo s pandemijo povezani podporni ukrepi, ki trenutno veljajo ali jih bodo vlade predvidoma uvedle v bližnji prihodnosti, zadostovali za zmanjšanje tveganja, da bi v naslednjih dveh letih šla v stečaj (tj. kako verjetno je, da podjetje ne bo moglo izpolniti svojih srednjeročnih in dolgoročnih dolžniških obveznosti). V odgovor je 74% MSP in 65% velikih podjetij, ki so prejela državno podporo, navedlo, da bodo ti ukrepi srednjeročno olajšali njihove likvidnostne potrebe (graf E, slika a). Podjetja v drugih poslovnih storitvenih dejavnostih so denimo navedla, da bodo te sheme prispevale k zmanjšanju njihovega tveganja stečaja v naslednjih dveh letih. Podjetja v vseh zajetih državah so menila, da so ukrepi državne likvidnostne podpore ključni za zmanjšanje stečajnega tveganja.

### Graf E

Pomen državnih podpornih ukrepov za podjetja v euroobmočju, ki so podporo uporabila za izpolnjevanje dolgoročnejših obveznosti

(v odstotkih anketirancev)

- zelo pomembno
- srednje pomembno
- ni pomembno



Vir: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

**V celoti gledano so bili ukrepi državne javnofinančne podpore učinkoviti pri lajšanju likvidnostnih potreb podjetij po izbruhu pandemije.** Ukrepe državne podpore sta izkoristili okrog dve tretjini anketiranih velikih podjetij in MSP. Večina podjetij je to podporo uporabila za pokritje svojih takojšnjih in kratkoročnih obveznosti, zlasti za pokrivanje stroškov plač in olajšanje davčnega položaja. Podjetja so tudi navedla, da bodo zaradi ukrepov, ki trenutno veljajo ali jih vlade nameravajo uvesti, laže izpolnjevala svoje dolžniške obveznosti v naslednjih dveh letih.

### 3

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. januarja do 27. aprila 2021

Pripravila Guido Della Valle in Nikolaus Solonar

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2021. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 27. januarja do 27. aprila 2021 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Raven centralnobančne likvidnosti v bančnem sistemu se je v obravnavanem obdobju še naprej povečevala. To je bilo zlasti posledica neto nakupov vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) ter poravnave sedme operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR). Svet ECB je 11. marca sporočil, da se bodo nakupi v okviru programa PEPP v drugem četrletletju izvajali v bistveno večjem obsegu kot v prvih mesecih leta. V obravnavanem obdobju so neto avtonomni likvidnostni dejavniki ostali na približno podobnih ravneh kot v prejšnjem obravnavanem obdobju, ki je trajalo od 4. novembra 2020 do 26. januarja 2021.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, malenkostno povečale za 4,4 milijarde EUR na 2.030,6 milijarde EUR.** Skromno povečanje od prejšnjega obravnavanega obdobja je bilo posledica skupnega učinka majhnega povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 2,2 milijarde EUR na 1.883,7 milijarde EUR in povečanja obveznih rezerv za 2,2 milijarde EUR na 146,9 milijarde EUR (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A).

**Povečanje neto avtonomnih dejavnikov je bilo predvsem posledica večjih vlog države, ki so se v obravnavanem obdobju povečale za 29,6 milijarde EUR (oziroma za 5%) na 618,3 milijarde EUR.** S tem povečanjem se je delno izničilo znižanje v zadnjem četrletletju 2020 z rekordno visoke ravni, dosežene v prejšnjih mesecih leta 2020, ko so vlade pospešile izdajanje vrednostnih papirjev za financiranje odziva na krizo zaradi koronavirusa (COVID-19) in povečale svoje previdnostne rezerve kot odziv na negotovost. Na splošno so vloge države kljub omenjenemu povečanju še vedno nižje od rekordno visoke ravni (729,8 milijarde EUR), dosežene v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020, še vedno pa precej višje od dolgoročnega povprečja (246,8 milijarde EUR) v enakem obdobju v prejšnjih letih (od 27. januarja do 27. aprila v letih 2020, 2019 in 2018). Povečanje vlog države je bilo delno odtehtano z zmanjšanjem drugih avtonomnih dejavnikov za 24,5 milijarde EUR na 891,1 milijarde EUR. Bankovci v obtoku so se povečali za 23,4 milijarde EUR na 1.440,0 milijarde EUR. Avtonomni dejavniki

umikanja likvidnosti so se skupno povečali za 28,4 milijarde EUR na 2.949,4 milijarde EUR, kar je bilo delno odtehtano s povečanjem avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti za 26,2 milijarde EUR na 1.066,0 milijarde EUR, ki je bilo posledica skupnega učinka povečanja neto aktive v eurih za 56,5 milijarde EUR in zmanjšanja neto tuje aktive za 30,3 milijarde EUR. V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov in njihovih sprememb.

**Tabela A**  
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

**Pasiva**

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021				Prejšnje obravnavano obdobje: 4. november 2020– 26. januar 2021	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. januar– 16. marec	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. marec–27. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>2.949,4</b>	<b>(+28,4)</b>	<b>2.930,2</b>	<b>(+54,4)</b>	<b>2.971,8</b>	<b>(+41,5)</b>
Bankovci v obtoku	1.440,0	(+23,4)	1.433,4	(+4,0)	1.447,7	(+14,3)
Vloge države	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) <sup>1)</sup>	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)
<b>Tekoči računi nad obveznimi rezervami</b>	<b>3.132,3</b>	<b>(+282,0)</b>	<b>3.011,2</b>	<b>(+127,4)</b>	<b>3.273,6</b>	<b>(+262,4)</b>
od tega izvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu <sup>2)</sup>	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)
od tega neizvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu <sup>2)</sup>	2.268,4	(+277,2)	2.139,9	(+118,9)	2.396,9	(+257,1)
<b>Obvezne rezerve<sup>3)</sup></b>	<b>146,9</b>	<b>(+2,2)</b>	<b>146,5</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>147,5</b>	<b>(+1,0)</b>
<b>Priznano izvzetje<sup>3)</sup></b>	<b>881,6</b>	<b>(+13,0)</b>	<b>878,8</b>	<b>(+5,8)</b>	<b>884,8</b>	<b>(+5,9)</b>
<b>Odperta ponudba mejnega depozita</b>	<b>634,2</b>	<b>(+73,0)</b>	<b>598,0</b>	<b>(+11,1)</b>	<b>676,4</b>	<b>(+78,4)</b>
<b>Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 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) Izvzete in neizvzete presežne rezerve so pojasnjene na spletnem mestu ECB.

3) Pojasnilna postavka, ki je v bilanci slanja Eurosistema ni, zato se ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

## Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 4. november 2020– 26. januar 2021	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. januar– 16. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. marec–27. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.066,0</b>	<b>(+26,2)</b>	<b>1.068,3</b>	<b>(+81,6)</b>	<b>1.063,3</b>	<b>(-4,9)</b>	<b>1.039,8</b>	<b>(-57,2)</b>
Neto tuja aktiva	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Neto aktiva v eurih	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>5.797,2</b>	<b>(+359,5)</b>	<b>5.617,9</b>	<b>(+112,1)</b>	<b>6.006,3</b>	<b>(+388,4)</b>	<b>5.437,7</b>	<b>(+395,1)</b>
Operacije odprtega trga	5.797,2	(+359,5)	5.617,9	(+112,1)	6.006,3	(+388,4)	5.437,7	(+395,1)
Avkcijski postopki	1.913,8	(+139,9)	1.792,8	(-0,1)	2.054,9	(+262,1)	1.773,9	(+125,9)
Operacije glavnega refinanciranja	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
Trimestične operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Duga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	1.876,5	(+152,3)	1.749,4	(-0,0)	2.024,8	(+275,4)	1.724,2	(+141,5)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Dokončni portfelji	3.883,4	(+219,6)	3.825,1	(+112,2)	3.951,4	(+126,3)	3.663,8	(+269,2)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Tretji program nakupa kritih obveznic	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.374,3	(+37,2)	2.366,1	(+20,9)	2.383,9	(+17,8)	2.337,1	(+53,9)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
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 najbližjo 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

## Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 4. november 2020– 26. januar 2021
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. januar– 16. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. marec–27. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe <sup>1)</sup>	2.030,6 (+4,4)	2.008,7 (−26,4)	2.056,3 (+47,7)	2.026,3 (−18,2)			
Neto avtonomni dejavniki <sup>2</sup>	1.883,7 (+2,2)	1.862,2 (−27,3)	1.908,9 (+46,7)	1.881,5 (−20,1)			
Presežna likvidnost <sup>3)</sup>	3.766,5 (+355,1)	3.609,3 (+138,5)	3.950,0 (+340,7)	3.411,4 (+413,4)			

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 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 nepravljane postavke.

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

## Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 4. november 2020– 26. januar 2021
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. januar– 16. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. marec–27. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega depozita	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	−0,50 (+0,00)	
EONIA <sup>1)</sup>	−0,480 (−0,005)	−0,478 (−0,001)	−0,481 (−0,003)	−0,475 (−0,006)			
€STR	−0,565 (−0,005)	−0,563 (−0,001)	−0,567 (−0,003)	−0,560 (−0,006)			

Vir: ECB.

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

1) Od 1. oktobra 2019 je povprečje indeksov transakcij čez noč v eurih (EONIA) izračunano kot eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) plus 8,5 bazične točke. Razlike v spremembah pri obrestni meri EONIA in €STR so posledica zaokroževanja.

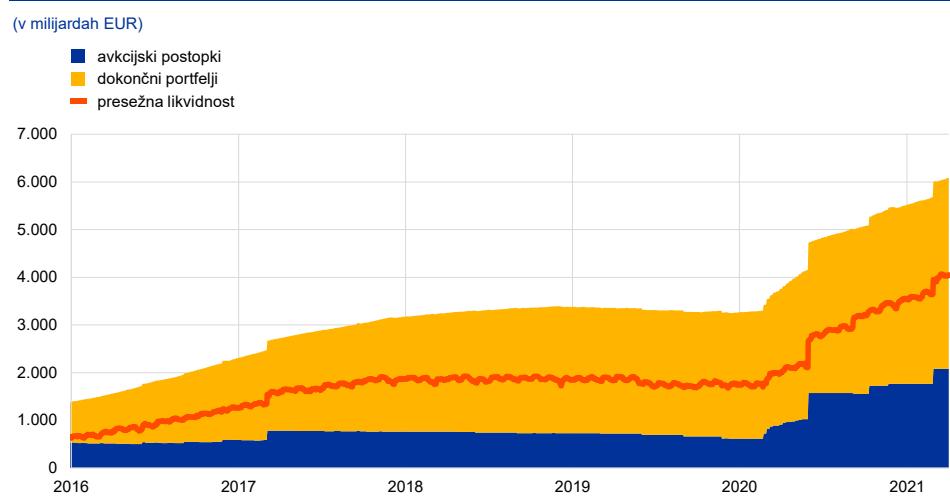
## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 359,5 milijarde EUR na 5.797,2 milijarde EUR (graf A).**

Okrug 61% povečanja likvidnosti je posledica sedanjih neto nakupov v okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, zlasti programa PEPP, medtem ko preostalih 39% izhaja iz kreditnih operacij, predvsem dodelitve v okviru sedme operacije iz tretje serije CUODR v marcu 2021.

## Graf A

### Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 27. april 2021.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju povečal za 139,9 milijarde EUR.** Povečanje je bilo predvsem posledica poravnave sedme operacije iz tretje serije CUODR 24. marca, s katero je bila zagotovljena likvidnost v višini 330,5 milijarde EUR, kar pa je bilo delno odtehtano s končno zapadlostjo operacij iz druge serije CUODR, v okviru katere je bilo odplačanih 9,7 milijarde EUR. S prvo operacijo od štirih dodatnih izrednih neciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO), prvič napovedano decembra 2020 in dejansko poravnano 25. marca 2021, je bilo zagotovljenih dodatnih 0,8 milijarde EUR likvidnosti. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej postransko vlogo, pri čemer se je povprečna uporaba obeh rednih operacij refinanciranja od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 0,4 milijarde EUR na nov rekordno nizek znesek 0,9 milijarde EUR.

**Hkrati so se zaradi neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in programa PEPP dokončni portfelji povečali za 219,6 milijarde EUR na 3.883,4 milijarde EUR.** Povprečna imetja v programu PEPP so znašala 898,8 milijarde EUR in so se v primerjavi s povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju povečala za 170,9 milijarde EUR. Nakupi v okviru programa PEPP so predstavljali daleč največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih papirjev, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povečanjem povprečnih imetij za 37,2 milijarde EUR na 2.374,3 milijarde EUR in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povečanjem povprečnih imetij za 13,5 milijarde EUR na 263,4 milijarde EUR.

## Presežna likvidnost

**Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 355,1 milijarde EUR na nov rekordno visok znesek 3.766,5 milijarde EUR (graf A).** Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Kaže razliko med zagotovljeno likvidnostjo in likvidnostnimi potrebami. Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve, so se povečala za 282,0 milijarde EUR na 3.132,3 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa za 73 milijarde EUR na 634,2 milijarde EUR.

**Presežne rezerve, ki so po dvostopenjskem sistemu izvzete iz obrestovanja po negativni obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita,<sup>1</sup> so se povečale za 14,9 milijarde EUR na 874,1 milijarde EUR, neizvzete rezerve pa za 277,2 milijarde EUR na 2.268,4 milijarde EUR.** Povečanje izvzetih presežnih rezerv je predvsem posledica zvišanja priznanega izvzetja za 13 milijard EUR na 881,6 milijarde EUR, pri čemer je ta znesek odvisen od obveznih rezerv in njihovega povečanja v obravnavanem obdobju. K povečanju neizvzetih rezerv je prispevalo splošno povečanje presežne likvidnosti zaradi obsežnejših neto nakupov vrednostnih papirjev in večje uporabe kreditnih operacij. Skupna stopnja izkoriščenosti priznanega izvzetja, tj. razmerje med izvzetimi rezervami in najvišjim zneskom, ki ga je mogoče izvzeti, se je malenkostno zvišala z 98,9% na 99,1%. Vztrajno visoka stopnja izkoriščenosti kaže, da imajo presežno likvidnost še vedno vse banke, pri čemer ima velika večina bank rezerve, ki precej presegajo obvezne rezerve. Stopnja izkoriščenosti se na ravni, višji od 98%, ohranja od tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020. V obravnavanem obdobju so izvzete presežne rezerve predstavljale 23,3%, v prejšnjem obravnavanem obdobju pa 25,2% celotne presežne likvidnosti.

## Gibanje obrestnih mer

**Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je v obravnavanem obdobju od prejšnjega obravnavanega obdobja malenkostno znižala.** €STR je v obravnavanem obdobju znašala povprečno –56,5 bazične točke, kar je skoraj nespremenjeno v primerjavi s povprečno vrednostjo –56,0 bazične točke v prejšnjem obravnavanem obdobju, saj je ta obrestna mera zaradi obsega presežne likvidnosti razmeroma neodzivna tudi na večje spremembe likvidnosti. Upoštevati je treba, da se EONIA od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke, zato se je gibala in se bo še naprej gibala vzporedno z €STR. Ključne obrestne mere ECB, tj. obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

<sup>1</sup> Dvostopenjski sistem obrestovanja imetij presežnih rezerv je pojasnjen na spletnem mestu ECB.

## 4

# Vpliv krize zaradi COVID-19 na trg dela v euroobmočju pri moških in ženskah

Pripravila Vasco Botelho in Pedro Neves

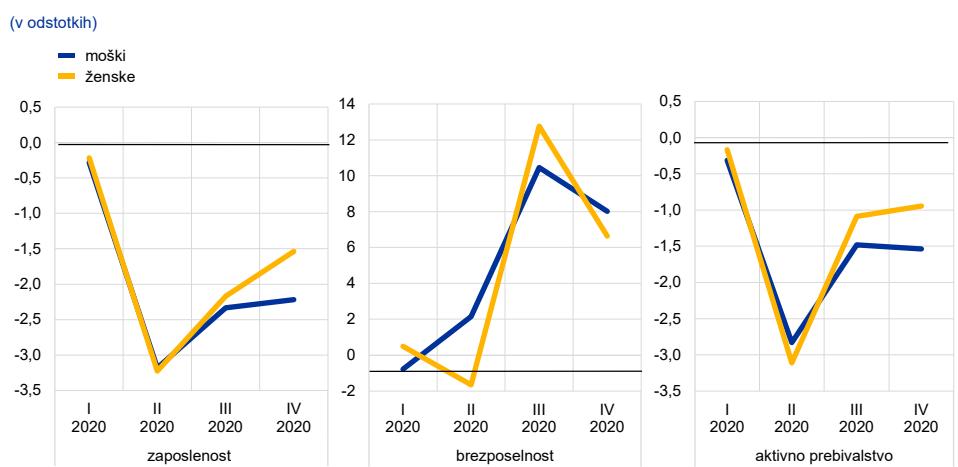
**V euroobmočju je po podatkih, ki so na voljo do zadnjega četrtletja 2020, kriza zaradi koronavirusa (COVID-19) povzročila upad obsega delovne sile, zmanjšanje zaposlenosti in povečanje brezposelnosti, pri čemer so bila gibanja pri ženskah in moških v tem času različna.<sup>1</sup>** Zaposlenost v euroobmočju se je med zadnjim četrtletjem 2019 in zadnjim četrtletjem 2020 zmanjšala za okrog 3,1 milijona zaposlenih (graf A), od katerih je bilo po ocenah približno 1,9 milijona moških in približno 1,2 milijona žensk. To pomeni, da se je v tem obdobju zaposlenost moških skupno zmanjšala za 2,2%, zaposlenost žensk pa za 1,5%.<sup>2</sup> Brezposelnost se je v istem obdobju povečala za 0,9 milijona oseb, pri čemer je brezposelnih postalo 495.000 moških in 388.000 žensk. Skupno se je med zadnjim četrtletjem 2019 in zadnjim četrtletjem 2020 brezposelnost moških povečala za 8,0%, brezposelnost žensk pa za 6,6%. Odstotno povečanje brezposelnosti v tem obdobju je bilo največje v tretjem četrtletju 2020, in sicer 10,5% pri moških in 12,8% pri ženskah. Nato se je v zadnjem četrtletju 2020 število brezposelnih žensk zmanjšalo bolj kot število brezposelnih moških. Veličega upada zaposlenosti ni spremljalo primerljivo povečanje brezposelnosti pri nobenem od spolov, pri čemer je med zadnjim četrtletjem 2019 in zadnjim četrtletjem 2020 delovno neaktivnih postalo 2,2 milijona ljudi, od tega 1,4 milijona moških in 0,8 milijona žensk. Čeprav je bil negativni vpliv prvega vala pandemije na število aktivnih žensk do drugega četrtletja 2020 večji, je aktivnost žensk v drugi polovici leta okrevala hitreje.

<sup>1</sup> Agregata »zaposlenost« in »skupno število opravljenih delovnih ur« temeljita na Eurostatovih podatkih iz nacionalnih računov, medtem ko so podatki o brezposelnosti ter spolni strukturi zaposlenosti in števila opravljenih delovnih ur vzeti iz Eurostatove četrtletne ankete EU o delovni sili. Vpliv na zaposlenost in število opravljenih delovnih ur po spolu je na sektorski in agregatni ravni preslikan iz ankete o delovni sili v podatke iz nacionalnih računov. S tem se implicitno predpostavlja, da porazdelitev med spoloma v euroobmočju, izračunana na podlagi podatkov iz ankete o delovni sili, na splošno velja tudi za podatke iz nacionalnih računov. V tem okvirju se izraza »običajno opravljene delovne ure« in »pogodbeno opravljene delovne ure« uporabljata kot sopomenki.

<sup>2</sup> Do tretjega četrtletja 2020 je bil, glede na kumulativno od zadnjega četrtletja 2019, upad zaposlenosti pri moških in ženskah približno enak na ravni okrog 2,3% oziroma 2,2%.

## Graf A

Spremembe v zaposlenosti, brezposelnosti ter številu aktivnih moških in žensk v euroobmočju med krizo zaradi COVID-19



Viri: Eurostat, anketa EU o delovni sili in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje spremembe števila zaposlenih in brezposelnih delavcev v odstotkih po spolu med zadnjim četrtekletjem 2019 in vsakim četrtekletjem 2020. Spremembe v številu aktivnega prebivalstva so izračunane skladno s tem. Aktivno prebivalstvo je seštevek zaposlenih in brezposelnih delavcev.

**Stopnja brezposelnosti žensk je višja od stopnje brezposelnosti moških, vendar velikost razlike v stopnji brezposelnosti med ženskami in moškimi spremiha določena negotovost (graf B).** Stopnja brezposelnosti žensk je višja od stopnje brezposelnosti moških in je v zadnjem četrtekletju 2020 znašala 8,3% pri ženskah v primerjavi s 7,7% pri moških. Ta pojav ni nov: v zadnjem četrtekletju 2019, pred izbruhom krize zaradi COVID-19, je stopnja brezposelnosti žensk znašala 7,7%, moških pa 7,1%. Razlika v stopnji brezposelnosti med ženskami in moškimi je tako v zadnjem četrtekletju 2019 znašala 0,6 odstotne točke, v zadnjem četrtekletju 2020 pa 0,5 odstotne točke.<sup>3</sup> V drugem četrtekletju 2020 se je razlika zmanjšala in nato v tretjem četrtekletju znova povečala. Gibanje zatem pa spremiha določena negotovost, ki je posledica uporabe različnih statističnih kazalnikov iz ankete EU o delovni sili (in sicer mesečne časovne vrste v primerjavi s četrtekletnimi) ter sedanjega statističnega prerazvrščanja delavcev, vključenih v sheme za ohranitev delovnih mest.<sup>4</sup> Po navedbah Eurostata so četrtekletne časovne vrste zanesljivejše, a manj pravočasne kot mesečne časovne vrste. Na podlagi mesečnih časovnih vrst je razlika v brezposelnosti med ženskami in moškimi v zadnjem četrtekletju 2020 ostala večinoma nespremenjena, pri čemer je bila stopnja brezposelnosti žensk za odstotno točko višja od stopnje brezposelnosti moških. Nasprotno je iz četrtekletnih časovnih vrst razvidno, da se je razlika v brezposelnosti med ženskami in moškimi v zadnjem četrtekletju 2020 zmanjšala, pri čemer je bila stopnja brezposelnosti žensk od stopnje brezposelnosti moških višja za 0,5 odstotne točke.

<sup>3</sup> Razlika v brezposelnosti med ženskami in moškimi je v zadnjem četrtekletju 2020 znašala 0,53 odstotne točke, ker je stopnja brezposelnosti, izračunana na dve decimalki, pri ženskah znašala 8,25%, pri moških pa 7,72%.

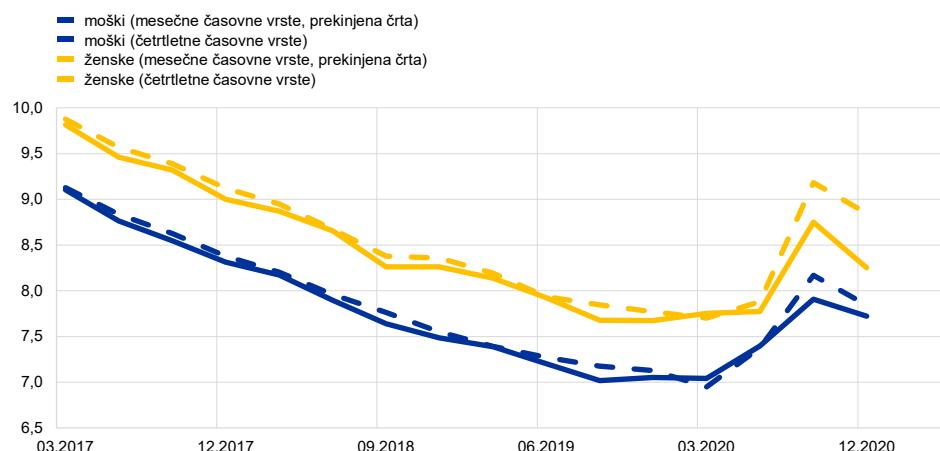
<sup>4</sup> Kriza zaradi COVID-19 je povzročila velike spremembe v številu aktivnega prebivalstva, pri čemer mesečni kazalniki trga dela, določeni za vsak spol, teh sprememb ne zajemajo v celoti in so popravljeni za nazaj. Negotovost glede velikosti razlike v stopnji brezposelnosti med ženskami in moškimi, ki izhaja iz pogostosti objavljanja podatkovnega niza, je začasna težava, ki naj bi bila v bližnji prihodnosti odpravljena z uporabo metodologije integrirane evropske socialne statistike.

## Graf B

Razlika v stopnji brezposelnosti med ženskami in moškimi – četrтletni statistični podatki v primerjavi z mesečnimi statističnimi podatki

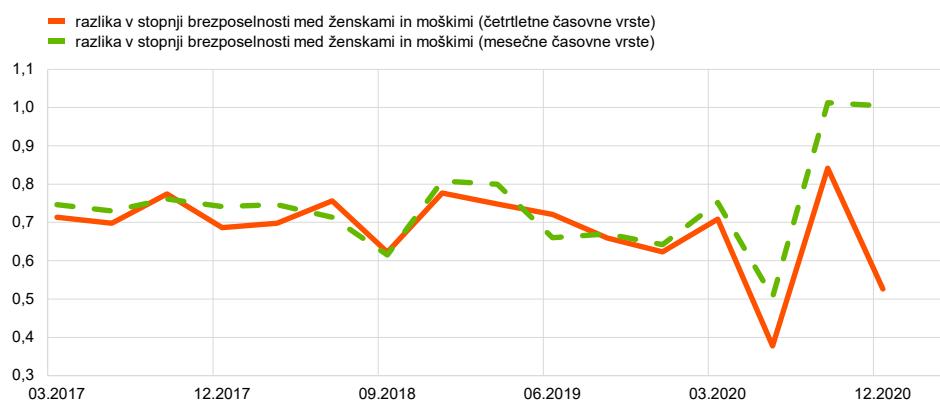
### a) Stopnja brezposelnosti

(v odstotkih)



### b) Razlika v stopnji brezposelnosti med ženskami in moškimi

(v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, anketa EU o delovni sili in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki z drugačno časovno pogostostjo dajo drugačno sliko razlike v stopnji brezposelnosti med ženskami in moškimi. Na to razliko lahko vpliva večja volatilnost na trgu dela med pandemijo, ki jo je mogoče pripisati številu ljudi, ki so postali neaktivni, in intenzivni uporabi shem za ohranitev delovnih mest. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2021 pri mesečnih časovnih vrstah in na zadnje četrтletje 2020 pri četrтletnih časovnih vrstah.

**Predhodni podatki kažejo, da je razširjena uporaba shem za ohranitev delovnih mest precej pomagala obema spoloma.** Število delavcev, ki so kot razlog za odsotnost z dela v posameznem tednu navedli čakanje na delo, je približno podobno pri obeh spolih, pri čemer je bilo v zadnjem četrтletju 2020 med delavci na čakanju v državah članicah EU 49,4% žensk. Ta kazalnik je mogoče štetni kot približek za število delavcev, ki so vključeni v sheme za ohranitev delovnih mest in ne delajo.<sup>5</sup> Z razširjeno uporabo shem za ohranitev delovnih mest so se med pandemijo na splošno zaščitila zaposlenost in delovna mesta. Delež delavcev na čakanju v skupnem številu delavcev, odsotnih z dela, je v drugem četrтletju 2020 dosegel najvišjo vrednost

<sup>5</sup> Glej Gómez, A. L., in Montero, J. M., »Impact of lockdown on the euro area labour market in 2020 H1«, *Economic Bulletin*, številka 4, Banco de España, 2020. Celovita ocena vpliva in razširjene uporabe shem za ohranitev delovnih mest je predstavljena v članku z naslovom »The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

(38,9%), v zadnjem četrtletju pa se je ustalil pri 14,1%.<sup>6</sup> Poleg tega se je delež delavk na čakanju v prvem četrtletju 2020 povečal na 45,7% (glede na 34,7% med letoma 2006 in 2019), v zadnjem četrtletju 2020 pa se je povečal na 49,4%.<sup>7</sup>

**Z analizo skupnega števila opravljenih delovnih ur je mogoče ugotoviti, kateri dejavniki so med krizo zaradi COVID-19 vplivali na gibanja na trgu dela pri obeh spolih.** Skupno število opravljenih delovnih ur se je med zadnjim četrtletjem 2019 in zadnjim četrtletjem 2020 zmanjšalo za 6,4%, k čemur so moški prispevali 4,4 odstotne točke, ženske pa 2,0 odstotne točke. Pri moških je upad zaposlenosti k zmanjšanju skupnega števila opravljenih delovnih ur prispeval 1,3 odstotne točke, zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur pa preostalih 3,1 odstotne točke. Pri ženskah sta ta dejavnika prispevala 0,6 oziroma 1,4 odstotne točke. Izrazit upad povprečnega števila opravljenih delovnih ur pri obeh spolih je mogoče nadalje analizirati z razčlenitvijo teh sprememb glede na običajno opravljene delovne ure (ki jih je mogoče razumeti kot pogodbeno opravljene ure) in dejansko opravljene delovne ure.<sup>8</sup> Na podlagi razlike med dejansko opravljenimi delovnimi urami in pogodbeno opravljenimi delovnimi urami je tako mogoče dobiti dodatne informacije o začasnih dejavnikih, ki so vplivali na zmanjšanje skupnega števila opravljenih delovnih ur pri moških in ženskah med pandemijo COVID-19.

**Zmanjšanje povprečnega števila pogodbeno opravljenih delovnih ur predstavlja pri moških tretjino zmanjšanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur, medtem ko je pri ženskah število pogodbeno opravljenih delovnih ur ostalo približno nespremenjeno (graf C).** Zmanjšanje števila pogodbeno opravljenih delovnih ur, ki so jih opravili moški, predstavlja 1,2 odstotne točke zmanjšanja skupnega števila opravljenih delovnih ur med zadnjim četrtletjem 2019 in zadnjim četrtletjem 2020, medtem ko je število pogodbeno opravljenih delovnih ur, ki so jih opravile ženske, v tem obdobju ostalo približno nespremenjeno.<sup>9</sup> K spremembam pri pogodbeno opravljenih delovnih urah prispevajo predvsem učinki sestave, ki se med spoloma razlikujejo. Sodeč po podatkih iz četrtletne ankete EU o delovni sili sta se med ženskami zaposlenost s krajšim delovnim časom in število zaposlenih za nedoločen čas zmanjšala bolj kot med moškimi. Nasprotno sta se med moškimi izraziteje zmanjšala število zaposlenih s polnim delovnim časom in zaposlenost za določen čas, močneje pa povečalo število podzaposlenih delavcev s krajšim delovnim časom. To, da se število delovnih ur, ki so jih običajno opravile

<sup>6</sup> Med krizo zaradi COVID-19 se je število delavcev na čakanju v EU precej povečalo. Med letoma 2006 in 2019 so v povprečju predstavljali le 2,7% skupnega števila delavcev, odsotnih z dela.

<sup>7</sup> V Nemčiji zvezna agencija za zaposlovanje število delavcev, vključenih v programe skrajšanega delovnega časa (»Kurzarbeit«), razčlenjuje po spolu. Ti podatki so na voljo do oktobra 2020 in potrjujejo, da so sheme za ohranitev delovnih mest v državi pomenile veliko podporo delavcem obeh spolov. Vendar pa kažejo tudi, da je verjetnejše, da bodo v programe Kurzarbeit vključeni moški kot ženske, pri čemer je delež delavk, vključenih v te programe, marca 2020 dosegel najvišjo raven (46,1%), nato pa se je oktobra 2020 postopno zmanjšal na 37,4%. Zato bi bil lahko relativni vpliv shem za ohranitev delovnih mest na ravni posameznih držav med spoloma nekoliko različen.

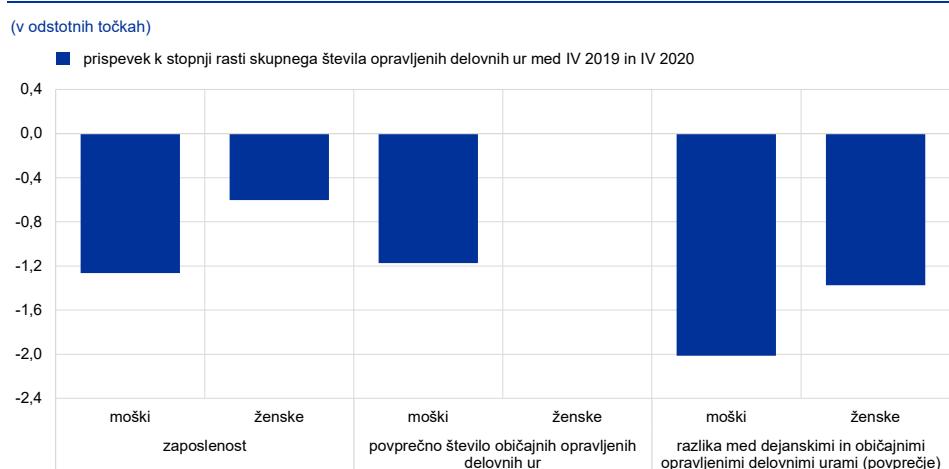
<sup>8</sup> Dejansko opravljene delovne ure vključujejo (i) pogodbeno opravljene delovne ure ter (ii) plačane in neplačane nadure ter opravljene delovne ure na dodatnih delovnih mestih. Dejansko opravljene delovne ure ne vključujejo ur, ki niso bile opravljene zaradi, med drugim, državnih praznikov, letnega plačanega dopusta, lastne bolezni, poškodbe in začasne nezmožnosti za delo, porodniškega dopusta, starševskega dopusta, šolanja ali usposabljanja, stagnacije zaradi tehničnih ali gospodarskih razlogov, stavki ali delovnih sporov, slabih vremenskih razmer in kompenzacijске odsotnosti.

<sup>9</sup> Povprečno število delovnih ur, ki so jih običajno opravile ženske, se med zadnjim četrtletjem 2019 in zadnjim četrtletjem 2020 ni spremenilo ter je ostalo na ravni 32,9 ure na teden.

ženske, večinoma ni spremenilo, je povezano z učinki sestave, na primer z upadom zaposlenosti s krajšim delovnim časom, ki je ženske prizadel bolj kot moške.<sup>10</sup> Ker zaposleni s krajšim delovnim časom v primerjavi z zaposlenimi s polnim delovnim časom opravijo manj delovnih ur, se je pojavil učinek sestave, zaradi katerega se poveča število pogodbeno opravljenih delovnih ur. Nasprotju s tem sta na upad števila delovnih ur, ki so jih običajno opravili moški, vplivala razmeroma večje zmanjšanje števila moških, zaposlenih s polnim delovnim časom, in povečanje števila podzaposlenih delavcev s krajšim delovnim časom.<sup>11</sup>

### Graf C

#### Prispevek zaposlenosti, običajno opravljenih delovnih ur in dejansko opravljenih delovnih ur k spremembam skupnega števila opravljenih delovnih ur



Viri: Eurostat, anketa EU o delovni sili in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Prispevki zaposlenosti, običajno opravljenih delovnih ur ter razlike med dejansko in običajno opravljenimi delovnimi urami se nanašajo na obdobje med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2020.

**Razlika med dejansko in običajno opravljenimi delovnimi urami nesorazmerno prispeva k upadu skupnega števila opravljenih delovnih ur pri obeh spolih, pri tem pa daje določen vpogled v odločitve o delovni aktivnosti na ravni gospodinjstev.** Med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2020 je razlika med dejansko in običajno opravljenimi delovnimi urami prispevala k približno dvema tretjinama zmanjšanja povprečnega števila delovnih ur, ki so jih opravili moški, ter k celotnemu zmanjšanju povprečnega števila delovnih ur, ki so jih opravile ženske. Spremembe v razliki med delovnimi urami, ki so jih dejansko in običajno opravili moški, so k upadu skupnega števila opravljenih delovnih ur prispevale 2,0 odstotne točke, spremembe v razliki med delovnimi urami, ki so jih dejansko in običajno

<sup>10</sup> Upad zaposlenosti s krajšim delovnim časom glede na spol med krizo zaradi COVID-19 približno ustrez spolni strukturi zaposlenosti s krajšim delovnim časom v zadnjem četrletju 2019.

<sup>11</sup> K zmanjšanju števila pogodbeno opravljenih delovnih ur je, čeprav v precej manjšem obsegu, prispevalo tudi zmanjšanje števila samozaposlenih moških. Samozaposleni predstavljajo okrog 14% vseh zaposlenih in opravijo 18,5% skupnega števila opravljenih delovnih ur. Iz tega je mogoče sklepati, da samozaposleni v povprečju delajo več ur kot zaposleni. Samozaposleni predstavljajo okrog 17% vseh zaposlenih moških in okrog 10% vseh zaposlenih žensk. Čeprav je delež samozaposlenih v skupnem številu zaposlenih majhen pri obeh spolih, lahko izguba zaposlitve pri samozaposlenih moških pomembno vpliva na zmanjšanje števila pogodbeno opravljenih delovnih ur, saj (i) samozaposleni v povprečju delajo več ur kot zaposleni in (ii) samozaposleni moški v povprečju delajo več ur kot samozaposlene ženske, zaradi česar je učinek sestave pri moških močnejši. Več podrobnosti je v Eurostat, »Hours of work – annual statistics«, maj 2020.

opravile ženske, pa 1,4 odstotne točke.<sup>12</sup> Sheme za ohranitev delovnih mest so s prilagajanjem opravljenih delovnih ur prispevale h kopičenju delovne sile in omogočale fleksibilnost, zaradi česar se je razlika med dejansko in pogodbeno opravljenimi delovnimi urami povečala pri obeh spolih.<sup>13</sup> To pomeni, da k nesorazmernemu zmanjšanju povprečnega števila dejansko opravljenih delovnih ur delno prispeva tudi ad hoc delno skrajšanje delovnega časa zaposlenih delavcev, ki lahko na ženske vpliva bolj kot na moške.<sup>14</sup> Na podlagi tega je mogoče dobiti tudi vpogled v odločitve o delovni aktivnosti na ravni gospodinjstev. Te odločitve podrobnejše preučujejo Fuchs-Schündeln et al.,<sup>15</sup> ki ugotavljajo, da bi lahko povečanje osebnega varstva otrok po zaprtju šol in vzgojno-varstvenih ustanov zaradi pandemije COVID-19 vplivalo na do 35% zaposlenih (in do 12% običajno opravljenih delovnih ur) v Evropi.

**Zmanjšanje skupnega števila opravljenih delovnih ur je bilo povezano z različnimi sektorskimi gibanji pri obeh spolih (graf D).**<sup>16</sup> Če upoštevamo spremembe skupnega števila opravljenih delovnih ur med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2020 v posameznih sektorjih, je pandemija precej prizadela tako moške kot ženske. Glede na delež skupnega števila delovnih ur, ki so jih moški opravili v posameznem sektorju v zadnjem četrletju 2019, so bile za moške v sektorjih trgovine, prometa in strokovnih storitev posledice pandemije razmeroma večje. Nasprotno je bil prispevek k zmanjšanju skupnega števila opravljenih delovnih ur relativno večji pri ženskah v gostinstvu, drugih raznovrstnih poslovnih dejavnostih ter v sektorjih rekreacijskih in osebnih storitev. V večini sektorjev sta k zmanjšanju skupnega števila opravljenih delovnih ur prispevala upad zaposlenosti in zmanjšanje povprečnega števila ur. Zmanjševanje zaposlenosti med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2020 je bilo pri moških večinoma skoncentrirano v trgovini in prometu, pri ženskah pa v sektorjih rekreacijskih in osebnih storitev. Nasprotno se je zaposlenost v javni upravi in izobraževanju povečala v korist delavk. Upad povprečnega števila opravljenih delovnih ur je okrepil sektorsko asimetrijo in

<sup>12</sup> Pri prispevkih v odstotnih točkah so upoštevani bazni učinki po spolu, in sicer dejstvo, da ženske opravijo približno 40% skupnega števila opravljenih delovnih ur v euroobmočju. Kot preizkus zanesljivosti je bil isti postopek ponovno izveden po pristopu »od spodaj navzgor«, s katerim se stopnja rasti zaposlenosti in števila opravljenih delovnih ur na ravni posameznih sektorjev preslikala iz ankete EU o delovni sili v podatke iz nacionalnih računov. Zanimivo je, da so po teh alternativnih izračunih razlike v prispevku zaposlenosti in povprečnega števila opravljenih delovnih ur med moškimi in ženskami manjše. V tem primeru je prispevek k zmanjšanju skupnega števila opravljenih delovnih ur po posameznih spolih naslednji: (i) prispevek zaposlenosti: -1,0 odstotne točke pri moških in -0,9 odstotne točke pri ženskah; (ii) prispevek povprečnega števila opravljenih delovnih ur: -2,7 odstotne točke pri moških in -1,9 odstotne točke pri ženskah. To bi nato vplivalo na kvantitativen prispevek sprememb razlike med delovnimi urami, ki sta jih dejansko in običajno opravila obo spola, tako da bi bil pri moških manjši, pri ženskah pa večji. Zato bi se lahko za boljšo oceno različnega vpliva krize zaradi COVID-19 na trg dela po spolu vključili učinki sektorski sestave.

<sup>13</sup> Nakopičena delovna sila je del dela kot proizvodnega dejavnika, ki ga podjetje med svojim proizvodnim procesom v kateremkoli trenutku ne izkorišča v celoti. Kopičenje delovne sile lahko prispeva k temu, da se podjetja ob izboljšanju gospodarskih razmer po recesiji izognejo stroškom ponovnega zaposlovanja in usposabljanja.

<sup>14</sup> Na prispevek razlike med povprečnim številom dejansko opravljenih delovnih ur in pogodbeno opravljenih delovnih ur pri moških k zmanjšanju skupnega števila opravljenih delovnih vpliva tudi večje povečanje števila moških, ki so bili podzaposleni delavci s krajšim delovnim časom, med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2020.

<sup>15</sup> Fuchs-Schündeln, N., Kuhn, M., in Tertilt, M., »The short-run macro implications of school and child-care closures«, IZA Discussion Paper Series, št. 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, junij 2020.

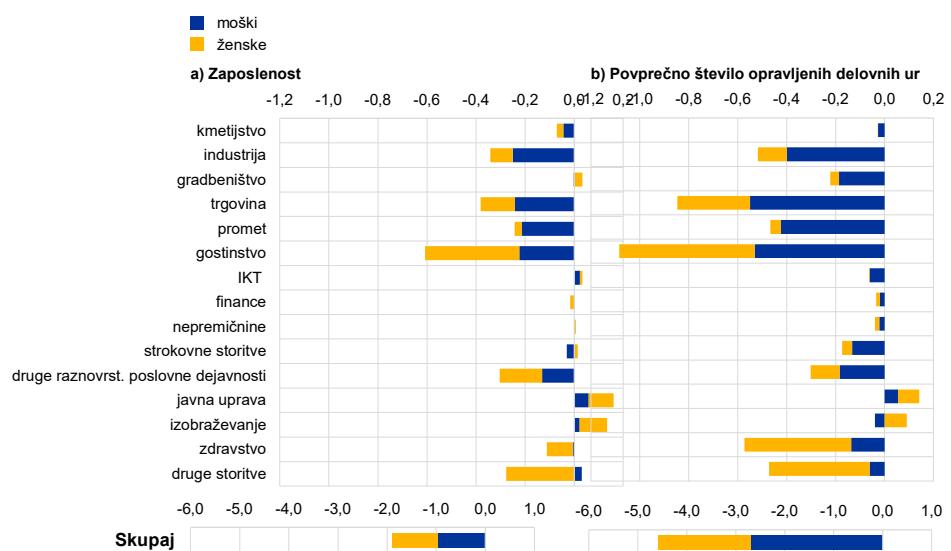
<sup>16</sup> Vpliv krize zaradi COVID-19 na zaposlenost in povprečno število opravljenih delovnih ur z vidika sektorjev in spolov, predstavljeni v grafu D, so določeni na podlagi zgoraj opisanega pristopa »od spodaj navzgor«.

znotrajsektorske razlike v zabeleženem zmanjšanju zaposlenosti med spoloma ter predstavljal večino zmanjšanja skupnega števila opravljenih delovnih ur.

#### Graf D

#### Prispevek sektorjev k rasti zaposlenosti in povprečnega števila opravljenih delovnih po spolu

(v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, anketa EU o delovni sili in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Prispevki posameznih sektorjev k zaposlenosti in povprečnemu številu opravljenih delovnih ur se nanašajo na obdobje med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2020. Izračunani so po zgornji opisanem pristopu »od spodaj navzgor«, s katerim se spolna in sektorska sestava iz ankete EU o delovni sili vzporodi s sektorsko sestavo zaposlenosti in opravljenih delovnih ur iz podatkov iz nacionalnih računov. »Druge storitve« obsegajo sektorja rekreacijskih in osebnih storitev.

**Če povzamemo: v tem okvirju je na podlagi podatkov, ki so na voljo do zadnjega četrletja 2020, predstavljen vpliv krize zaradi COVID-19 na trg dela v euroobmočju, pri čemer je bilo ugotovljeno, da sta bila precej prizadeta oba spola.** Med koronavirusno krizo je več moških kot žensk izgubilo zaposlitev in postalo delovno neaktivnih, medtem ko se zdi, da so sheme za ohranitev delovnih mest na splošno prispevale k zaščiti delovnih mest in precej pomagale delavcem obeh spolov. Zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur je bilo pri moških nekoliko izrazitejše kot pri ženskah, vendar pa so bili dejavniki pri moških in ženskah različni. Na zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur pri moških je deloma vplival upad števila pogodbeno opravljenih ur, medtem ko je ad hoc zmanjšanje števila opravljenih delovnih ur, zaradi katerega se poveča razlika med dejansko opravljenimi delovnimi urami in pogodbeno opravljenimi delovnimi urami, prispevalo k zmanjšanju povprečnega števila opravljenih delovnih ur pri obeh spolih. Ta gibanja je mogoče pripisati asimetričnemu vplivu krize zaradi COVID-19 na posamezne sektorje.<sup>17</sup> Učinki, predstavljeni v tem okvirju, se nanašajo samo na skupni vpliv na zaposlenost, brezposelnost, število aktivnega prebivalstva in opravljeni delovni ure pri

<sup>17</sup> Več o tem je v okvirju z naslovom »*High-frequency data developments in the euro area labour market*«, *Economic Bulletin*, številka 5, 2020, v katerem je predstavljena ena prvih ocen o raznolikih učinkih krize zaradi COVID-19 na trg dela v vidika visokofrekvenčnih podatkov. Celovita ocena vpliva pandemije COVID-19 na trg dela v euroobmočju, vključno z razširjeno uporabo schem za ohranitev delovnih mest, je predstavljena v članku z naslovom »*The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

posameznih spolih ter ne upoštevajo izgube blaginje, ki jo utrijo delavci, kadar drug član njihovega gospodinjstva izgubi delo. Poleg tega Bluedorn et al.<sup>18</sup> trdijo, da se obseg in vztrajnost različnega odziva zaposlenosti pri ženskah med krizo zaradi COVID-19 med državami precej razlikujeta ter da so razlike v zaposlenosti med moškimi in ženskami navadno kratkotrajne.

---

<sup>18</sup> Bluedorn, J., Caselli, F., Hansen, N-J., in Mendes Tavares, M., »[Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'](#)«, *IMF Working Paper Series*, št. 2021/095, marec 2021.

## 5

# Gibanje cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju med pandemijo koronavirusa

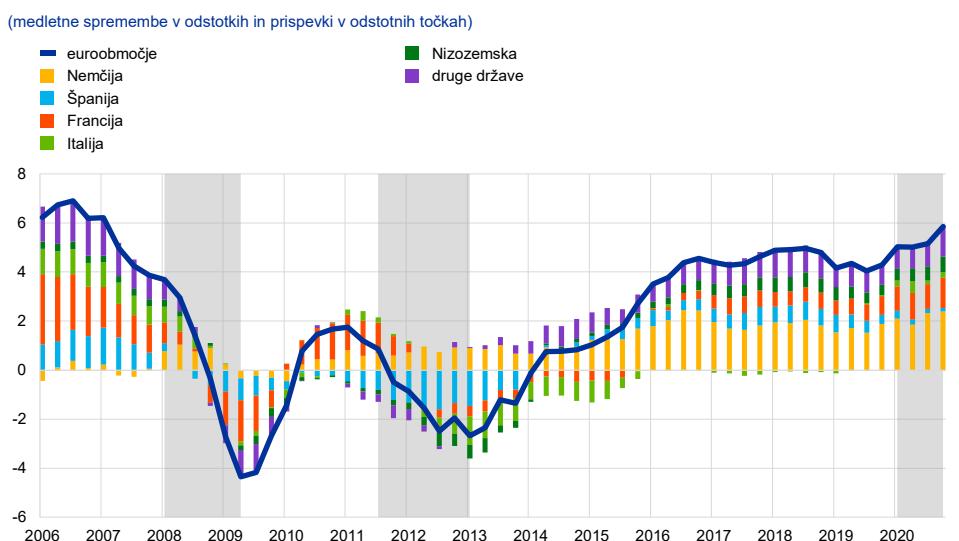
Pripravil Moreno Roma

**Skupna dinamika cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju je med pandemijo koronavirusa (COVID-19) ostala močna.** Medletna rast cen stanovanjskih nepremičnin se je povečala s 4,3% ob koncu leta 2019 na 5,8% v zadnjem četrletju 2020, kar je najvišja stopnja rasti od sredine leta 2007 dalje. V tem okvirju so z različnih zornih kotov (razlike med državami, vrstami stanovanj in lokacijo) predstavljena novejša gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju in njihova povezava z makroekonomskimi razmerami.

**Sedanja pandemija se razlikuje od prejšnjih kriz.** Svetovna finančna kriza v letu 2008 je nastala na ameriškem stanovanjskem trgu, medtem ko je državna dolžniška kriza, ki se je začela leta 2010, negativno vplivala na pogoje financiranja v več državah euroobmočja. V obeh primerih so cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju upadle razmeroma hitro (graf A, osenčena polja). Kriza zaradi COVID-19 je prizadela gospodinjstva v času, ko sta bila dohodek in zaposlenost razmeroma visoka. Medtem ko se je gospodarska rast strmo zmanjšala, so se cene stanovanjskih nepremičnin od začetka pandemije celo povečale.

## Graf A

### Cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju in prispevki po državah



Viri: ECB, izračuni strokovnjakov ECB in Eurostat. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2020.  
Opomba: Osenčena polja označujejo obdobja recesije v euroobmočju.

**Prvi zorni kot, s katerega je mogoče oceniti skupna gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju, so prispevki posameznih držav.** Vztrajna rast cen stanovanjskih nepremičnin je bila v letu 2020 zabeležena povsod in vse velike države so pozitivno prispevale k medletnemu zvišanju cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju. Nemčija, Francija in Nizozemska so predstavljale približno 73%

skupnega zvišanja v zadnjem četrtletju 2020 (graf A), kar je več, kot znaša njihova utež v skupnem indeksu cen stanovanjskih nepremičnin. V Nemčiji se je pozitiven prispevek k cennam stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju začel sredi leta 2010, kar je med drugim tudi posledica dohitevanja po obdobju umirjenih gibanj cen stanovanjskih nepremičnin.

### **Vztrajna rast cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju odraža**

**kombinacijo dejavnikov.** Prvič, negativni vpliv šoka zaradi COVID-19 je povezan s strmim upadom števila stanovanjskih transakcij v drugem četrtletju 2020, kar je bilo posledica ukrepov za omejitev gibanja.<sup>1</sup> To se je do neke mere nadaljevalo tudi v tretjem četrtletju 2020, pri čemer na splošno ni šlo za prilagoditev cen, ampak za prilagoditev števila transakcij. Drugič, moratoriji na odplačevanje posojil in programi za ohranitev delovnih mest so v določeni meri ublažili upad dohodka gospodinjstev in povečanje brezposelnosti. Tretjič, obseg stanovanjskih posojil se je v letu 2020 še naprej povečeval, pogoji financiranja pa so ostali ugodni, pri čemer je bila skupna obrestna mera za stanovanjska posojila ob koncu leta 2020 na rekordno nizki ravni (1,3%). Poleg tega je možno, da so se z obdobjem prisilnega varčevanja zaradi pandemije zrahljale likvidnostne omejitve v nekaterih gospodinjstvih, zlasti v državah, kjer se zahteva velik polog. Četrтиč, zasebni in institucionalni vlagatelji so ob precejšnji gospodarski negotovosti in v okolju nizkih donosov prispevali k stanovanjskemu povpraševanju iz naložbenih vzgibov.

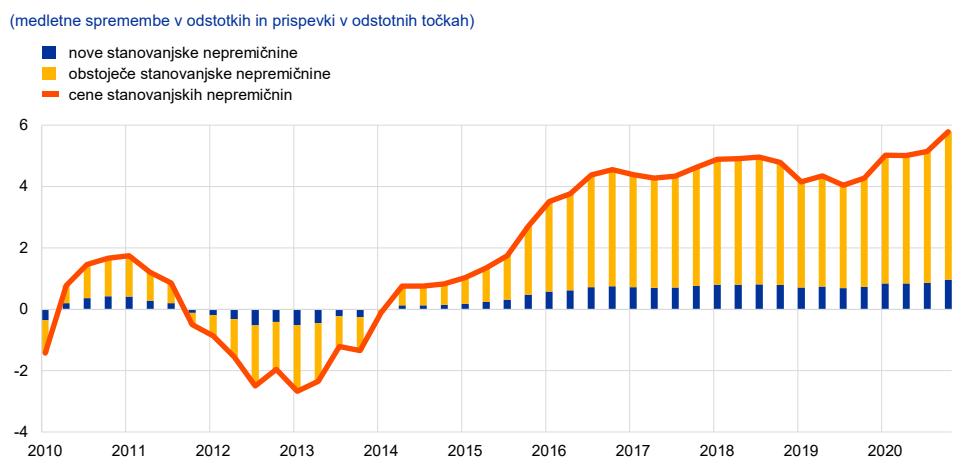
**Drugi zorni kot, s katerega je mogoče oceniti skupna gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju, je razlikovanje med cennami novih in obstoječih stanovanj.** Na živahnem stanovanjskem trgu bi pričakovali, da cene obstoječih stanovanj rastejo bolj kot cene novogradnj, saj naj bi se povpraševanje kot odgovor na omejeno ponudbo novih stanovanj delno preusmerilo na obstoječe nepremičnine. V obdobju pandemije so bile tako cene obstoječih nepremičnin še posebno dinamične in so zaradi velike uteži v indeksih cen stanovanjskih nepremičnin precej prispevale k zvišanju cen stanovanj (graf B).<sup>2</sup> Po podatkih Eurostata so se cene obstoječih stanovanj v euroobmočju tekom leta 2020 medletno zvišale za 0,8 odstotne točke več kot cene novih stanovanj.

<sup>1</sup> Podatki o stanovanjskih transakcijah so razpoložljivi samo za nekatere države v euroobmočju (Eurostat in nacionalni viri) in ne vključuje agregata euroobmočja. Kljub temu razpoložljivi podatki na splošno kažejo, da se je medletna stopnja rasti števila transakcij v drugem četrtletju 2020 strmo znižala (od več kot 40-odstotnega zmanjšanja v Španiji in na Irskem do skoraj 7-odstotnega povečanja na Nizozemskem), čemur je v tretjem četrtletju 2020 sledila postopna normalizacija.

<sup>2</sup> Obstoeča stanovanja v euroobmočju imajo približno 83-odstotno utež.

## Graf B

### Cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju in prispevki po vrstah stanovanj



Viri: ECB, izračuni strokovnjakov ECB in Eurostat. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2020.

Opombe: Utež novih in utež obstoječih stanovanj v euroobmočju sta tehtano povprečje uteži držav na podlagi uteži BDP. Za Grčijo sta bili utež novih in utež obstoječih stanovanj približno ocenjeni na podlagi povprečja euroobmočja brez Grčije. Cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju se nanašajo na kazalnik cen stanovanjskih nepremičnin, ki ga pripravlja ECB.

Gibanja so se med državami euroobmočja precej razlikovala, vendar je bila v državah z močno dinamiko cen stanovanjskih nepremičnin (tj. Nemčija, Francija in Avstrija) na splošno zabeležena višja rast cen obstoječih stanovanj. To bi lahko nakazovalo, da je krčenje stanovanjskih naložb v euroobmočju v letu 2020 (več kot 5% medletno) verjetno negativno vplivalo na ponudbo novogradjenj, kar je povzročilo dodatne pritiske na rast cen obstoječih stanovanj. Z zmanjšanjem števila odobrenih gradbenih dovoljenj v letu 2020 bi se lahko takšna gibanja nadaljevala in tako še naprej spodbujala rast cen stanovanj.

**Skupna gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju je mogoče oceniti s tretjega zornega kota, pri čemer se gibanja v glavnih mestih primerjajo z gibanji v preostalem delu države.<sup>3</sup>** Različna gibanja cen stanovanjskih nepremičnin na regionalni ravni je mogoče pojasniti s temeljnimi dejavniki, kot so razlike v regionalnih dohodkih, zaposlenosti, dinamiki prebivalstva in storitveni ponudbi, lahko pa bi kazala tudi na razmah cen stanovanjskih nepremičnin na nekaterih območjih.<sup>4</sup> Zdi se, da nedavna vztrajna gibanja na stanovanjskih trgih niso omejena na glavna mesta, ampak so prisotna povsod (graf C). Po ocenah ECB so se cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju v izbranih glavnih mestih tekom leta 2020 medletno povečale za 0,7 odstotne točke manj kot skupno v euroobmočju. To je lahko posledica določene naravne upočasnitve cenovne dinamike, saj je bila rast cen stanovanjskih nepremičnin v glavnih mestih v prejšnjih letih visoka, medtem ko je povišana raven cen v nekaterih jurisdikcijah sprožila prelivanje cen ali preusmerjanje povpraševanja na območja zunaj glavnih mest. Zvišanje cen stanovanjskih nepremičnin zunaj glavnih mest je lahko tudi rezultat premikov v povpraševanju, kar je

<sup>3</sup> Cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju je mogoče razčleniti na gibanja v izbranih glavnih mestih v euroobmočju in jih primerjati s sintetičnim agregatom za euroobmočje. Sintetični agregat za euroobmočje vključuje države v euroobmočju, za katere so na voljo cene stanovanj v glavnih mestih, in predstavlja približno 95% euroobmočja (glej opombe v grafu C). Gibanja uradnih in sintetičnih cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju so v obravnavanem obdobju večinoma primerljiva.

<sup>4</sup> Podrobnejša razprava je v okviru z naslovom »[Residential real estate prices in capital cities: a review of trends](#)«, *Financial Stability Review*, maj, ECB, 2017.

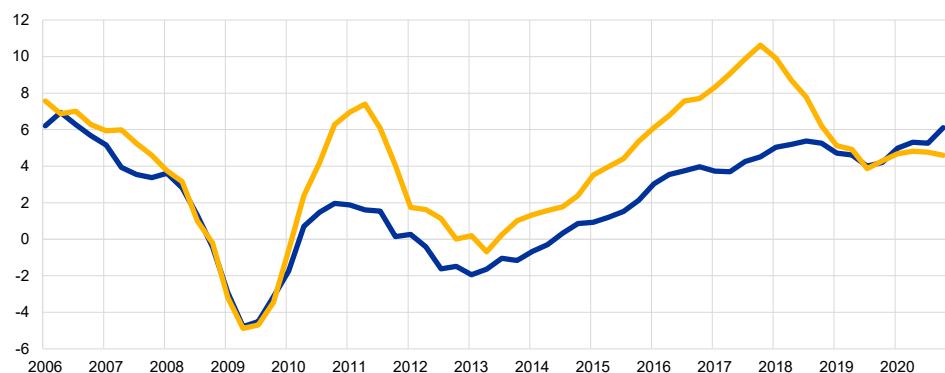
povezano z večjimi možnostmi za delo od doma. Ali in v kolikšni meri je takšna mobilnost k manj centralnim lokacijam trajna, bodo pokazali novi podatki po koncu pandemije.

### Graf C

Cene stanovanjskih nepremičnin: sintetični agregat za euroobmočje in izbrana glavna mesta v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)

— agregat za euroobmočje  
— glavna mesta v euroobmočju



Viri: ECB, izračuni strokovnjakov ECB, Eurostat in nacionalni viri. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtek 2020.

Opombe: Serija podatkov v sintetičnem agregatu za euroobmočje je tehtano povprečje na podlagi uteži BDP iz leta 2019. Agregat vključuje Belgijo, Nemčijo, Estonijo, Irsko, Španijo, Francijo, Italijo, Nizozemsko, Avstrijo, Slovenijo in Finsko. Agregiranje za zadnje četrtek 2020 ne vključuje Belgije in Slovenije.

**Gledano v celoti ocena novejših gibanj cen stanovanjskih nepremičnin z različnih zornih kotov kaže na vztrajno rast v vseh jurisdikcijah ter pri vseh vrstah stanovanj in lokacij.** Dinamika cen stanovanjskih nepremičnin je še naprej v veliki meri odvisna od okrevanja v okolju, ki ga po eni strani zaznamujejo ugodni pogoji financiranja, po drugi strani pa negotovost zaradi pandemije.

## 6

# Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju

Pripravili Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis in Máté Tóth

## V zadnjem času se je močno povečalo povpraševanje v industriji polprevodnikov.

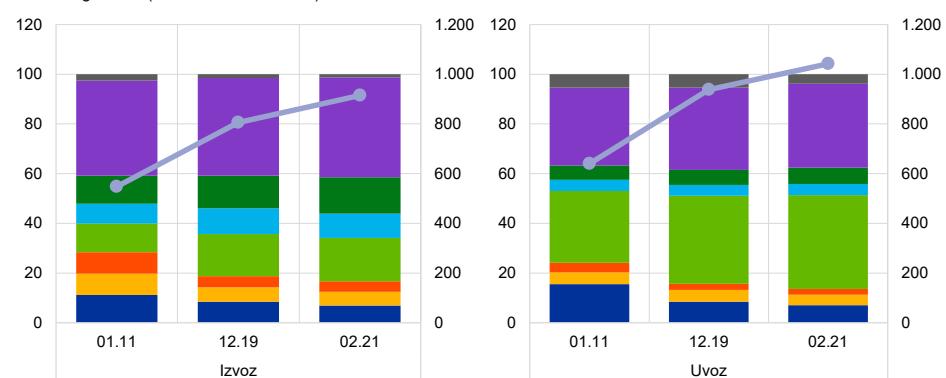
Prihodki od prodaje polprevodnikov na svetovnem trgu so se v zadnjem desetletju skoraj podvojili, prevlado na tem trgu pa so si utrdila azijska gospodarstva (graf A). Videti je, da delež kitajskega uvoza polprevodnikov v primerjavi z deležem EU in ZDA raste. Ob nastopu pandemije COVID-19 je prodaja polprevodnikov industriji motornih vozil po vsem svetu v drugem četrletju 2020 strmoglivila, vendar pa je to zmanjšanje več kot odtehtalo močno povpraševanje po računalniški in elektronski opremi zaradi dela in učenja na daljavo. Ko se je po vsem svetu začelo okrevanje, proizvodnja polprevodnikov ni več zadostovala za zadovoljitev močnega povečanja povpraševanja v industriji motornih vozil. Pomanjkanje ponudbe polprevodnikov po vsem svetu se je še povečalo zaradi različnih negativnih dogodkov, na primer požarov in suše, ki so vplivali na velike proizvajalce.

## Graf A

### Trgovina s polprevodniki na svetovnem trgu po regijah

(lestvica na levi strani: delež v odstotkih; lestvica na levi strani: v milijardah USD)

- EU28
- ZDA
- Japonska
- Kitajska
- Južna Koreja
- Tajvan
- druge azijske države
- ostali svet
- globalno (lestvica na desni strani)



Viri: Trade Data Monitor in izračuni ECB.

Opombe: Polprevodniški elementi iz tarifnih števil 8541 in 8542 harmoniziranega sistema. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2021.

## Proizvajalci industrijskih proizvodov so se ob okrevanju povpraševanja borili za polprevodnike.

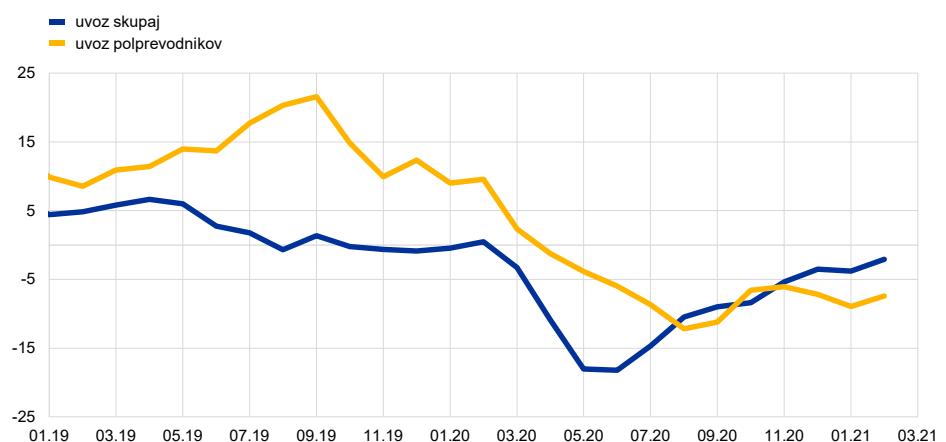
Ker se je ponudba medtem preusmerila drugam, se je uvoz polprevodnikov v euroobmočje po nastopu pandemije bistveno zmanjšal, čeprav je bil vztrajnejši od uvoza v celoti. Med okrevanjem so stopnje rasti uvoza polprevodnikov zaostajale za stopnjami rasti uvoza v celoti (graf B). Čeprav delež proizvodnje,

namenjen sektorju informacijske tehnologije in elektronike, ni tako velik, je ta sektor bistveni ponudnik v zgornjem delu oskrbne verige, zato bi lahko motnje segale v številne druge sektorje gospodarstva. V povezavi s pomanjkanjem drugih surovin (npr. kemikalij, plastike, kovin in lesa) in z motnjami dostave je pomanjkanje polprevodniških čipov močno prizadelo dobavni čas dobaviteljev. Zaradi tega se je za proizvajalce v euroobmočju izredno povečalo razmerje med novimi naročili po indeksu PMI in dobavnim časom dobaviteljev,<sup>1</sup> zlasti v gospodarskih panogah, ki v proizvodnji uporabljajo polprevodnike, kot so avtomobilska industrija in industrija avtomobilskih delov ter industrija tehnološke opreme (graf C).

### Graf B

#### Uvoz polprevodnikov v euroobmočju

(medletne spremembe trimesečnih drsečih sredin vrednosti v odstotkih)



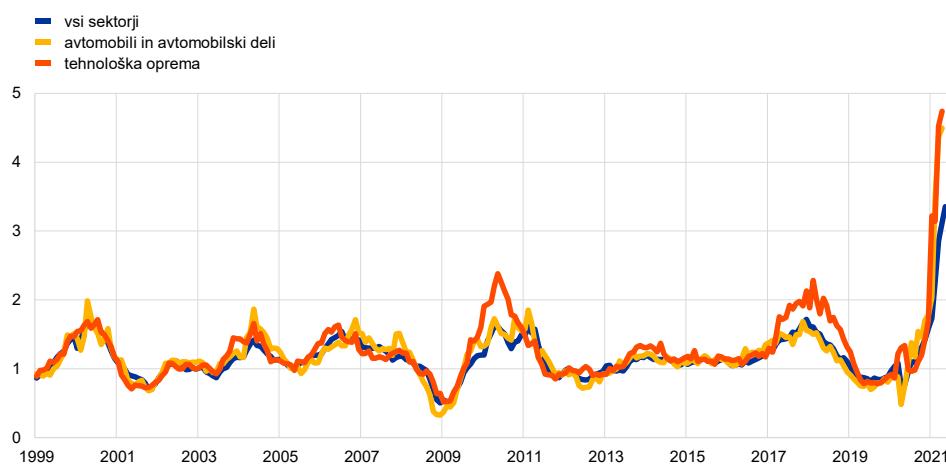
Vira: Trade Data Monitor in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2021.

### Graf C

#### Dobavni čas dobaviteljev v euroobmočju

(razmerje med novimi naročili po indeksu PMI in dobavnim časom dobaviteljev)



Vira: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2021 za sektorski PMI in na maj 2021 za skupni PMI.

<sup>1</sup> Povečanje (zmanjšanje) indeksa dobavnega časa dobaviteljev po indeksu PMI pomeni krašji (daljši) dobavni čas.

**Zadnji podatki iz ankete kažejo hude zastoje v nekaterih ključnih predelovalnih dejavnostih, zlasti v Nemčiji.** V skladu z zadnjo anketo Evropske komisije o poslovnih tendencah je 23% proizvodnih podjetij v euroobmožju poročalo o pomanjkanju materiala ozziroma opreme kot ključnem dejavniku omejevanja proizvodnje (graf D), ki trenutno presega zgodovinsko povprečje (za okoli 6%). Graf D kaže, da so posledice zastojev zaradi polprevodnikov najočitnejše v panogah z večjim deležem porabe elektronske opreme, kot so proizvodnja računalnikov in elektronike, električne opreme in avtomobilov. Po državah je ta primanjkljaj očiten v nemških podjetjih.

#### Graf D

##### Pomanjkanje materiala ozziroma opreme kot dejavnik omejevanja proizvodnje

(delež anketirancev po gospodarskih panogah)

	euroobmožje	Nemčija	Francija	Italija	Španija	Nizozemska
Predelovalne dejavnosti	23	42	6	7	14	20
Računalniki/elektronika	34	70	-1	14	19	11
Električna oprema	36	56	23	12	32	37
Motorna vozila/priklopniki	35	58	2	7	50	35

Vir: Anketa Evropske komisije o poslovnih tendencah, april 2021.

Opomba: Časovna serija anketnih odgovorov je desezonirana, kar lahko pojani negativne vrednosti v nekaterih gospodarskih panogah.

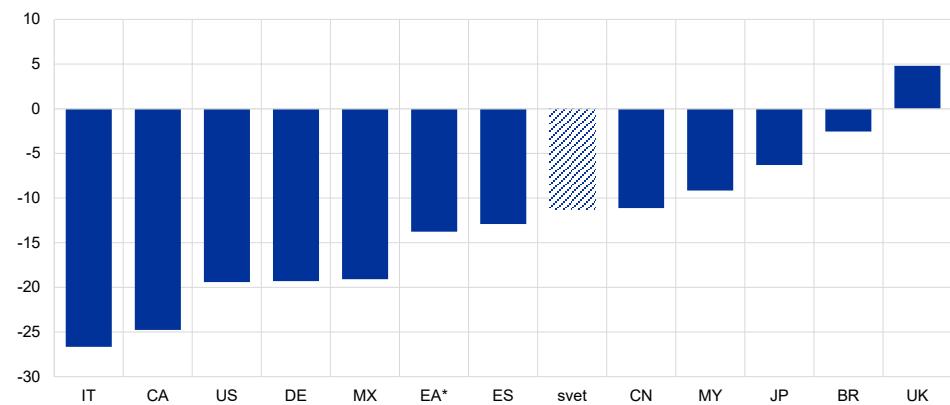
**Neusklajenost med proizvodnjo in naročili v nekaterih ključnih predelovalnih dejavnostih je tudi posledica ozkih gril v ponudbi.** Do zdaj je videti, da je pomanjkanje čipov najbolj prizadelo industrijo motornih vozil. V prvem četrtletju 2021 se je svetovna proizvodnja potniških vozil zmanjšala za skoraj 1,3 milijona vozil, kar pomeni zmanjšanje za 11,3% v primerjavi z zadnjim četrtletjem 2020 in za okoli 2,8% v primerjavi s proizvodnjo leta 2019 (graf E). Proizvodnja motornih vozil v euroobmožju se je zmanjševala štiri mesece zaporedoma do marca 2021, ko je znašala 18,2% manj od ravni, zabeležene novembra 2020. V Nemčiji je mesečno povečanje zaostalih proizvodnih naročil dosledno presegalo rast proizvodnje od januarja do marca 2021, zlasti v avtomobilski ter računalniški industriji in industriji elektronike. To potrjujejo zadnji stiki ECB z nefinančnimi podjetji.<sup>2</sup> V skladu s temi stiki se je pričakovalo, da se bodo omejitve v ponudbi poslabšale v drugem četrtletju 2021, nato pa naj bi se v drugi polovici leta postopoma omilile.

<sup>2</sup> Glej okvir z naslovom „Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies“, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021.

## Graf E

### Svetovna proizvodnja motornih vozil

(proizvodnja potniških vozil, spremembe med I 2021 in IV 2020)



Viri: Haver, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Države so izbrane na podlagi razpoložljivih podatkov, svetovni agregat pa pokriva 70% svetovne proizvodnje motornih vozil. Desezonirana serija. \* Podatki za euroobmočje se nanašajo na podatke euroobmočja za industrijsko proizvodnjo, NACE2, oznaka 29.1.

**Zaenkrat so podatki o vplivu pomanjkanja polprevodnikov na gibanje cen v cenovni verigi zelo omejeni.** Na rast cen bi lahko na primer vplivali omejena ponudba blaga, večja moč pri določanju cen na različnih stopnjah oskrbovalne verige ali podjetja, ki si prizadevajo prevaliti stroške zaradi prisilnega zmanjšanja kapacitet v proizvodnji. Rast cen pri proizvajalcih elektronskih komponent ali plošč v euroobmočju, pri katerih imajo polprevodniki pomembno vlogo, je še naprej negativna (graf F). V poznejših fazah cenovne verige se je rast maloprodajnih cen računalnikov in motornih vozil (dve največji komponenti elektronskega potrošniškega blaga) nekoliko povečala pri motornih vozilih,<sup>3</sup> medtem ko so cene računalnikov začele ponovno padati. Omeniti je treba, da bi se lahko pritiski na rast cen zaradi pomanjkanja polprevodnikov pokazali šele s precejšnjim časovnim zamikom v cenovni verigi.

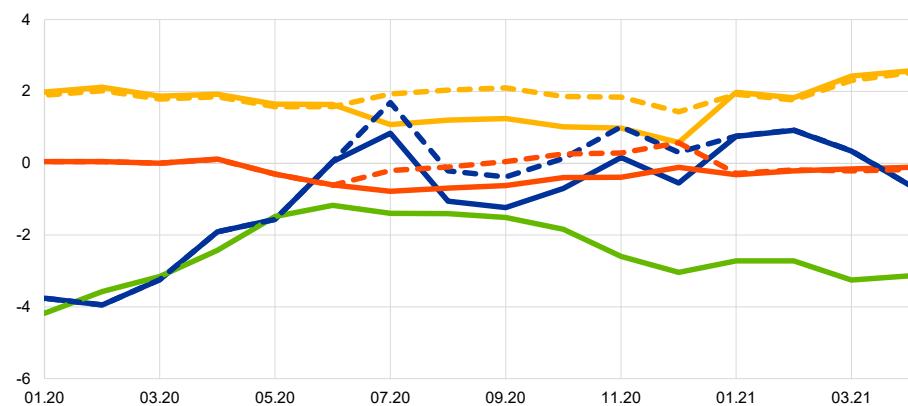
<sup>3</sup> Medtem ko so se v ZDA med pandemijo zlasti močno povečale cene rabljenih avtomobilov, in sicer deloma tudi zaradi zadnje upočasnitve proizvodnje novih avtomobilov zaradi pomanjkanja polprevodnikov, pa v euroobmočju niso pokazale močnejšega gibanja navzgor.

## Graf F

### Cene pri proizvajalcih in maloprodajne cene izdelkov, odvisnih od polprevodnikov

(medletne spremembe v odstotkih)

- HICP - računalniki
- HICP - novi avtomobili
- HICP - rabljeni avtomobili
- PPI - elektronske komponente in plošče
- HICP - računalniki (prilagojeno za DDV)
- HICP - novi avtomobili (prilagojeno za DDV)
- HICP - rabljeni avtomobili (prilagojeno za DDV)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Črtkane črte kažejo podatke s konstantnimi davčnimi stopnjami (če se predpostavlja popoln prenos sprememb posrednih davkov, ki vključujejo začasno znižanje DDV v Nemčiji). Zadnji podatki se nanašajo na april 2021.

### Po pričakovanjih bo pomanjkanje polprevodnikov v bližnji prihodnosti

**vztrajalo.** Medtem ko večje svetovne družbe proizvajalke čipov načrtujejo povečanje zmogljivosti in okrepitev svojih kapitalskih izdatkov za skoraj 74%, kar imajo večinoma v načrtih do konca leta 2021, je gradnja novih obratov tako zapletena in časovno zahtevna, da bodo ovire v tej panogi verjetno vztrajale še vse leto.

## Posledice programov stabilnosti 2021 za javnofinančne politike v euroobmočju

Pripravili Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Steffen Osterloh

**V programe stabilnosti za obdobje 2021–2024 so prvič vključene celovite podrobnosti o srednjeročnih proračunskih načrtih držav euroobmočja v odziv na pandemijo koronavirusa (COVID-19).** Ker je bila lani velika zdravstvena kriza še nova in jo je spremljala izjemna negotovost, vlade držav euroobmočja večinoma niso predložile podrobnih javnofinančnih načrtov. Ko so vlade pripravljale dopolnitve programov, ki so bile predložene konec aprila 2021, so vedele, da bo splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast ostala v veljavi vsaj do konca leta 2021, kar jim omogoča odstopanje od zahtevanih prilagoditev iz Pakta za stabilnost in rast.<sup>1</sup> Obenem naj bi programi odražali priporočila posameznim državam, ki jih je Evropski svet za obdobje 2020–2021 sprejel 20. julija 2020. Priporočila niso vključevala zahtevanih proračunskih prilagoditev, izraženih v obliki številk, ampak so pozivala, naj bo cilj javnofinančnih politik doseganje srednjeročnega javnofinančnega položaja po načelu previdnosti in zagotavljanje vzdržnosti dolga, »če gospodarske razmere to omogočajo«. Za bližnjo prihodnost je bilo priporočeno, naj vlade »sprejmejo vse potrebne ukrepe za učinkovit odziv na epidemijo, ohranitev gospodarstva in podporo okrevanju, ki bo sledilo«. Programi so obenem prvi odraz načrtov za okrevanje in odpornost, ki so jih morale države članice predložiti do 30. aprila. V programih so predstavljene reforme in projekti, ki jih nameravajo izvesti s sredstvi, na voljo iz skладa »EU naslednje generacije«. V tem okvirju je tako pregled srednjeročnih proračunskih načrtov za izstop iz sedanje krize, ki so jih pripravile države euroobmočja, obenem pa so izpostavljeni preostali izzivi, ki izhajajo iz priporočil glede javnofinančnih politik, ki jih je Evropska komisija 2. junija objavila v pomladanskem svežnju evropskega semestra 2021.

**Programi stabilnosti 2021 predstavljajo projekcije držav članic o javnofinančni politiki v času, ko ima javnofinančna politika ključno vlogo pri odzivanju politike na pandemijo.** Na začetku krize je bil cilj javnofinančne politike zagotoviti razpoložljivost virov, potrebnih za zdravstveni sistem, in zaščititi podjetja in delavce v prizadetih panogah.<sup>2</sup> Ker se cepljenje nadaljuje in se ukrepi za omejitve gibanja postopno odpravljajo, se javnofinančna politika pomika od začasnih, ciljno usmerjenih izrednih ukrepov k ukrepom v podporo okrevanju. V zvezi s tem naj bi imele pomembno vlogo državne naložbe, ki jih dopolnjuje sklad »EU naslednje generacije« in jih spremljajo ustrezne strukturne politike.

<sup>1</sup> Splošna odstopna klavzula je bila aktivirana marca 2020, septembra 2020 pa je bila njena veljavnost podaljšana do leta 2021. Državam članicam omogoča, da odstopajo od zahtevanih prilagoditev iz Pakta za stabilnost in rast v nekaterih posebnih okoliščinah, kot so na primer obdobja resnega gospodarskega upada v euroobmočju ali celotni EU. Več področnosti je v Sporočilu Komisije Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu, Svetu, Evropski centralni banki, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru, Odboru regij in Evropski investicijski banki – [Letna strategija za trajnostno rast 2021](#), COM(2020) 575 final.

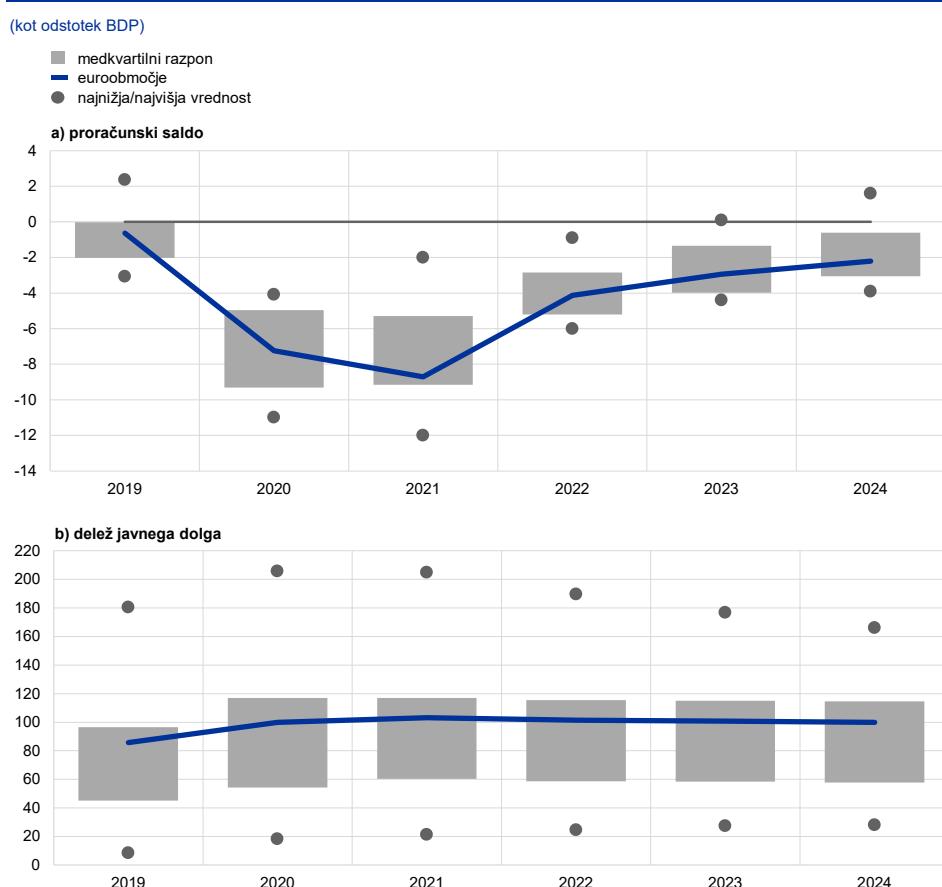
<sup>2</sup> Splošen pregled je v članku z naslovom »[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

**Po programih stabilnosti naj bi se proračunska neravnovesja v obdobju napovedi postopno zmanjševala z visoke ravni.** Na ravni euroobmočja je delež javnofinančnega primanjkljaja v razmerju do BDP med letoma 2019 in 2020 porasel z 0,6% na 7,2%, v letu 2021 pa naj bi se še dodatno povečal na 8,7% (graf A), medtem ko se na ravni posameznih držav pričakovani javnofinančni primanjkljaj za leto 2021 giblje v razponu od 2% do 12% BDP. Čeprav bo agregatni javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po pričakovanjih ostal nad predkrizno ravnijo (za 1,5 odstotne točke) do konca obdobja napovedi (tj. 2024), bo razpršenost proračunskega položaja med posameznimi državami predvidoma manjša. Nekatere države euroobmočja v obdobju napovedi ne načrtujejo znižanja javnofinančnega primanjkljaja pod prag 3% BDP (graf B), predvsem države z visokim deležem javnega dolga v razmerju do BDP (zlasti Italija, Španija, Belgija in Francija), medtem ko več drugih držav, med katerimi so tudi Grčija, Ciper in Portugalska, ki so bile v preteklosti v programu finančne pomoči, načrtuje primerljivo manjši javnofinančni primanjkljaj. Povprečni delež javnega dolga v razmerju do BDP v euroobmočju bo po projekcijah v programih stabilnosti leta 2021 presegel 103%, kar pomeni zvišanje za okrog 17 odstotnih točk v primerjavi s predkrizno ravnijo v letu 2019. Leta 2022 se bo po pričakovanjih začel rahlo zmanjševati predvsem zaradi predvidene odprave podpornih ukrepov in povišane nominalne rasti, leta 2024 pa bo predvidoma ostal na ravni okrog 100%. Poleg tega se bo na ravni EU od leta 2021 začel kopičiti dodaten, a omejen obseg dolga, povezan s skladom »EU naslednje generacije«, ki bo v obdobju 2021–2022 po ocenah znašal okrog 1% BDP.<sup>3</sup> Opozoriti velja, da se javnofinančno gibanje, opisano v nacionalnih programih stabilnosti, razlikuje od javnofinančne napovedi, predstavljene v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2021, kot je opisana v razdelku 6 te številke Ekonomskega biltena, ki upošteva samo ukrepe, ki jih je posamezen nacionalni parlament že sprejel ali jih je posamezna vlada že podrobno opredelila in bodo v zakonodajnem postopku najverjetneje sprejeti.

<sup>3</sup> Glej stran 2 gospodarske napovedi Evropske komisije »European Economic Forecast Spring 2021«, ki navaja, da skupni odhodki EU, ki se bodo v obdobju napovedi 2021–2022 po pričakovanjih financirali z nepovratnimi sredstvi iz mehanizma za okrevanje in odpornost, znašajo 140 milijard EUR ali nekaj manj kot 1% BDP v letu 2019. Skupni ekonomski učinek, ki ga bo mehanizem za okrevanje in odpornost ustvaril v obdobju napovedi, bo predvidoma znašal okrog 1,2% realnega BDP EU v letu 2019.

## Graf A

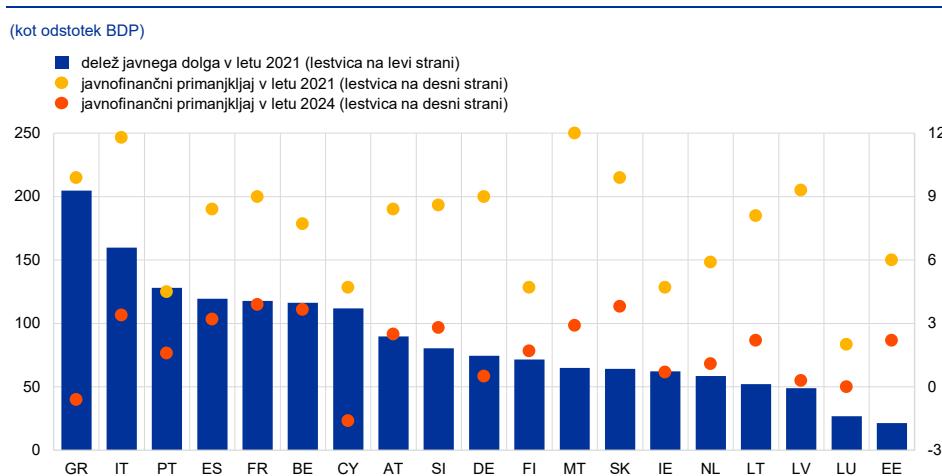
Predvideni proračunski saldo širše opredeljene države in delež javnega dolga v razmerju do BDP na podlagi programov stabilnosti 2021



Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO za obdobje 2019–2020) in izračuni ECB, ki temeljijo na programih stabilnosti 2021 za obdobje 2021–2024. Opomba: Agregirani podatki za euroobmočje se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v državah euroobmočja.

## Graf B

Predvideni delež javnega dolga in javnofinancni primanjkljaj na podlagi programov stabilnosti 2021



Viri: programi stabilnosti 2021.

**Za razliko od velike finančne krize bo okrevanje po pandemiji COVID-19 po pričakovanjih podpirala rast javnih naložb.** Po programih stabilnosti 2021 velika večina držav euroobmočja načrtuje povečanje finančnih virov za državne naložbe, kar se v ekonomski literaturi običajno šteje za še posebej rasti prijazno kategorijo javnofinančnih odhodkov.<sup>4</sup> Javne naložbe kot delež BDP se bodo predvidoma zvišale s predkrižne ravni, in sicer z 2,8% v letu 2019 na 3,3% v letu 2023. To je v ostrem nasprotju z leti po veliki finančni krizi, ko so mnoge države euroobmočja izvajale ukrepe za javnofinančno konsolidacijo, ki so se večinoma osredotočali na znižanje državnih naložb. Tako je v obdobju 2009–2013 delež javnofinančnih izdatkov v euroobmočju za bruto državne investicije v osnovna sredstva v razmerju do BDP upadel s 3,7% na 2,9%, pri čemer je bilo največje zmanjšanje deleža med drugim zabeleženo v tistih državah, kjer je bila potreba po konsolidaciji največja. Rast naložb, ki je načrtovana v prihodnjih letih, je v največji meri odvisna od sklada »EU naslednje generacije«, zlasti vključno z mehanizmom za okrevanje in odpornost, ki je za države euroobmočja idealna priložnost, da okrevanje podprejo s politikami, ki povečujejo sposobnosti gospodarstva za rast.<sup>5</sup>

**V priporočilih posameznim državam, ki jih je Evropska komisija predlagala v pomladanskem svežnju evropskega semestra 2021, se predvideva, da bo splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast v letu 2022 ostala aktivirana, obenem pa se države članice poziva, naj bodo njihove javnofinančne politike visokokakovostne in naj postanejo bolj diferencirane.** Splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast »se bo v letu 2022 še naprej uporabljala in naj bi se deaktivirala leta 2023«. Medtem ko so bila priporočila posameznim državam v letu 2020 enotna za vse države članice, pa priporočila, objavljena spomladi 2021, navajajo, da bi morale javnofinančne politike v letu 2022 »upoštevati stanje okrevanja, tveganja za vzdržnost javnih financ ter potrebo po zmanjšanju gospodarskih, socialnih in ozemeljskih razlik«. Državam z nizko stopnjo dolga se priporoča, naj izvajajo (natančno merjeno) spodbujevalno naravnano javnofinančno politiko,<sup>6</sup> vključno s spodbudo, ki jo zagotavlja mehanizem za okrevanje in odpornost, medtem ko se visoko zadolženim državam priporoča, naj »uporabijo mehanizem za okrevanje in odpornost za financiranje dodatnih naložb v podporo okrevanju in ob tem izvajajo preudarno fiskalno politiko«. Zadnje priporočilo velja za Belgijo, Francijo, Grčijo, Španijo, Italijo in Portugalsko. Priporoča se tudi, da vse države članice ohranijo nacionalno financirane naložbe, medtem ko »bi hkrati morale države članice z visokimi ravnimi dolga obvladovati in omejiti rast nacionalno financiranih tekočih odhodkov«. V priporočilo, ki izpostavlja pomen kakovosti proračunskih ukrepov pri zagotavljanju trajnostnega in vključujočega okrevanja, je vključen tudi poziv, da se povečajo naložbe, predvsem v zeleni in digitalni prehod, in se tako spodbudi potencialna rast. Pri ocenjevanju, ali države članice izpolnjujejo merilo glede

<sup>4</sup> Splošen pregled je v članku z naslovom »[The composition of public finances in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2017.

<sup>5</sup> Več podrobnosti je v razdelku 6 te številke Ekonomskega biltena.

<sup>6</sup> Za določanje naravnosti javnofinančne politike Evropska komisija ne uporablja običajnih meril, kot so na primer merila, ki se uporabljajo v razdelku 6 te številke Ekonomskega biltena, ampak naravnost javnofinančne politike meri kot spremembo primarnih odhodkov (zmanjšanih za diskrecijske ukrepe na strani prihodkov in brez začasnih izrednih ukrepov, povezanih s krizo), vključno z odhodki, ki se financirajo z nepovratnimi sredstvi iz mehanizma za okrevanje in odpornost in z drugimi sredstvi EU. Pri čemer se med drugim upošteva dejstvo, da nepovratna sredstva iz mehanizma za okrevanje in odpornost sicer ne vplivajo na primanjkljaj, vendar dajejo spodbude gospodarstvu.

primanjkljaja in dolga, je Evropska komisija ocenila, da merila glede primanjkljaja ne izpolnjuje 23 držav članic, merila glede dolga pa ne izpolnjuje 13 držav članic. Ne glede na to pa meni, da »ob upoštevanju visoke stopnje negotovosti, dogovorjenih odzivov fiskalne politike na krizo zaradi COVID-19 in priporočil Sveta z dne 20. julija 2020« v sedanjem okolju ne bi smela biti sprejeta odločitev o tem, ali naj se za države članice uvede postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

**Srednjeročne proračunske načrte, predstavljene v programih stabilnosti 2021, spremišča visoka stopnja negotovosti.** Negotovost med drugim ni povezana samo s potekom pandemije COVID-19, ampak tudi s potencialno velikim transformativnim učinkom, ki bi ga mehanizem za okrevanje in odpornost lahko imel na euroobmočje. Zato je za euroobmočje kot celoto pomembno, da javnofinančne politike za zdaj še naprej zagotavljajo podporo, po drugi strani pa krepijo vzdržnost javnih financ z dovolj ciljno usmerjenimi ukrepi in postopno vse bolj diferenciranimi politikami na nacionalni ravni.

# Članek

## 1 Globalisation and its implications for inflation in advanced economies

Prepared by Maria Grazia Attinasi and Mirco Balatti

### 1 Introduction

**The globalisation of inflation hypothesis argues that the factors influencing inflation dynamics are becoming increasingly global.** In recent years, economists have started to reassess the predictive power of standard inflation models (e.g. the Phillips curve) and to increasingly look at global factors, including globalisation, as a possible explanation behind the reduced sensitivity of inflation to domestic determinants (the so-called globalisation of inflation hypothesis).<sup>1</sup> Accordingly, in addition to domestic measures of slack, standard models of inflation should account for the role of global factors over and beyond their impact via import prices.

**The interest in the global determinants of inflation stems from the observed co-movement of inflation rates across advanced economies (AEs) amid the growing internationalisation of goods, services and financial markets.** Average headline inflation rates in AEs have declined from around 10% in the 1970s to rates below 2% since 2014. However, the pace of globalisation has accelerated significantly since the early 1990s (Chart 1) with profound implications for the structure of the global economy. While the role of external factors (e.g. commodity prices) on inflation outcomes has been widely documented, it could also be argued that globalisation, by increasing the interconnectedness of the world economies, entails the propagation of shocks in one economy to other countries, thus influencing domestic macroeconomic outcomes. In this regard researchers have looked at the possibility that globalisation might affect inflation in a more fundamental way rather than just causing temporary shifts in the level of inflation.<sup>2</sup> More specifically, by changing the structure of the world economy, globalisation could alter the inflation formation process thus affecting the more persistent component of inflation across AEs.

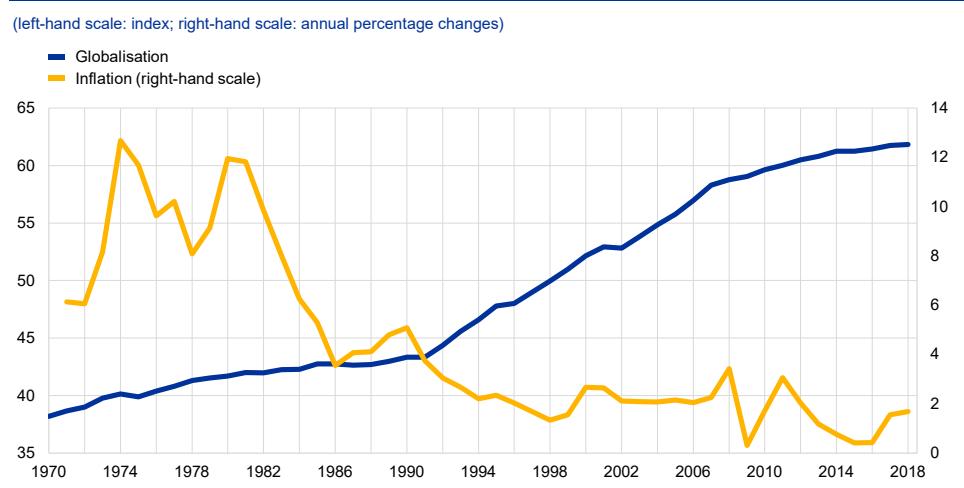
---

<sup>1</sup> See Auer, R., Borio, C. and Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, No 602, Bank for International Settlements, January 2017.

<sup>2</sup> See Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", *BIS Working Papers*, No 791, Bank for International Settlements, June 2019.

**Chart 1**

Median inflation rates in advanced economies and the KOF Globalisation Index



Sources: ECB staff calculations, KOF Swiss Economic Institute and national sources.

Note: Headline median inflation of 22 OECD countries and the KOF Globalisation Index.

**This article reviews recent inflation developments across AEs and the channels through which globalisation can feed into the more persistent component of inflation.** The question is relevant from a monetary policy perspective. If the impact of globalisation on inflation is found to be only transitory, then the monetary authority should “look through” it. If, instead, globalisation entails a change in price and wage-setting behaviour, it would feed into the more persistent component of inflation, with direct implications for the conduct of monetary policy. The focus of this article is on medium-term inflation developments, measured as a smoothed average of core inflation in order to exclude the more volatile sub-components (such as oil and food prices) and referred to as the more persistent component of inflation. The article finds that three elements of globalisation appear to be linked to a lower persistent inflation: trade integration, informational globalisation and global value chain participation. However, available estimates suggest that this effect is economically small, and the article concludes that globalisation does not appear to be a key determinant of the synchronisation and decline in inflation rates observed across AEs. Looking ahead a reversal (or further slowdown) of globalisation trends could provide only limited tailwinds for inflation trends.

## 2 Inflation in advanced economies: historical developments and common drivers

**Cyclical shocks may cause temporary deviations of inflation from the central bank’s objective.** In the pursuit of their price stability mandate, central banks aim at a low and stable rate of inflation over the medium to long term. This amounts to setting a quantitative target (or objective) for the annual rate of change in the price level, which

usually corresponds to 2%.<sup>3</sup> As headline inflation comprises a broad-based basket of goods and services, movements in the more volatile inflation components, such as commodity and food prices, influence inflation temporarily. These short-term changes are usually looked through by the monetary authority,<sup>4</sup> which relies on measures of underlying inflation to have a more accurate signal of medium-term inflationary pressures.<sup>5</sup>

**Inflation outcomes may also be influenced by structural forces reflecting, for example, changes in the structure of the economy stemming from both domestic and external factors (e.g. increasing trade integration).** Given their gradual and persistent character, these changes could feed into the more persistent component of inflation thus potentially interfering with the medium-term price stability objective. Central banks would then tend to react in order to insulate inflation outcomes from this type of perturbation. However, since in recent years interest rates have been nearing the lower bound in many countries, a fundamental consideration, which is outside the scope of this article, is whether the monetary policy space available to neutralise the persistent influence of structural forces on inflation is diminished.

**Over the past half-century, average inflation rates across AEs have displayed increasing co-movement amid declining volatility.** Since the early 1970s and until the mid-1980s, inflation rates in several AEs rose to levels exceeding 10% (Chart 2), with the exception of Germany and Switzerland.<sup>6</sup> Inflation rates started to decline and to stabilise at lower levels in the late 1980s amid a shift in several central banks towards a more aggressive monetary policy stance. Since the early 1990s both the headline and the more persistent component of inflation started to decline gradually, along with reduced dispersion across AEs (Chart 2). In the decade after the global financial crisis (GFC), inflation rates have been trending further down along with a marked decline in volatility. During this period, characterised by low inflation and low interest rates, economists and policymakers have been confronted with a “missing inflation” puzzle.

---

<sup>3</sup> The ECB Governing Council has adopted a quantitative definition of price stability according to which it aims to maintain inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. The inflation rate is measured as the year-on-year change in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). For the United States, the Federal Open Market Committee (FOMC) judges that an inflation rate of 2% over the longer term, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent with the Federal Reserve's mandate to maintain price stability.

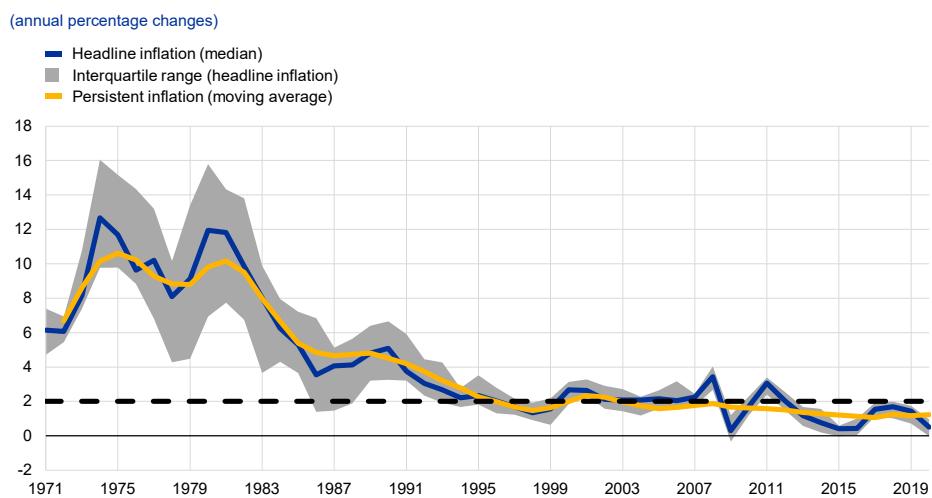
<sup>4</sup> However, movements in oil and commodity prices can have a more lasting impact on inflation, thus becoming relevant for monetary policy if they feed into core inflation over the medium term. In this regard it is always necessary to conduct a careful analysis of the underlying factors driving commodity prices in order to assess the implications for medium-term price stability and to determine the appropriate monetary policy response to changes in commodity prices. See also the article entitled “[Commodity prices and their role in assessing euro area growth and inflation](#)”, *Monthly Bulletin*, ECB, October 2013.

<sup>5</sup> Measures of underlying inflation aim to remove the “noise” and to capture the (unobservable) persistent component of inflation. See the article entitled “[Measures of underlying inflation for the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018. The article discusses three categories of underlying inflation measures: i) permanent exclusion measures, which permanently remove certain volatile sub-components (e.g. oil prices) that have little relevance for medium-term inflation as they are less persistent; ii) temporary exclusion measures, which rely on trimmed means or weighted medians of inflation; and iii) frequency exclusion measures, which aim to filter out the transitory component of all HICP sub-items and retain only the persistent ones. The measure of persistent inflation used in this article is a hybrid of category one and three.

<sup>6</sup> See the article entitled “[The ‘Great Inflation’: Lessons for monetary policy](#)”, *Monthly Bulletin*, ECB, May 2010.

## Chart 2

### Headline and persistent inflation in advanced economies



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: The chart consists of data for a panel of 22 OECD countries. Persistent inflation is computed as a three-year centred moving average of median core inflation rates. The latest observation is for 2020.

**The increasing synchronisation of inflation rates across countries reflects the influence of common factors, as widely documented in the literature.** Ciccarelli and Mojon<sup>7</sup> document the large co-movement in headline inflation rates in OECD countries and show that global inflation accounts for about 70% of the cross-country variance of inflation. The authors find that the inclusion of global inflation consistently improves domestic inflation forecasts. In a similar vein, Mumtaz and Surico<sup>8</sup> find that the importance of the global factor was more prominent until the mid-1970s, while it declined thereafter.<sup>9</sup>

**International inflation co-movements may be explained by factors such as common shocks, the evolution of the monetary policy regime and structural changes.** These factors affect inflation outcomes in different ways with different implications from a monetary policy perspective.

**First, common shocks, of which fluctuations in oil and non-oil commodity prices are a typical example, are a global source of headline inflation volatility.** As argued by Lane,<sup>10</sup> since central banks tend to stabilise medium-term inflation without fully insulating inflation outcomes from the impact of these (largely temporary) shocks, the latter may account for strong co-movements in the deviation of national

<sup>7</sup> Ciccarelli, M. and Mojon, B., "Global Inflation", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 92, No 3, August 2010, pp. 524-535. The authors develop three alternative measures of global inflation: a cross-country average of inflation rates, the aggregate OECD inflation and a measure based on static factor analysis.

<sup>8</sup> Mumtaz, H. and Surico, P., "Evolving International Inflation Dynamics: World and Country-specific Factors", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 10, No 4, August 2012, pp. 716-734.

<sup>9</sup> Taking a longer historical perspective, Gerlach and Stuart analyse data from the 1850s and argue that the role of international inflation on domestic prices, excluding the "Great Inflation" period, has remained remarkably stable over time. See Gerlach, S. and Stuart, R., "International Co-Movements of Inflation, 1851-1913", *CEPR Discussion Paper*, No DP15914, March 2021.

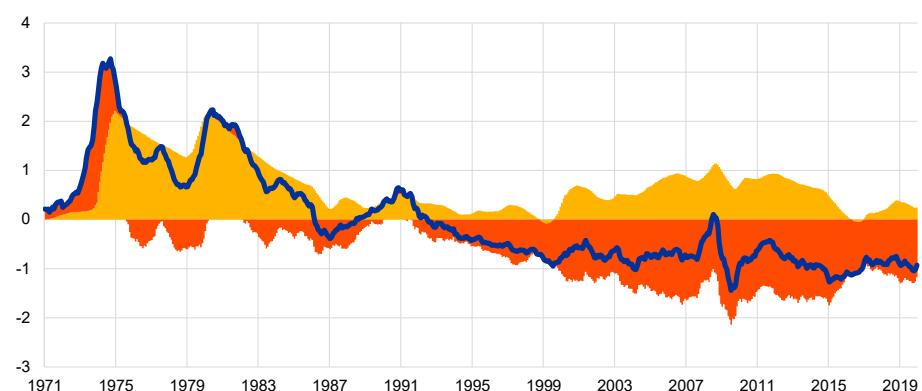
<sup>10</sup> Lane, P. R., "International inflation co-movements", speech delivered at the Inflation: Drivers and Dynamics 2020 Online Conference, Federal Reserve Bank of Cleveland/European Central Bank, 22 May 2020.

inflation rates from their medium-term target (or objective). Chart 3 depicts the evolution of the estimated (unobserved) common factor in headline inflation across countries and the estimated contribution of oil prices since the early 1970s. The chart illustrates that fluctuations in oil prices played a significant role in explaining the international co-movement in inflation during the 1970s, but since the late 1980s their importance started to diminish thus pointing to a role also for other factors.<sup>11</sup>

### Chart 3 Global inflation and commodities

(standardised annual percentage changes; percentage point contributions)

- Common inflation factor
- Oil contribution
- Residual contribution



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: The common factor is demeaned. The estimation sample runs from January 1971 to December 2019. The blue line reflects the zero mean common factor in global inflation as derived by replicating the principal component approach of Ciccarelli and Mojon (op. cit.) for a sample of 34 advanced and emerging economies. The yellow bars reflect the contributions of oil prices derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech delivered at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015. The coefficients are estimated by a linear regression of the common factor on oil prices. The red bars are the residual contributions.

### Second, the shift to inflation-targeting regimes played an important role in the convergence of inflation outcomes towards low and stable levels across AEs.

The early 1990s marked a shift in the monetary policy conduct of several AE central banks towards an inflation-targeting regime aimed at taming persistently high inflation rates and anchoring inflation expectations (Table 1).<sup>12</sup> The pursuit of low and stable inflation benefited from a higher level of central bank independence as the consensus around a reduction of political pressure in the conduct of monetary policy emerged.<sup>13</sup> The successful taming of inflation under inflation-targeting frameworks until 2007 was

<sup>11</sup> The relatively diminished contribution of oil prices to the common inflation component is confirmed also when the relationship is estimated starting from the early 1990s, or when including food prices or when month-on-month changes are employed. Lane, ibid., points out that the transmission of fluctuations in commodity prices to domestic inflation is, however, neither automatic nor uniform across countries. With an independent monetary policy regime, hence flexible exchange rates, there is no deterministic relationship between international relative price movements and overall inflation rates. For example, while the oil price is globally quoted in US dollars, the pattern of movements in the USD/EUR exchange rate has meant that the oil price in euro has been much less volatile than the oil price in US dollars.

<sup>12</sup> During this period many monetary authorities shifted towards an inflation-targeting regime, either explicitly or implicitly, in a trend that has been referred to as the "globalisation of central banking". See Arrigoni, S., Beck, R., Ca' Zorzi, M. and Stracca, L., "Globalisation: What's at stake for central banks", VoxEU, February 2020.

<sup>13</sup> In this context, the adoption of explicit inflation targets, promoted accountability and constrained discretionary policy thus counterbalancing the flexibility stemming from greater independence. See Dall'Orto Mas, R. et al., "The case for central bank independence", Occasional Paper Series, No 248, ECB, 2020.

tested by the GFC.<sup>14</sup> Inflation rates remained subdued and interest rates approached the effective lower bound (Chart 4) thereby constraining the available monetary policy space to bring inflation back to target.

**Table 1**  
Monetary policy frameworks in advanced economies

Country	Central bank	Policy framework	Definition of inflation target/objective	Target/Objective point/range	Reference price index	Commodity exporter
Australia	Reserve Bank of Australia	Inflation targeting	1996	2-3	CPI	Yes
Canada	Bank of Canada	Inflation targeting	1991	2 (1-3)	CPI	Yes
Switzerland	Swiss National Bank	Other	1999	0-2	CPI	
Euro area	European Central Bank	Price stability	1998	Below, but close to, 2%	HICP	
United Kingdom	Bank of England	Inflation targeting	1992	2 (1-3)	CPI	
Japan	Bank of Japan	Inflation targeting	2013	2	CPI	
South Korea	Bank of Korea	Inflation targeting	1998	2	CPI	
Norway	Norges Bank	Inflation targeting	2001	2	CPI	Yes
New Zealand	Reserve Bank of New Zealand	Inflation targeting	1989	2 (1-3)	CPI	Yes
Sweden	Sveriges Riksbank	Inflation targeting	1993	2	CPI	
United States	Federal Reserve System	Other	2012	2	PCE	

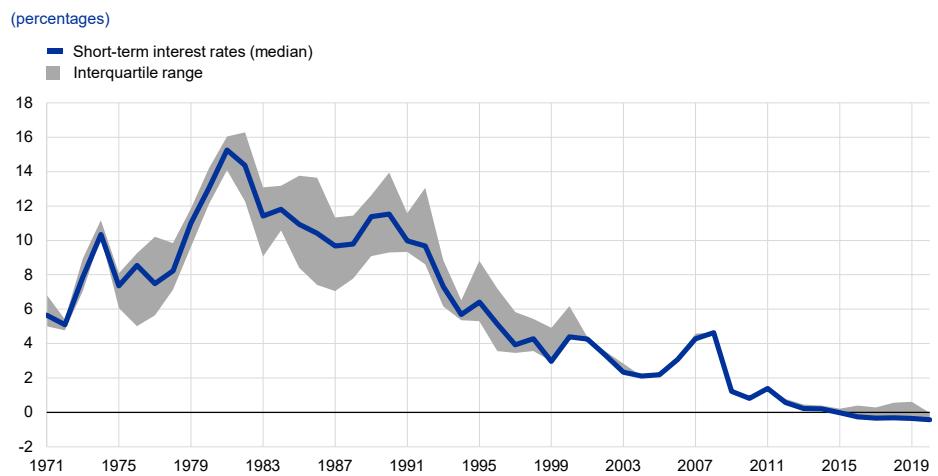
Sources: Balatti, M., "Inflation volatility in small and large advanced open economies", *Working Paper Series*, No 2448, ECB, 2020 and *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, International Monetary Fund, August, 2020.

Notes: Adapted from Balatti and IMF, the table includes 11 advanced economies with explicit inflation or price stability objectives. CPI is the Consumer Price Index, HICP is the Harmonised Index of Consumer Prices and PCE is the Personal Consumption Expenditures Price Index.

<sup>14</sup> Rogoff, K., "Globalization and global disinflation", *Economic Review*, Vol. 88, Issue Q IV, 2003, pp. 45-78; Williams, J.C., "Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges", Federal Reserve Bank of San Francisco, October 2014.

## Chart 4

### Interest rates in advanced economies



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: The chart consists of data for a panel of 22 OECD countries. Interest rates on three-month maturity contracts are used as proxies of the short-term rates. In the period after the creation of the euro area, the interquartile range of interest rates is mechanically affected by the fact that some countries within the sample share the same monetary policy.

**Third, structural changes in the economy can influence inflation dynamics by feeding into the more persistent component of inflation.** The structure of the economy matters for inflation outcomes because it determines price and wage-setting dynamics. Changes in the structure of the economy fall broadly into two main categories.<sup>15</sup> First, changes that are domestic in nature but affect national economies in similar ways, thus resulting in a common inflation pattern across countries. Demographic changes are one example of this type of structural change and may influence inflation through multiple channels.<sup>16</sup> Second, changes of a global nature that increase the interdependence of the world economies, of which the economic and financial globalisation that has taken hold since the 1990s is certainly the most notable example.

**The influence of globalisation on inflation outcomes has been widely debated by policymakers and academics alike.** In a standard Phillips curve framework,<sup>17</sup> external forces (e.g. foreign demand, foreign prices) feed on inflation via pressures on domestic slack and/or via import prices of final goods or intermediate goods. Moreover, as trade integration mainly influences the price of tradable goods relative to non-tradable goods the impact on average inflation rates over the medium term is

<sup>15</sup> Lane, op. cit.

<sup>16</sup> See Lis, E., Nickel, C. and Papetti, A., “[Demographics and inflation in the euro area: a two-sector new Keynesian perspective](#)”, *Working Paper Series*, No 2382, ECB, March 2020. Population ageing may affect inflation via shrinking labour force participation and productivity, but also by contributing to the trend decline in the equilibrium interest rate. However, a full assessment of the channels of domestic changes in the structure of the economy is beyond the scope of this article.

<sup>17</sup> Inflation dynamics are typically modelled in terms of a Phillips curve – formulated as an inverse relationship over the short to medium term between the rate of inflation and the cyclical position of the domestic economy. During periods of economic expansion, declining economic slack (e.g. low unemployment) puts upward pressure on prices via rising wages, as they are passed on by businesses to consumers. Empirical estimates of the Phillips curve rely on measures of labour market slack, and control, among other variables, for the role of inflation expectations, oil prices and the exchange rate. Given its good empirical properties, the Phillips curve has become the workhorse model used in many central banks to analyse and forecast developments in both headline and core inflation.

thought to be limited. Arguments in support of a more direct role of foreign factors in explaining inflation fluctuations have been growing,<sup>18</sup> calling to augment traditional Phillips curve models with measures of global slack. At the same time, the transformational role of globalisation for the world economy has been increasingly acknowledged. Global economic integration in its various dimensions (e.g. labour, trade in final and intermediate products) may act as a persistent and positive supply shock leading to sustained disinflationary pressures, thus shifting the Phillips curve downwards. But it may also affect the market structure by increasing competition within many markets, thus causing structural changes that would influence the inflation process, possibly flattening the Phillips curve.<sup>19</sup>

### 3 Globalisation: main features and transmission channels to inflation

**Globalisation, in its multidimensional character, has shaped the world economy in a fundamental way.** Albeit on an upward trend since the 1970s, globalisation gathered speed in the 1990s, entering a period of “hyper-globalisation”<sup>20</sup> which led to the progressive reduction of (cross-border) frictions to the flow of people, capital, goods, services, information and knowledge. Globalisation stalled after the GFC owing to a slowdown in the speed of economic integration. This slowdown reflected compositional effects stemming from the increasing weight of emerging market economies (EMEs) in global economic activity, as these economies have a lower trade intensity; a moderation in global value chain (GVC) expansion which partly pre-dated the GFC; and diminishing support from trade finance.<sup>21</sup>

**Trade integration and the increasing fragmentation of production in vertically integrated supply chains have been a landmark feature of globalisation.** Trade intensity, measured as the share of world imports of goods and services to GDP, has increased from 30% in 1980 to more than 50% in 2008 and has broadly stabilised around this level since. Trade integration was spurred by the trade liberalisation efforts (i.e. bilateral and multilateral free trade agreements) which resulted in an unprecedented decline in average tariff rates (Chart 5, panel a)) as well as lower taxes and regulations. At the same time, advances in information and transportation technologies and falling trade barriers enabled the fragmentation of production processes along supply chains (GVCs) located in different countries. GVC integration resulted in a sharp increase in trade in intermediate goods which are used as inputs of production. From 1995 to 2007, GVC-related trade rose from around 25% to 40% of

---

<sup>18</sup> See Borio, C. and Filardo, A., “Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation”, *BIS Working Papers*, No 227, Bank for International Settlements, May 2007. For a more recent analysis see Auer, Borio and Filardo, op. cit. who have also focused on the global and domestic drivers of inflation. See Section 4 of this article for a more in-depth review.

<sup>19</sup> Carney, M., “Inflation in a globalised world”, remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 29 August 2015; and Carney, M., “[De]Globalisation and inflation”, speech delivered at the IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, September 2017.

<sup>20</sup> Rodrik, D., *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, WW Norton, 2011.

<sup>21</sup> ECB Trade Task Force, “[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)”, *Occasional Paper Series*, No 178, ECB, September 2016.

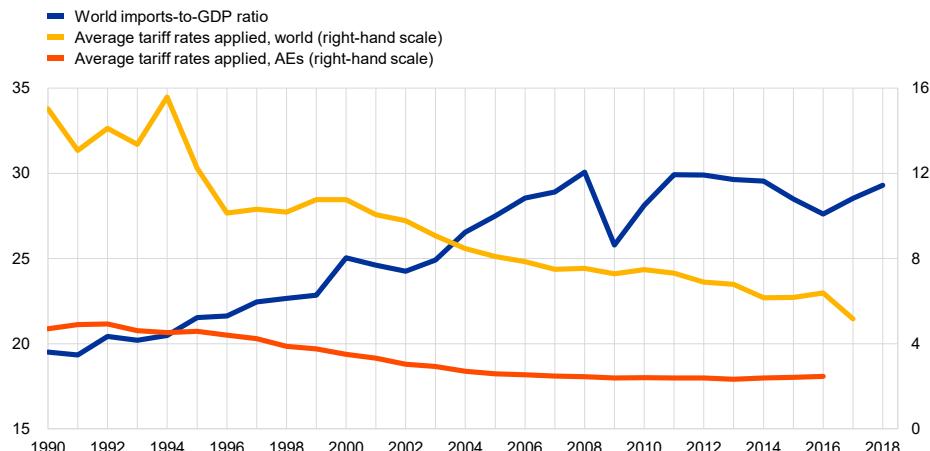
global exports and plateaued since the GFC (Chart 5, panel b), red line).<sup>22</sup> The increase in GVC participation is closely linked to the growing integration of EMEs in global production processes, particularly the unprecedented rise of China whose share in global GDP has increased from about 5% in 1993 to 19% in 2019.

### Chart 5

#### Trade globalisation

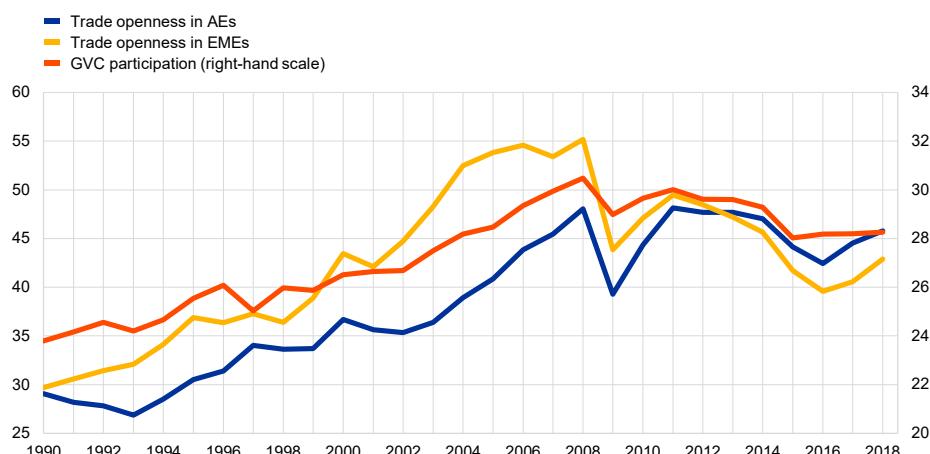
##### a) Trade intensity and tariff rates

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



##### b) Trade openness and global value chain participation

(ratio)



Sources: OECD TIVA, IMF, World Bank (World Development Indicators) and ECB staff calculations.

Notes: Ratio of nominal imports to GDP. The average tariff rate applied is the unweighted average of effectively applied rates for all products subject to tariffs calculated for all traded goods in percentage terms. Trade openness is calculated as the sum of imports and exports relative to GDP. GVC participation is calculated as the ratio of GVC-related trade to gross exports. GVC-related trade is defined as the value added that has crossed at least two national borders (Borin and Mancini, op. cit.). Values between 2016 and 2018 are based on ECB estimates.

**Trade globalisation may affect inflation in AEs by influencing the price and wage-setting mechanism.** Increasing trade integration and greater participation of low-cost producers in global production has a direct disinflationary effect. This effect

<sup>22</sup> GVC-related trade is measured as the share of traded intermediate goods in total global exports that cross at least two national borders (see Borin, A. and Mancini, M., "Follow the value added: tracking bilateral relations in global value chains", MPRA Paper, No 82692, University Library of Munich, November 2017).

works via lower imported inflation,<sup>23</sup> but also via decreasing the average mark-ups of domestic firms in the face of tougher foreign competition.<sup>24</sup> As a result, less productive firms could exit the market, further lowering cost pressures.<sup>25</sup> Participation in GVCs can further contribute to the disinflationary effects, and it is associated with more synchronised inflation dynamics across AEs.<sup>26</sup> Andrews et al.<sup>27</sup> find that for AEs the rise in GVC participation has pushed producer price index (PPI) inflation down by 0.15 percentage points on average. GVC participation contributes to lower inflation by exerting downward pressures on unit labour costs (by raising productivity and reducing wage growth) in the importing country, especially when low-wage countries are integrated in supply chains.

#### **Globalisation has also had pervasive effects on labour markets – eroding the bargaining power of workers in AEs and further moderating production costs.**

On the one hand, increased trade integration has enabled a geographical shift of the centres of production towards large EMEs characterised by an abundance of low-cost labour for manufacturing goods. In this regard notable examples are the re-integration of central, eastern and south-eastern European countries into the market economy after 1990 and the integration of China in the world economy in the early 2000s, which both constituted an unprecedented increase in global labour supply. Many workers moved within countries from rural areas to cities. In China, for example, the trend in rural to urban migration is closely linked to this integration and has allowed for a decades-long expansion of export capacity without a concomitant increase in the cost of production.<sup>28</sup> On the other hand, by facilitating international migration flows towards AEs, globalisation has influenced the relationship between unemployment and the wage-setting behaviour of the hosting country. In the presence of a strong rise in migration inflows, heterogeneous labour supply elasticities between native and immigrant workers lower the marginal labour costs and put downward pressure on inflation.<sup>29</sup>

#### **Informational globalisation and digitalisation are two other dimensions of global integration which have been increasing across AEs since 1990. The**

---

<sup>23</sup> This direct effect is usually captured via import prices, and it may result in a lasting disinflationary effect only to the extent that foreign prices are systematically lower than domestic prices. For the case of France, Carluccio et al. show that the differential between France export prices (which proxy for the price level of domestically produced goods) and the import prices of low wage countries (e.g. China and the countries that joined the EU in or after 2004) was large over the period 1994–2014 and it has only slightly declined over time. See Carluccio, J., Gautier, E. and Guilloux-Nefussi, S., “Dissecting the Impact of Imports from Low-Wage Countries on French Consumer Prices”, *Banque de France Working Papers*, No 672, April 2018.

<sup>24</sup> Melitz, M. and Ottaviano, G., “Market size, Trade, and Productivity”, *Review of Economic Studies*, Vol. 75, Issue 1, 2008, pp. 295–316.

<sup>25</sup> Guerrieri, L., Gust, C. and López-Salido, J.D., “International competition and inflation: a New Keynesian perspective”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No 4, 2010, pp. 247–80; Amiti, M., Itskhoki, O. and Konings, J., “International Shocks, Variable Markups and Domestic Prices”, *Review of Economic Studies*, Vol. 86(6), November 2019, pp. 2356–2402.

<sup>26</sup> See de Soyres, F. and Franco, S., “Inflation Dynamics and Global Value Chains”, *Policy Research Working Paper*, No 9090, World Bank, 2019.

<sup>27</sup> Andrews, D., Gal, P. and Witheridge, W., “A genie in a bottle? Globalisation, Competition and Inflation?”, *OECD Economics Department Working Papers*, No 1462, 2018.

<sup>28</sup> For an extensive analysis on the role of China for inflation dynamics in advanced economies, see Gern, K.-J. et al., “Higher inflation in China: Risks for Inflation and Output in Advanced Economies”, *Kiel Policy Briefs*, No 36, Kiel Institute for the World Economy, October 2011.

<sup>29</sup> Bentolila, S., Dolado, J.J. and Jimeno, J.F., “Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain”, *European Economic Review*, Vol. 52, No 8, 2008, pp. 1398–1423.

technological advancements of the last decades have led to a sharp increase in the flow of information and communication across AEs. While these flows are very difficult to measure, the KOF Swiss Economic Institute produces some indicators.<sup>30</sup> The KOF Informational Globalisation (de jure) Index<sup>31</sup> refers to the ability to share information across countries and is measured by internet access and press freedom. While this measure has been trending upward since 1970, the de facto dimension of the KOF Informational Globalisation Index, measured by used internet bandwidth, international patents and technology export increased strikingly after the GFC. Both measures have plateaued in the last few years.

**Digitalisation-driven integration has changed the pricing behaviour of large retailers at a global scale.** The advent of algorithmic pricing technologies, easily transferable across countries and firms, and the transparency of the internet have enlarged geographical horizons for consumers, and reinforced globalisation trends via lower search costs for consumers and improved efficiency and productivity for producers. The enhanced competitive behaviour of firms increases the geographical correlation of price changes and tends to dampen price increases.<sup>32</sup> Firms in some industries update their prices more frequently than in previous decades, although the extent to which dynamic pricing affects the flexibility of reference prices, hence the slope of the Phillips curve, remains unclear. For the United States there is evidence that goods prices have become significantly more uniform across retailers, suggesting higher strategic complementarities in the price-setting behaviour of firms (i.e. a high sensitivity to competitors' prices)<sup>33</sup> whereas for some euro area countries early evidence points to less uniform pricing than in the United States.

**The rise of “superstar firms”, many of which operate in the technology sector, has an ambiguous impact on price setting.** Highly productive “superstar firms” have rapidly increased their market share, allowing firms with superior quality products, lower marginal costs or greater innovation ability to reap disproportionate rewards relative to previous eras.<sup>34</sup> This trend is likely to have influenced the evolution of prices over time, but the direction of the impact remains ambiguous. On the one hand, such firms can leverage the higher productivity to lower prices and maximise their market share. So long as this results in an increasing degree of competition, mark-ups and prices would be dampened further, flattening underlying inflation. On the other hand, if globalisation channels sales towards the most productive firms in each industry, product market concentration would rise, and competition would fall. Depending on the contestability of the market, monopolistic and oligopolistic market power would allow firms to increase mark-ups with a consequent impact on price setting.

---

<sup>30</sup> Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N. and Sturm, J.-E., “The KOF Globalisation Index – revisited”, *The Review of International Organizations*, Vol. 14(3), 2019, pp. 543-574.

<sup>31</sup> Dreher, A., “Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization”, *Applied Economics*, Vol. 38(10), 2006, pp. 1091-1110.

<sup>32</sup> Cavallo, A., “Scraped Data and Sticky Prices”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 100, No 1, 2018, pp. 105-119.

<sup>33</sup> Belz, S., Wessel, D. and Yellen, J., “What’s (Not) Up With Inflation?”, The Brookings Institution, January 2020.

<sup>34</sup> Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C. and Van Reenen, J., “The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, Issue 2, 2020, pp. 645-709.

## 4 The impact of globalisation on inflation in advanced economies

**Empirical evidence on how global slack influences the response of inflation to domestic cyclical conditions is mixed.** The early literature on the disinflationary effects of globalisation mostly focused on measures of global slack. Borio and Filardo<sup>35</sup> find that the inclusion of global slack (i.e. a weighted average of international output gaps) adds considerable explanatory power to traditional benchmark inflation rate equations, thus explaining cyclical fluctuations in inflation across AEs. Lodge and Mikolajun<sup>36</sup> augment a Phillips curve for a panel of AEs with measures of both global slack and global inflation and find little evidence that global slack drives domestic inflation.<sup>37</sup> Global inflation is found to have had a more prominent role during the 1970s and 1980s (i.e. the Great Inflation period) but lost significance during periods of more stable inflation rates. Bianchi and Civelli<sup>38</sup> find that global slack affects inflation dynamics and that globalisation, measured in terms of trade and financial openness, is positively related to the effects of global slack on inflation. However, the authors conclude that "... the effects of globalization require substantially large changes in the degree of openness in order to be economically significant". The analysis presented in Box 1 confirms that in the case of central and eastern European EU countries their increasing integration in the world economy since the early 2000s has weakened the responsiveness of consumer price inflation to domestic conditions, though the effect is quantitatively small. This impact is more pronounced in the manufacturing sector given a higher GVC integration, hence higher exposure to international competition and strategic complementarities. Certain aspects of digitalisation (e.g. the use of internet for e-commerce) are also found to weaken the correlation between inflation and domestic cyclical conditions.

**Evidence on the impact of globalisation on persistent inflation is limited and points, at best, to an economically small impact.** Forbes<sup>39</sup> analyses the impact of global variables on inflation dynamics and finds that while there is a positive correlation between measures of global slack and cyclical inflation, the impact on the more persistent component of inflation is not significant. Likewise, Kamber and Wong<sup>40</sup> study the role of foreign shocks in driving inflation outcomes and find evidence of a sizeable influence on inflation gaps, while the impact on the permanent component is small. The negative but relatively small correlation between globalisation and the persistent component of inflation is confirmed in the analysis presented in Box 2.

---

<sup>35</sup> Borio, C. and Filardo, A., op. cit.

<sup>36</sup> Mikolajun, I. and Lodge, D., "Advanced economy inflation: the role of global factors", *Working Paper Series*, No 1948, ECB, August 2016.

<sup>37</sup> See the article entitled "Domestic and global drivers of inflation in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017, which finds only limited support for including measures of global slack and measures of integration in GVCs in Phillips curve analyses when studying inflation in the euro area.

<sup>38</sup> Bianchi, F. and Civelli, A., "Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR", *Review of Economic Dynamics*, Vol. 18, Issue 2, 2015, pp. 406-433.

<sup>39</sup> See Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", op. cit.

<sup>40</sup> Kamber, G. and Wong, B., "Global factors and trend inflation", *Journal of International Economics*, Vol. 122, 2020.

**Three elements of globalisation are found to be inversely related to the persistent component of inflation across AEs: trade integration, informational globalisation and GVC participation.** The broad perspective on globalisation presented in this article and employed in the empirical analysis in Box 2 allows a comprehensive investigation of how globalisation can influence inflation dynamics. The findings point to the presence of compositional effects as globalisation, in its various dimensions, appears to act as a disinflationary force in the case of goods inflation, but not for services inflation. This suggests that the sharpest movements in overall inflation, which took place in the 1990s and then again after the GFC, are possibly linked to other factors, such as shifts in monetary policy regimes, falling inflation expectations and lower wage indexation. The findings are in line with the literature and hold for the cross-section of AEs analysed as well as for the euro area. Therefore this article concurs with Forbes,<sup>41</sup> who finds that “global variables … have limited ability to improve our understanding of the dynamics of the underlying slow-moving trend in inflation, and they do not appear to have become more important over the last decade”. A direct implication is that while standard inflation frameworks can be augmented to account for the role of global factors, they should not be fully replaced. This is consistent with the evidence that the major plunge in inflation rates across AEs and its persistent component started in the 1980s, when globalisation was still latent and digitalisation was low, and it came to a halt around the mid-1990s, when China had not yet joined the World Trade Organization (WTO) (see Chart 2). The analysis in Box 2 further shows that the fall in inflation rates that occurred in the 1990s was synchronised across goods and services. As the latter are expected to have been relatively unaffected by cross-border integration, it can be concluded that while globalisation likely pushed down a little further the persistent component of inflation it seems unlikely to have been the main force behind its decline.

## Box 1

### Globalisation and the Phillips curve in central and eastern European EU countries

Prepared by Tina Zumer and Francesco Chiacchio

This box examines the responsiveness of consumer prices to domestic conditions in central and eastern European EU countries and whether their correlation is affected by two measures of globalisation: trade openness and participation in global value chains (GVCs). In the homogeneous group of 11 central and eastern European (CEE) EU countries, which includes five euro area countries (Estonia, Latvia, Lithuania, Slovenia and Slovakia) and six other EU Member States (Bulgaria, the Czech Republic, Croatia, Hungary, Poland and Romania), a standard representation of a hybrid new Keynesian Phillips curve is estimated, proxying marginal costs with economic slack and using quarterly data over 2001–2019. During this period, the CEE EU countries maintained a high level of openness and were relatively more integrated in global production chains than the euro area as well as most advanced economies (AEs).<sup>42</sup> The estimations are carried out by regressing the quarter-on-quarter change of the HICP excluding energy and food on the unemployment gap, past

<sup>41</sup> Forbes, K., “Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2019, pp. 257–338.

<sup>42</sup> See, for example, the article entitled “The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2017.

inflation and the two lags of the import deflator.<sup>43</sup> To investigate whether globalisation affects the slope of the Phillips curve, the coefficient of the unemployment gap is interacted with measures of trade openness and integration in cross-border supply chains.<sup>44</sup>

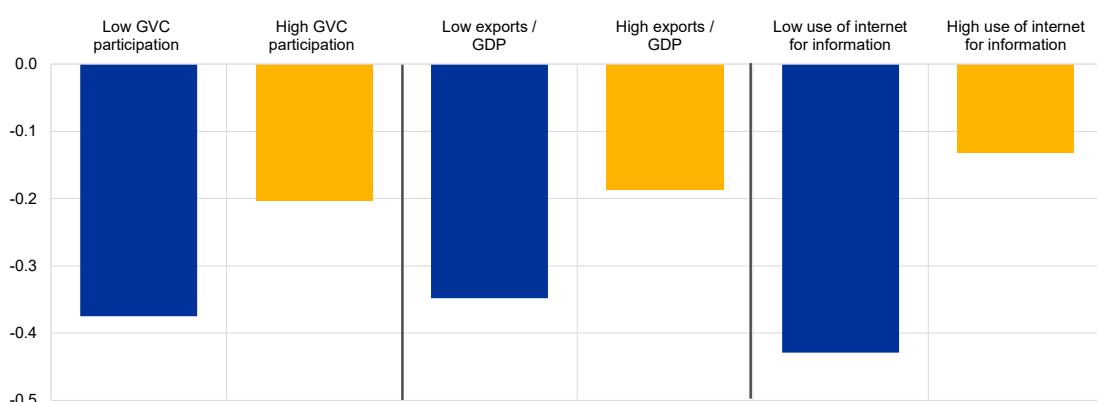
Globalisation may not only affect inflation levels but also change the price-setting behaviour of firms and thus the way inflation responds to domestic conditions, though its overall effect is a priori ambiguous. Rising exposure to global competition may limit the scope for firms to pass domestic costs on to consumers in order not to lose competitiveness or market share. However, greater integration and openness to trade can affect market concentration and favour larger and more productive players that are relatively more protective of mark-ups. The findings of this box, while not making causal statements, support the argument that rising exposure to global competition may overall limit the scope for firms to pass their costs on to consumers.

For the panel of CEE EU countries, a high dependence on export markets and high GVC participation are associated with a lower correlation of inflation with the domestic business cycle (Chart A, left-hand and middle panels). The estimated coefficients turn out significantly lower for observations with relatively higher GVC participation and trade openness (Chart A, yellow bars). However, as the country-specific time-variation in GVC participation is smaller than the cross-country variation (which drives the estimated coefficients shown in Chart A), it is likely that the contribution of GVC participation in lowering the correlation between activity and prices for individual countries is plausibly small.<sup>45</sup>

### Chart A

#### Global factors affecting the slope of price Phillips curves in CEE EU countries

(estimated coefficients of the unemployment gap)



Sources: Eurostat, ECB, World Input-Output Database, and authors' calculations.

Notes: Results from a reduced form-estimation of a Phillips curve in a panel of 11 countries over 2001-2019, where the lagged unemployment gap is interacted with a dummy equal to 1 if the underlying value of GVC participation, exports of goods and services as a percentage of GDP, or the percentage of individuals finding information about goods and services online is higher than that of the panel long-term median. The dependent variable is the annualised quarter-on-quarter growth rate of underlying inflation. Other controls include lagged inflation, the two lags of the import deflator, as well as country-period and year fixed effects. Coefficients of interaction terms are statistically significant. GVC participation is computed as the share of GVC-related trade in total gross

<sup>43</sup> The dependent variable is the annualised quarter-on-quarter growth rate of underlying inflation, while the import deflator is taken in year-on-year growth rates. Regressions also include a rich set of fixed effects accounting for a country's macroeconomic cycle and idiosyncratic shocks affecting all countries.

<sup>44</sup> Trade openness is computed as gross exports of goods and services as a percentage of GDP. GVC participation is measured as the share of GVC-related trade in total gross exports (Borin and Mancini, op. cit.), where GVC-related trade is defined as the sum of exported domestic value added that is re-exported by a direct importer (forward GVC trade) and foreign value added embedded in own exports (backward GVC trade). For a better interpretation of interaction terms, levels of GVC participation and openness are expressed as dummies equal to 1 if the underlying observation is higher than that of the panel long-term median.

<sup>45</sup> This resonates with the cross-sectional analysis in Bianchi and Civelli, op. cit.

exports (Borin and Mancini, op. cit.), where GVC-related trade is defined as the sum of exported domestic value added that is re-exported by a direct importer (forward GVC trade) and foreign value added embedded in own exports (backward GVC trade). The sample for GVC participation ends in 2016, with values for 2015 and 2016 based on authors' estimates. Digitalisation data are broadly available from 2004.

Certain aspects of digitalisation that enhance global integration are also found to weaken the correlation between underlying inflation and domestic conditions in CEE EU countries. Adapting the previous analysis, similar results are obtained using measures of informational globalisation (e.g. the use of internet for e-commerce or for finding information about goods and services; Chart A, right-hand panel). These variables capture technological developments fostering the cross-border flow of information or lowering entry costs into global markets that may affect business dynamism, competition and price transparency.<sup>46</sup>

A similar analysis at the sectoral level suggests that GVC integration channels are particularly relevant for manufacturing industries. The aggregate approach described above is complemented by the estimation of a sectoral Phillips curve panel where sectoral labour costs drive sectoral output price inflation.<sup>47</sup> By interacting sectoral labour costs with the change in GVC participation at the sectoral level, we find that the exposure to global competition lowers the correlation between sectoral wages and producer prices and particularly so for manufacturing industries (relative to the rest of the business economy), which are the most integrated in GVCs, generally sell highly tradable goods and are less local in nature. This increases strategic complementarities and the dependence of producer price inflation on global economic conditions. Thus, the industrial composition of an economy is an important aspect in assessing how global factors may influence the responsiveness of inflation to the business cycle, as GVCs are a sectoral phenomenon.

Overall, for a panel of CEE EU countries there is evidence that growing global economic integration has reduced the sensitivity of inflation to domestic slack, hence the slope of the Phillips curve in the last two decades. Global economic integration appears to have affected firms' price-setting behaviour, though the small quantitative estimates also imply that even if future structural transformations, like how production processes will be organised, will keep shaping price setting, these would have limited implications for the aggregate inflation of individual countries.

## Box 2

### The impact of globalisation on inflation and its components in advanced economies: empirical evidence

Prepared by Maria Grazia Attinasi and Mirco Balatti

This box investigates empirically the globalisation of inflation hypothesis and finds limited supporting evidence. Understanding the effect of the external environment on domestic conditions is important in the conduct of monetary policy. Econometric analysis for a panel of advanced economies (AEs) finds that over the last three decades the persistent component of inflation, measured as a 12-quarter moving average of core inflation, has been sensitive to some measures of globalisation. Yet the economic importance of these factors is limited and leaves scope for domestic determinants.

<sup>46</sup> See, for example, the article entitled "The digital economy and the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

<sup>47</sup> We regress growth of sectoral gross output deflator on growth of sectoral labour costs per worker, growth of sectoral deflator of import of intermediates and growth of sectoral mean labour productivity. Data are sourced from CompNet (7th Vintage dataset), where annual information is available for seven CEE countries and 56 two-digit sectors (according to the NACE Rev. 2 classification) of the business economy, from 2005 to 2015.

In contrast to a large part of the literature, this analysis takes an encompassing view of globalisation which is not limited to goods trade linkages and prices of traded goods. On the back of the rise of financial and informational integration, services have become more tradable and their share in consumption baskets has grown. Assessing the role of globalisation on services prices can shed some light on the future role of foreign and domestic factors for inflation dynamics. As the role of services in high-income economies increases, the question of whether this will strengthen the link between persistent inflation and domestic economic developments also arises, given that changes in services prices are commonly attributed to domestic rather than to foreign factors.<sup>48</sup> Breaking down overall inflation into goods and services inflation helps to understand overall inflation dynamics.<sup>49</sup> Their unique characteristics also imply a different exposure to globalisation factors (e.g. trade integration owing to the higher tradability) and are exploited in the analysis to test the validity of the predictions of the globalisation of inflation hypothesis.

The persistent component of inflation in goods and services has fallen sharply in AEs since the early 1990s (Chart B). In particular, for goods it has dropped from around 3% to around 0.5% in 2019, whereas for services it declined from around 5% to around 1.5%. As a result, the wedge between services and goods persistent inflation has remained positive throughout the last 25 years but has narrowed significantly in the aftermath of the GFC.<sup>50</sup> One tenet of the globalisation of inflation hypothesis is that prices of more tradable products are affected by economic integration to a greater extent. However, the fact that the largest inflation swings during the period of analysis took place in the early 1990s, when globalisation was still in the early stages, and were synchronised across goods and services, casts doubts over the assumption of a prominent influence of globalisation on inflation.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> See Lane, Philip R., Member of the Executive Board of the ECB, [interview](#) with The Financial Times, published 2 February 2020.

<sup>49</sup> Peach, R., Rich, R.W. and Linder, M., "The parts are more than the whole: separating goods and services to predict core inflation", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, No 7, 2013.

<sup>50</sup> See the box entitled "[What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019 for an analysis of the goods and services gap in the euro area.

<sup>51</sup> In addition, in the spirit of Reis and Watson, co-movements in inflation rates of goods and services can be labelled as "pure" inflation, while diverging developments can be interpreted as relative price changes. Reis, R. and Watson, M.W., "Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No 3, 2010, pp. 128-57.

## Chart B

### Inflation in goods and services in advanced economies

(Percentages; percentage points)

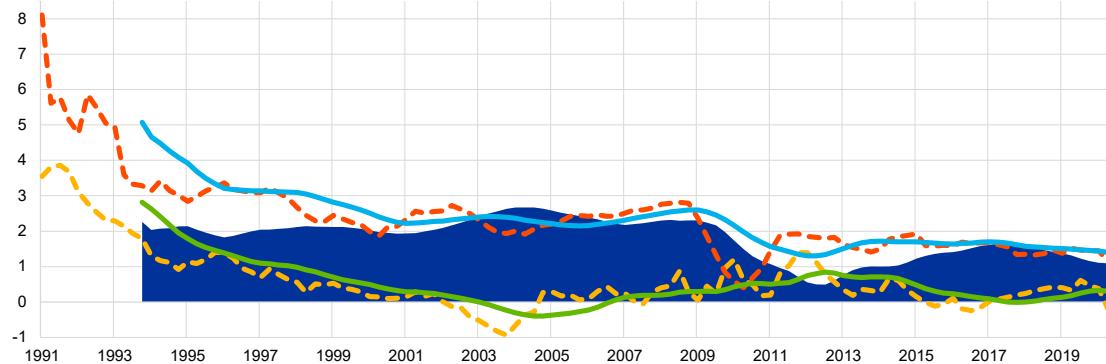
■ Services/goods gap (persistent)

— Core goods

— Core services

— Persistent goods

— Persistent services



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: persistent inflation rates are computed based on 12-quarter moving averages of core goods and services, calculated as the weighted average (GDP purchasing power parity (PPP) weights) of six advanced economies (Australia, Canada, the euro area, Japan, the United Kingdom and the United States). The latest observation is for Q2 2020.

Estimates of a dynamic panel model provide empirical evidence on the role of globalisation in price dynamics. The specification is inspired by Forbes<sup>52</sup> in which persistent inflation, computed as a 12-quarter moving average of core inflation rates, is determined by real exchange rate movements and is augmented by various indicators of globalisation including trade integration, financial globalisation and informational globalisation. While we do not aim at a causal interpretation, the exercise can reveal linkages between the different dimensions of integration and persistent inflation and inform on possible differences between goods and services. The equation is estimated using a generalised method of moments (GMM) approach to allow for the inclusion of a lagged dependent variable and a lag of the independent variables. The estimation follows an Arellano-Bond procedure, also using lags in the difference equation and additionally includes the consensus forecast of inflation expectations in the level equation for the instrumented variable. The equation is estimated over the period Q4 1996 to Q1 2018 using quarterly data for six AEs (Australia, Canada, the euro area, Japan, the United Kingdom and the United States) and the panel is strongly balanced. Persistent inflation estimates are employed as independent variables.<sup>53</sup>

<sup>52</sup> See Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", op. cit.

<sup>53</sup> As we are focused on the slow-moving part of inflation, we compute 12-quarter moving averages of core inflation. These are estimated individually for each country and each of the three consumer price indexes (CPI) considered: overall CPI, goods CPI and services CPI, taken from national sources. Core measures are chosen to minimise the influence of highly volatile components such as oil, whose price is also determined in international markets.

**Table A**

Panel estimates – summary of impact of globalisation indicators on persistent inflation

Variable	Overall	Goods	Services
Trade integration	-	-	-
Informational globalisation	Not significant	-	+
GVC participation	-	-	+

Source: ECB staff calculations.

Notes: The table reports the sign of the coefficient of the dynamic panel equation estimated using GMM. Trade integration is proxied by the KOF Trade Globalisation (de jure) Index, the informational globalisation measure is taken from the KOF Informational Globalisation (de facto) Index and GVC participation is computed as the ratio of GVC-related trade to gross exports. GVC-related trade is defined as the value added that has crossed at least two national borders à la Borin and Mancini, op. cit. with values between 2016 and 2018 based on internal ECB estimates.

Indicators of globalisation are significantly correlated with overall persistent inflation mainly through the goods component. As shown in Table A, three elements of globalisation appear to contribute to a decline in the persistent component of overall as well as goods inflation in AEs: trade integration (lower trade barriers), informational globalisation (digitalisation-driven integration) and global value chain participation. By contrast, the results suggest that different globalisation measures have had an offsetting impact on services inflation, thereby reducing the total effect.<sup>54</sup> At the same time, estimates of specifications including domestic variables (e.g. output gap and labour cost) suggest that these indicators are robustly significant and domestic factors continue to play an important role in driving price dynamics.

The panel estimates do not point to a large difference in the effects of globalisation before or after the financial crisis, or between the euro area economies and other AEs. A number of robustness tests of the main results are implemented which also explore specifically whether the effects of globalisation indicators vary noticeably in sub-periods or across economies. These tests point to qualitatively similar results after the global financial crisis and do not present evidence of a different effect for euro area economies. Our conclusions are also robust to a supplementary set of tests spanning different specifications where we employ alternative proxies for explanatory variables, additional controls and a different number of instrumental variables.

A quantification of the overall impact finds that the effect of globalisation on persistent inflation has been small. Using the estimated coefficients and the developments of the globalisation metrics discussed above, we compute the contribution of a higher interconnectedness to the variations in persistent inflation. Albeit subject to uncertainty, the results indicate that, among the analysed economies, globalisation provided limited headwinds to overall and goods inflation over the last three decades. The findings echo earlier empirical evidence presented in the literature.<sup>55</sup>

<sup>54</sup> The heterogeneity between some of the parameters in goods and services calls for future research to improve the understanding behind the driving forces. Nonetheless, the difference in the response of prices to a higher informational globalisation in the goods market compared with the services market might be due to different reasons. These can include the fact that a higher transparency of the internet lowers search costs and accentuates competition in the goods market where products are more comparable and homogeneous in contrast to the services sector. With respect to GVC participation, albeit elusive and thus harder to measure, services are considered as the “glue” and catalyst of complex supply chains (Low). It is therefore plausible that the value added and mark-ups of the services sector are positively correlated to a more extensive use of GVCs. Low, P., “The role of services in global value chains”, in Elms, D. and Low, P. (eds.), *Global value chains in a changing world*, 2013, pp. 61-81.

<sup>55</sup> See Bianchi and Civelli, op. cit.; Forbes, K., “Has globalization changed the inflation process?”, op. cit.; and Eo, Y., Uzeda, L. and Wong, B., “Understanding Trend Inflation Through the Lens of the Goods and Services Sectors”, *Staff Working Paper*, No 2020-45, Bank of Canada, November 2020.

## 5 Conclusion

**This article discussed the disinflationary role of globalisation in AEs, with a focus on the more persistent component of inflation.** Drawing from the existing literature, this article reviewed three sets of factors that can explain the international co-movement of inflation and its declining path observed in the past decades. First, there are common shocks (e.g. fluctuations in commodity prices), which affect the most volatile component of headline inflation. Second, the shift in the monetary policy of several AEs towards an inflation-targeting regime and the anchoring of inflation expectations succeeded in keeping inflation steadily close to target over the past three decades and until the GFC. Third, changes in the structure of the economy that affect the wage and price-setting mechanisms can influence the more persistent component of inflation.

**Evidence presented in this article shows that the disinflationary role of globalisation has been economically small.** Most of the economic literature focuses on augmenting an otherwise standard Phillips curve framework with measures of global slack and shows that when controlling for such factors, the sensitivity of domestic inflation to domestic slack is diminished. While evidence of the impact on the persistent component of inflation is more limited, typically the impact is found to be smaller. This article concludes that globalisation does not appear to be a major force behind the disinflationary trends of the past decades, and any headwinds stemming from globalisation were too small to be economically meaningful. This conclusion hinges on three main elements. First, the major plunge in inflation and its persistent component started in the 1980s, when globalisation was still latent, and came to a halt around the mid-1990s, when China had not yet joined the WTO. Furthermore, the fall in inflation was synchronised across goods and services and, because of their different tradability, they should not respond homogeneously to cross-border integration. Second, and related to the latter point, evidence presented in this article suggests that globalisation has a heterogeneous impact on the sectors of the economy, with the manufacturing sector being more exposed to disinflationary forces than the services sector. This lends support to the view that globalisation leads to relative price changes but not necessarily to a decline in overall inflation. Finally, even when globalisation acts as a disinflationary force, the estimated impact is economically small. In view of this, and given that in recent years interest rates have been nearing the lower bound in many countries, a possible reason behind the persistently low inflation observed over the past decades is the limited space available to monetary policy to neutralise the influence of structural forces on inflation (either of a domestic or foreign origin).

**Looking ahead, globalisation is at a crossroads.** While rising protectionism seems to be threatening globalisation, growing digitalisation and services trade are also providing new impetus, shifting and re-shaping the future path of globalisation. Moreover, while global integration growth may be waning, regional trade integration appears to have been deepening both for economic and geo-political reasons. The coronavirus (COVID-19) might accelerate some of these trends, though it appears premature to draw firm conclusions about the consequences for globalisation and inflation.

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

## 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3.7	3.0	1.3	0.6	6.7	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2019	2.8	2.2	1.4	0.0	6.0	1.3	2.1	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.3	-3.3	-9.8	-4.7	2.3	-6.5	1.4	1.8	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2020 Q2	-6.6	-9.0	-19.5	-8.1	11.6	-11.5	0.9	1.6	0.4	0.2	0.1	2.7	0.2
Q3	7.8	7.5	16.9	5.3	3.0	12.6	1.3	1.7	1.2	0.2	0.2	2.3	0.0
Q4	2.1	1.1	1.3	2.8	2.6	-0.6	1.2	1.6	1.2	0.2	-0.8	0.1	-0.3
2021 Q1	.	1.6	-1.5	-1.0	0.6	-0.3	1.9	1.7	1.9	.	-0.4	.	1.1
2020 Dec.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.4	0.6	-1.2	0.2	-0.3
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	1.6	1.7	1.4	0.7	-0.6	-0.3	0.9
Feb.	-	-	-	-	-	-	1.7	1.7	1.7	0.4	-0.4	-0.2	0.9
Mar.	-	-	-	-	-	-	2.4	1.8	2.6	0.7	-0.2	.	1.3
Apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	4.2	1.5	-0.4	.	1.6
May <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.0

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 <sup>1)</sup>					
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	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
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.8	4.3	3.2	5.5			
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.4	-0.3	-0.5			
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.5	-4.7	-4.3			
2020 Q2	37.9	37.3	30.5	31.5	52.6	31.3	40.6	36.9	35.0	-8.6	-8.6	-8.6			
Q3	51.9	53.1	57.5	45.6	54.7	52.4	52.6	51.7	49.0	8.1	8.9	7.2			
Q4	54.2	56.8	50.5	48.2	56.3	48.1	54.6	54.0	50.8	4.5	4.9	4.1			
2021 Q1	54.3	59.3	49.1	48.4	52.3	49.9	53.8	54.5	50.3	4.8	1.8	8.1			
2020 Dec.	53.5	55.3	50.5	48.5	55.8	49.1	54.7	53.1	50.5	4.5	4.9	4.1			
2021 Jan.	53.3	58.7	41.2	47.1	52.2	47.8	54.0	53.0	49.3	4.7	4.3	5.1			
Feb.	54.3	59.5	49.6	48.2	51.7	48.8	53.7	54.4	49.8	3.8	2.2	5.6			
Mar.	55.3	59.7	56.4	49.9	53.1	53.2	53.6	55.9	51.7	4.8	1.8	8.1			
Apr.	57.5	63.5	60.7	51.0	54.7	53.8	54.4	58.6	53.3	.	.	.			
May	58.8	68.7	62.9	48.8	53.8	57.1	54.5	60.4	53.6	.	.	.			

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

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Financial developments

### 2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>						United States	Japan
	Euro short-term rate (€ESTR) <sup>2)</sup>	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0.45	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2020 Nov.	-0.56	-0.47	-0.54	-0.52	-0.51	-0.48	0.22	-0.10
Dec.	-0.56	-0.47	-0.56	-0.54	-0.52	-0.50	0.23	-0.10
2021 Jan.	-0.56	-0.48	-0.56	-0.55	-0.53	-0.50	0.22	-0.08
Feb.	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.52	-0.50	0.19	-0.09
Mar.	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.52	-0.49	0.19	-0.08
Apr.	-0.57	-0.48	-0.56	-0.54	-0.52	-0.48	0.19	-0.07
May	-0.56	-0.48	-0.56	-0.54	-0.51	-0.48	0.15	-0.09

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

### 2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	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
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2020 Nov.	-0.72	-0.72	-0.75	-0.75	-0.55	0.17	0.73	0.32	-0.75	-0.81	-0.62	-0.13
Dec.	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021 Jan.	-0.62	-0.70	-0.75	-0.74	-0.51	0.19	0.99	0.46	-0.78	-0.82	-0.58	-0.04
Feb.	-0.61	-0.65	-0.67	-0.55	-0.25	0.41	1.33	0.78	-0.69	-0.66	-0.26	0.32
Mar.	-0.64	-0.69	-0.72	-0.62	-0.28	0.41	1.68	0.82	-0.75	-0.73	-0.32	0.37
Apr.	-0.63	-0.68	-0.70	-0.57	-0.18	0.50	1.57	0.80	-0.73	-0.70	-0.21	0.53
May	-0.63	-0.68	-0.69	-0.54	-0.15	0.53	1.54	0.75	-0.72	-0.67	-0.16	0.57

Source: ECB calculations.

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

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

### 2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2020 Nov.	377.7	3,391.8	824.1	238.4	167.0	80.5	130.3	692.7	653.1	364.4	249.2	820.1	3,549.0	25,384.9
Dec.	394.0	3,530.9	852.2	249.1	170.2	88.6	140.6	718.0	697.6	373.2	252.2	814.8	3,695.3	26,773.0
2021 Jan.	403.1	3,592.2	877.5	251.5	170.7	91.6	140.8	734.6	743.4	391.6	254.3	835.5	3,793.7	28,189.1
Feb.	410.0	3,667.1	873.5	258.5	168.5	90.7	146.1	751.4	785.6	372.8	253.9	851.8	3,883.4	29,458.8
Mar.	422.4	3,813.3	911.1	271.6	168.4	97.0	159.1	774.6	770.1	367.2	264.5	838.1	3,910.5	29,315.3
Apr.	440.1	3,987.3	952.7	286.0	177.2	93.2	161.5	807.2	835.4	387.5	267.3	874.0	4,141.2	29,426.8
May	443.8	4,003.6	959.5	290.0	183.0	94.8	167.8	808.7	811.7	384.1	278.3	870.2	4,169.6	28,517.1

Source: Refinitiv.

## 2 Financial developments

### 2.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business)<sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	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 <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation			APRC <sup>3)</sup>								
					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					
2020 May	0.02	0.36	0.24	0.69	5.26	16.07	4.12	5.30	5.64	1.83	1.47	1.58	1.40	1.41	1.70	1.42				
June	0.02	0.35	0.23	0.71	5.28	16.02	4.41	5.14	5.57	1.87	1.44	1.64	1.38	1.39	1.68	1.42				
July	0.02	0.35	0.22	0.74	5.16	15.92	4.73	5.27	5.70	2.00	1.43	1.59	1.34	1.38	1.67	1.40				
Aug.	0.02	0.35	0.19	0.71	5.20	15.88	5.33	5.35	5.88	1.91	1.42	1.61	1.31	1.40	1.67	1.40				
Sep.	0.02	0.35	0.19	0.70	5.23	15.86	5.08	5.25	5.75	1.94	1.39	1.61	1.31	1.37	1.66	1.38				
Oct.	0.02	0.35	0.20	0.69	5.18	15.82	5.14	5.26	5.80	2.03	1.37	1.56	1.27	1.36	1.64	1.36				
Nov.	0.02	0.35	0.20	0.71	5.11	15.78	5.01	5.25	5.90	2.04	1.37	1.54	1.29	1.35	1.63	1.35				
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.72	4.99	15.78	4.93	5.08	5.71	1.93	1.35	1.52	1.27	1.33	1.62	1.32				
2021 Jan.	0.01	0.35	0.22	0.68	5.01	15.81	4.84	5.32	5.87	1.91	1.35	1.50	1.29	1.35	1.60	1.33				
Feb.	0.01	0.35	0.23	0.66	5.02	15.74	5.05	5.24	5.86	1.98	1.30	1.49	1.27	1.32	1.58	1.31				
Mar.	0.01	0.35	0.20	0.61	4.99	15.77	4.88	5.12	5.72	1.93	1.32	1.44	1.24	1.32	1.58	1.31				
Apr. (p)	0.01	0.35	0.21	0.62	4.89	15.75	5.13	5.17	5.78	1.98	1.32	1.48	1.27	1.31	1.59	1.31				

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 2.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business)<sup>1), 2)</sup>

(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										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		
2020 May	0.00	-0.10	0.39	1.89	1.84	1.21	1.62	1.54	0.86	1.56	1.23	1.07	1.31	1.46	
June	0.00	-0.12	0.32	1.94	1.86	1.50	1.79	1.55	1.13	1.50	1.23	1.17	1.42	1.49	
July	0.00	-0.18	0.27	1.86	1.95	1.86	1.87	1.60	1.30	1.51	1.24	1.17	1.38	1.51	
Aug.	0.00	-0.20	0.39	1.83	1.84	1.90	1.94	1.56	1.39	1.49	1.29	1.31	1.20	1.51	
Sep.	0.00	-0.20	0.26	1.88	1.91	2.10	1.94	1.54	1.43	1.49	1.22	1.31	1.31	1.51	
Oct.	0.00	-0.21	0.26	1.82	1.91	2.20	1.96	1.55	1.46	1.50	1.22	1.42	1.40	1.53	
Nov.	-0.01	-0.20	0.42	1.83	1.97	2.00	1.98	1.57	1.41	1.47	1.22	1.29	1.30	1.51	
Dec.	-0.01	-0.18	0.25	1.83	2.01	1.94	1.94	1.61	1.42	1.44	1.34	1.23	1.27	1.51	
2021 Jan.	-0.01	-0.14	0.39	1.84	2.14	2.00	1.92	1.61	1.44	1.41	1.17	1.18	1.29	1.50	
Feb.	-0.01	-0.21	0.25	1.84	1.96	2.01	1.95	1.58	1.44	1.43	1.15	1.22	1.23	1.48	
Mar.	-0.01	-0.11	0.22	1.82	1.91	1.97	2.01	1.56	1.45	1.40	1.09	0.71	1.23	1.39	
Apr. (p)	-0.01	-0.18	0.25	1.80	2.04	1.96	1.99	1.57	1.44	1.38	1.32	1.33	1.38	1.56	

Source: ECB.

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

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

## 2 Financial developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment			10	11	12	13	14
Short-term														
2018	1,215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1,283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1,527	454	144	.	97	714	118	458	181	70	.	45	114	49
2020 Oct.	1,662	504	161	.	114	742	141	417	202	46	.	36	93	40
Nov.	1,630	493	158	.	116	731	132	419	217	40	.	37	83	41
Dec.	1,527	454	144	.	97	714	118	339	168	60	.	30	51	31
2021 Jan.	1,582	495	139	.	99	718	131	464	217	45	.	37	121	43
Feb.	1,539	475	139	.	102	702	121	373	168	42	.	32	103	27
Mar.	1,579	485	145	.	94	726	130	449	208	50	.	30	118	43
Long-term														
2018	15,745	3,687	3,162	.	1,247	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,312	3,816	3,398	.	1,321	7,151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,242	3,892	3,172	.	1,450	8,003	725	295	68	71	.	27	114	16
2020 Oct.	17,286	3,936	3,203	.	1,456	7,977	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov.	17,266	3,915	3,187	.	1,456	7,986	722	219	42	63	.	18	79	17
Dec.	17,242	3,892	3,172	.	1,450	8,003	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 Jan.	17,358	3,897	3,177	.	1,458	8,090	736	318	90	55	.	21	133	19
Feb.	17,492	3,904	3,173	.	1,458	8,206	751	307	57	66	.	20	144	19
Mar.	17,694	3,969	3,213	.	1,479	8,271	763	358	106	82	.	27	125	17

Source: ECB.

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

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

	Debt securities							Listed shares				
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment					
Outstanding amount												
2018	16,959.9	4,189.8	3,332.3	.	1,318.5	7,445.8	673.5	7,024.3	465.0	1,099.2	5,460.1	
2019	17,595.0	4,366.8	3,578.6	.	1,405.9	7,557.2	686.5	8,587.9	538.4	1,410.6	6,638.9	
2020	18,769.0	4,345.8	3,315.9	.	1,546.7	8,717.5	843.1	8,448.8	469.3	1,321.5	6,658.0	
2020 Oct.	18,947.5	4,440.1	3,364.3	.	1,570.0	8,719.0	854.1	7,225.5	348.2	1,077.5	5,799.7	
Nov.	18,896.0	4,407.8	3,344.6	.	1,572.7	8,716.8	854.2	8,235.9	448.2	1,296.9	6,490.8	
Dec.	18,769.0	4,345.8	3,315.9	.	1,546.7	8,717.5	843.1	8,448.8	469.3	1,321.5	6,658.0	
2021 Jan.	18,940.3	4,391.9	3,316.3	.	1,557.3	8,808.1	866.7	8,331.9	446.6	1,317.5	6,567.8	
Feb.	19,031.9	4,379.1	3,312.1	.	1,560.1	8,908.5	872.1	8,649.1	520.6	1,407.7	6,720.8	
Mar.	19,272.9	4,453.5	3,358.4	.	1,572.5	8,996.2	892.3	9,238.8	542.9	1,468.9	7,227.1	
Growth rate												
2018	1.9	1.7	3.0	.	3.2	1.9	-4.3	0.7	0.3	2.4	0.4	
2019	3.1	3.8	5.0	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0	
2020	7.4	1.2	2.7	.	12.3	10.9	24.3	1.3	0.0	3.1	1.1	
2020 Oct.	8.2	2.5	4.5	.	12.0	11.0	24.2	1.0	0.1	2.2	0.8	
Nov.	7.5	1.7	2.6	.	11.7	10.7	24.4	1.2	0.0	2.2	1.1	
Dec.	7.4	1.2	2.7	.	12.3	10.9	24.3	1.3	0.0	3.1	1.1	
2021 Jan.	7.4	0.3	2.8	.	11.6	11.2	25.4	1.5	-0.1	4.5	1.0	
Feb.	7.5	-0.3	3.4	.	10.8	11.8	25.1	1.7	-0.1	4.7	1.2	
Mar.	8.4	2.2	3.8	.	11.9	11.9	24.5	2.0	1.4	5.0	1.4	

Source: ECB.

## 2 Financial developments

### 2.8 Effective exchange rates<sup>1)</sup>

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2018	100.0	95.7	94.0	90.5	80.8	89.1	117.3	95.1
2019	98.2	93.3	92.9	88.7	79.0	86.6	115.5	92.4
2020	99.7	93.7	94.1	89.1	78.8	87.4	119.4	94.0
2020 Q2	98.8	93.1	93.2	88.5	82.0	87.4	118.1	93.3
Q3	101.2	94.9	95.3	89.9	79.0	87.8	121.7	95.6
Q4	101.3	94.9	95.3	90.2	75.8	87.8	122.3	95.7
2021 Q1	100.9	94.9	95.3	-	-	-	121.7	95.5
2020 Dec.	101.9	95.4	95.9	-	-	-	123.0	96.1
2021 Jan.	101.4	95.6	95.7	-	-	-	122.4	96.2
Feb.	100.8	94.8	95.3	-	-	-	121.5	95.3
Mar.	100.4	94.3	94.8	-	-	-	121.3	94.9
Apr.	100.7	94.4	94.9	-	-	-	121.9	95.2
May	100.9	94.5	95.0	-	-	-	122.3	95.3
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2021 May	0.2	0.1	0.1	-	-	-	0.3	0.1
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2021 May	2.6	1.9	2.4	-	-	-	4.0	2.5

Source: ECB.

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

### 2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish krone 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 12
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2020 Q2	7.808	7.578	27.058	7.458	351.582	118.410	4.503	0.887	4.8378	10.651	1.061	1.101
Q3	8.086	7.527	26.479	7.445	353.600	124.049	4.441	0.905	4.8454	10.364	1.075	1.169
Q4	7.901	7.559	26.667	7.443	360.472	124.607	4.505	0.903	4.8718	10.268	1.078	1.193
2021 Q1	7.808	7.572	26.070	7.437	361.206	127.806	4.546	0.874	4.8793	10.120	1.091	1.205
2020 Dec.	7.960	7.542	26.311	7.441	359.016	126.278	4.479	0.906	4.8703	10.174	1.081	1.217
2021 Jan.	7.873	7.565	26.141	7.439	359.194	126.308	4.533	0.893	4.8732	10.095	1.079	1.217
Feb.	7.814	7.573	25.876	7.437	358.151	127.493	4.497	0.873	4.8750	10.089	1.086	1.210
Mar.	7.747	7.578	26.178	7.436	365.612	129.380	4.599	0.859	4.8884	10.169	1.106	1.190
Apr.	7.805	7.568	25.924	7.437	360.583	130.489	4.561	0.865	4.9231	10.162	1.103	1.198
May	7.811	7.523	25.558	7.436	353.647	132.569	4.528	0.863	4.9250	10.147	1.097	1.215
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2021 May	0.1	-0.6	-1.4	0.0	-1.9	1.6	-0.7	-0.3	0.0	-0.1	-0.6	1.4
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2021 May	0.8	-0.7	-6.3	-0.3	0.8	13.4	0.1	-2.7	1.8	-4.2	3.7	11.4

Source: ECB.

## 2 Financial developments

### 2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total <sup>1)</sup>			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
Outstanding amounts (international investment position)												
2020 Q1	27,543.9	27,617.6	-73.7	11,321.4	9,344.7	8,906.1	11,168.3	-98.6	6,548.6	7,104.6	866.3	15,535.9
Q2	28,197.7	28,206.3	-8.5	11,372.0	9,477.9	9,860.0	11,935.5	-71.0	6,131.8	6,792.9	905.0	15,289.1
Q3	28,109.8	28,049.0	60.8	11,175.1	9,326.8	9,998.3	12,030.1	-97.0	6,123.9	6,692.1	909.6	15,127.9
Q4	28,403.2	28,312.0	91.1	11,065.0	9,292.4	10,685.8	12,286.4	-86.2	5,858.8	6,733.2	879.8	14,846.5
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2020 Q4	250.7	249.9	0.8	97.7	82.0	94.3	108.5	-0.8	51.7	59.4	7.8	131.1
Transactions												
2020 Q2	140.1	113.0	27.1	68.9	178.3	380.5	200.4	40.8	-353.3	-265.7	3.2	-
Q3	182.1	83.1	98.9	23.8	-0.7	96.2	74.7	-31.8	90.5	9.1	3.4	-
Q4	-7.2	-129.9	122.7	-119.2	3.8	342.5	-259.6	-19.2	-213.4	125.9	2.1	-
2021 Q1	468.9	372.1	96.8	39.7	30.4	283.0	107.6	12.9	136.4	234.2	-3.0	-
2020 Oct.	91.3	39.5	51.8	-7.1	-65.4	74.8	-11.3	2.4	18.2	116.1	2.9	-
Nov.	131.6	133.6	-2.0	6.9	122.0	100.7	-97.0	8.9	17.7	108.5	-2.6	-
Dec.	-230.1	-302.9	72.9	-119.0	-52.8	167.0	-151.3	-30.5	-249.3	-98.8	1.7	-
2021 Jan.	304.0	294.4	9.6	50.9	37.6	107.2	78.8	5.1	141.7	178.1	-0.9	-
Feb.	112.0	67.0	45.0	13.6	7.0	81.4	-16.0	4.7	13.8	76.0	-1.6	-
Mar.	53.0	10.7	42.3	-24.8	-14.2	94.4	44.8	3.0	-19.1	-19.9	-0.5	-
12-month cumulated transactions												
2021 Mar.	783.9	438.4	345.5	13.2	211.8	1,102.3	123.1	2.8	-339.8	103.5	5.6	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2021 Mar.	6.9	3.9	3.0	0.1	1.9	9.7	1.1	0.0	-3.0	0.9	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

### 3 Economic activity

#### 3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	GDP											
		Domestic demand										External balance <sup>1)</sup>	
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Current prices (EUR billions)													
2018	11,588.1	11,120.1	6,222.8	2,369.1	2,431.4	1,178.1	746.0	500.6	96.8	468.0	5,575.9	5,107.9	
2019	11,937.3	11,489.6	6,376.5	2,454.4	2,622.9	1,258.2	771.0	586.9	35.8	447.7	5,759.1	5,311.3	
2020	11,328.8	10,878.8	5,900.0	2,560.0	2,439.3	1,210.5	679.8	541.9	-20.6	450.0	5,159.9	4,709.9	
2020 Q2	2,603.4	2,522.1	1,344.6	631.2	541.5	273.0	142.2	124.6	4.7	81.3	1,109.4	1,028.2	
Q3	2,897.9	2,760.8	1,527.4	645.3	614.4	308.4	179.4	124.8	-26.3	137.2	1,297.5	1,160.4	
Q4	2,906.1	2,766.8	1,487.4	656.1	630.6	314.8	181.8	132.2	-7.4	139.4	1,358.6	1,219.2	
2021 Q1	2,916.4	2,779.5	1,469.6	661.5	638.6	322.6	184.3	130.0	9.8	136.9	1,396.9	1,260.1	
as a percentage of GDP													
2020	100.0	96.0	52.1	22.6	21.5	10.7	6.0	4.8	-0.2	4.0	-	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)													
quarter-on-quarter percentage changes													
2020 Q2	-11.5	-11.2	-12.7	-2.6	-16.1	-12.4	-18.7	-20.6	-	-	-18.6	-18.5	
Q3	12.6	10.4	14.2	5.3	13.7	13.2	26.0	0.8	-	-	16.8	11.9	
Q4	-0.6	-0.5	-2.9	0.4	2.5	1.7	1.5	5.8	-	-	3.8	4.5	
2021 Q1	-0.3	-0.5	-2.3	0.0	0.2	0.9	1.2	-2.6	-	-	1.0	0.9	
annual percentage changes													
2018	1.9	1.9	1.5	1.2	3.2	3.8	3.7	1.2	-	-	3.6	3.7	
2019	1.3	1.9	1.3	1.8	5.7	3.5	2.1	16.4	-	-	2.5	3.9	
2020	-6.5	-6.3	-7.9	1.4	-8.2	-5.4	-12.7	-8.3	-	-	-9.3	-9.0	
2020 Q2	-14.6	-14.1	-16.2	-1.6	-20.9	-14.5	-27.3	-25.6	-	-	-21.4	-20.6	
Q3	-4.1	-4.0	-4.6	3.0	-4.7	-4.0	-8.2	-1.6	-	-	-8.7	-9.1	
Q4	-4.7	-5.7	-7.4	3.0	-7.9	-1.6	-5.9	-21.8	-	-	-5.1	-7.1	
2021 Q1	-1.3	-2.9	-5.4	3.0	-2.0	1.7	5.3	-17.5	-	-	-0.3	-3.8	
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points													
2020 Q2	-11.5	-10.9	-6.7	-0.6	-3.6	-1.3	-1.1	-1.1	-0.1	-0.6	-	-	-
Q3	12.6	10.2	7.4	1.3	2.9	1.4	1.4	0.0	-1.4	2.4	-	-	-
Q4	-0.6	-0.5	-1.6	0.1	0.5	0.2	0.1	0.3	0.4	-0.1	-	-	-
2021 Q1	-0.3	-0.4	-1.2	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.7	0.1	-	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points													
2018	1.9	1.8	0.8	0.2	0.6	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-	-
2019	1.3	1.8	0.7	0.4	1.2	0.4	0.1	0.7	-0.5	-0.5	-	-	-
2020	-6.5	-6.0	-4.2	0.3	-1.8	-0.6	-0.8	-0.4	-0.3	-0.5	-	-	-
2020 Q2	-14.6	-13.6	-8.6	-0.3	-4.7	-1.5	-1.8	-1.4	0.0	-1.0	-	-	-
Q3	-4.1	-3.9	-2.4	0.6	-1.0	-0.4	-0.5	-0.1	-1.0	-0.2	-	-	-
Q4	-4.7	-5.5	-4.0	0.6	-1.8	-0.2	-0.4	-1.2	-0.3	0.7	-	-	-
2021 Q1	-1.3	-2.8	-2.8	0.6	-0.4	0.2	0.3	-0.9	-0.2	1.5	-	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 3 Economic activity

### 3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	10,384.0	174.5	2,052.2	528.1	1,963.9	500.5	477.0	1,167.2	1,207.0	1,957.5	356.2	1,204.0
2019	10,695.5	178.8	2,064.2	569.7	2,028.4	530.7	481.8	1,204.7	1,252.5	2,020.0	364.8	1,241.9
2020	10,197.6	177.6	1,931.6	561.5	1,784.1	535.9	473.5	1,215.0	1,158.9	2,046.2	313.2	1,131.2
2020 Q2	2,344.8	45.5	427.3	125.8	380.6	127.5	115.1	295.6	262.5	495.0	70.0	258.6
Q3	2,605.7	44.3	494.8	144.0	470.2	137.2	118.5	305.9	292.0	517.7	81.1	292.2
Q4	2,615.2	43.9	512.7	148.5	453.8	136.8	118.2	307.4	298.5	520.6	74.8	290.9
2021 Q1	2,630.5	43.6	523.3	148.0	447.1	139.6	122.9	309.3	299.4	522.9	74.4	285.9
as a percentage of value added												
2020	100.0	1.7	18.9	5.5	17.5	5.3	4.6	11.9	11.4	20.1	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2020 Q2	-11.7	0.3	-15.0	-12.4	-20.8	-3.9	-2.7	-2.4	-14.9	-6.3	-24.2	-9.5
Q3	12.4	0.3	16.5	13.9	22.9	7.5	3.8	3.0	11.6	9.2	23.1	14.2
Q4	-0.5	0.2	2.9	2.2	-3.8	-0.7	-0.5	0.0	1.5	-1.3	-11.6	-1.6
2021 Q1	0.0	-0.8	1.3	-1.1	-1.6	2.1	0.8	0.0	0.2	0.0	-0.9	-3.6
annual percentage changes												
2018	1.9	-0.2	1.6	2.4	1.8	6.4	0.9	1.3	3.7	1.0	0.9	1.6
2019	1.3	1.0	-0.9	3.0	2.0	4.7	1.3	1.5	1.7	1.0	1.3	1.6
2020	-6.4	-0.5	-7.6	-5.2	-12.9	0.3	-1.2	-0.8	-8.8	-2.4	-17.9	-7.5
2020 Q2	-14.6	-0.4	-19.1	-14.8	-25.6	-4.7	-3.7	-2.6	-17.6	-7.8	-29.3	-15.1
Q3	-4.1	0.0	-5.6	-3.5	-8.7	2.3	-0.3	-0.1	-8.2	0.5	-12.8	-3.7
Q4	-4.7	-0.9	-2.3	-1.3	-12.2	0.9	-0.6	-0.8	-6.9	-1.1	-23.1	-5.1
2021 Q1	-1.2	-0.1	3.2	0.8	-7.9	4.7	1.4	0.5	-3.3	1.1	-18.2	-1.8
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2020 Q2	-11.7	0.0	-2.9	-0.7	-3.8	-0.2	-0.1	-0.3	-1.8	-1.2	-0.8	-
Q3	12.4	0.0	3.0	0.7	3.8	0.4	0.2	0.4	1.3	1.9	0.7	-
Q4	-0.5	0.0	0.6	0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.2	-0.4	-
2021 Q1	0.0	0.0	0.2	-0.1	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2018	1.9	0.0	0.3	0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2019	1.3	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-
2020	-6.4	0.0	-1.5	-0.3	-2.4	0.0	-0.1	-0.1	-1.0	-0.4	-0.6	-
2020 Q2	-14.6	0.0	-3.7	-0.8	-4.9	-0.2	-0.2	-0.3	-2.1	-1.5	-1.0	-
Q3	-4.1	0.0	-1.1	-0.2	-1.7	0.1	0.0	0.0	-1.0	0.1	-0.4	-
Q4	-4.7	0.0	-0.4	-0.1	-2.3	0.0	0.0	-0.1	-0.8	-0.2	-0.8	-
2021 Q1	-1.2	0.0	0.6	0.0	-1.4	0.2	0.1	0.1	-0.4	0.2	-0.6	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

### 3 Economic activity

#### 3.3 Employment 1)

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2018	100.0	85.8	14.2	3.1	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.2	6.8
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.5	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
annual percentage changes													
2018	1.6	1.8	0.1	-0.4	1.5	2.7	1.5	3.9	-1.1	2.0	2.8	1.3	0.1
2019	1.2	1.4	0.0	-2.0	0.8	2.0	1.3	3.6	-0.4	1.5	1.3	1.5	0.6
2020	-1.6	-1.5	-2.0	-3.1	-1.9	0.4	-3.6	1.4	-0.7	-0.2	-2.4	0.7	-3.4
2020 Q2	-2.9	-3.0	-2.6	-3.8	-2.2	-0.9	-5.7	0.7	-1.1	-1.5	-4.6	0.1	-5.9
Q3	-2.1	-2.0	-2.3	-2.9	-2.7	0.8	-4.2	1.0	-0.9	0.3	-3.5	0.6	-3.7
Q4	-1.8	-1.8	-1.8	-2.4	-2.3	0.7	-4.6	1.4	-0.7	0.9	-2.1	0.9	-3.8
2021 Q1	-1.9	-1.9	-1.6	-0.4	-2.2	1.3	-5.6	1.9	-0.5	0.2	-1.8	1.2	-5.0
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2018	100.0	81.1	18.9	4.3	15.0	6.8	25.8	3.0	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.8	3.1	2.4	1.0	13.9	21.8	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	14.9	7.0	24.2	3.3	2.5	1.1	13.9	23.2	5.7
annual percentage changes													
2018	1.7	2.1	0.0	0.1	1.4	3.3	1.5	4.1	-0.9	2.7	3.2	1.4	0.5
2019	0.9	1.2	-0.4	-2.6	0.2	1.8	0.9	3.7	-0.2	1.4	1.1	1.3	0.4
2020	-7.7	-7.0	-10.6	-3.5	-7.6	-5.9	-13.5	-1.6	-3.2	-6.5	-7.7	-2.0	-13.4
2020 Q2	-17.0	-15.8	-22.2	-6.7	-16.4	-18.0	-27.3	-6.0	-6.8	-17.0	-17.1	-6.5	-28.0
Q3	-4.8	-4.6	-5.6	-1.9	-5.8	-0.9	-8.8	-1.9	-2.4	-3.2	-6.6	-0.2	-6.5
Q4	-6.2	-5.8	-8.3	-2.4	-5.5	-2.4	-13.2	-0.5	-2.1	-2.5	-5.3	-0.7	-12.5
2021 Q1	-3.2	-3.1	-3.5	1.3	-1.5	4.7	-11.5	1.7	0.6	1.9	-2.2	1.6	-9.8
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2018	0.1	0.3	-0.1	0.6	-0.1	0.6	-0.1	0.2	0.2	0.7	0.4	0.1	0.3
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6	-0.2	-0.4	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
2020	-6.2	-5.6	-8.8	-0.4	-5.8	-6.3	-10.3	-3.0	-2.5	-6.3	-5.4	-2.7	-10.3
2020 Q2	-14.5	-13.2	-20.2	-3.0	-14.5	-17.2	-23.0	-6.7	-5.7	-15.7	-13.1	-6.7	-23.5
Q3	-2.8	-2.6	-3.5	1.1	-3.2	-1.7	-4.8	-2.9	-1.6	-3.5	-3.3	-0.8	-2.9
Q4	-4.5	-4.0	-6.6	0.0	-3.3	-3.0	-9.0	-1.8	-1.4	-3.4	-3.3	-1.6	-9.1
2021 Q1	-1.3	-1.2	-2.0	1.8	0.7	3.3	-6.2	-0.3	1.1	1.7	-0.4	0.4	-5.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Economic activity

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

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>												Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender					
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female			
			1	2		5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2020			100.0		80.9	19.1		51.5		48.5					14
2018	162.443	3.7	13.204	8.1	3.8	10.814	7.3	2.390	16.8	6.805	7.8	6.400	8.5	2.1	
2019	163.198	3.5	12.215	7.5	3.3	9.984	6.7	2.231	15.6	6.266	7.2	5.949	7.9	2.3	
2020	161.377	3.5	12.593	7.8	3.0	10.185	6.9	2.408	17.4	6.487	7.5	6.106	8.1	1.8	
2020 Q2	159.216	3.6	12.056	7.6	2.5	9.744	6.7	2.312	17.3	6.313	7.4	5.743	7.8	1.6	
Q3	161.621	3.6	13.412	8.3	3.1	10.785	7.3	2.627	18.8	6.827	7.9	6.586	8.7	1.7	
Q4	161.911	3.5	12.903	8.0	3.2	10.482	7.1	2.422	17.6	6.676	7.7	6.228	8.3	1.9	
2021 Q1	.	.	13.314	8.2	.	10.925	7.3	2.388	17.3	6.765	7.8	6.549	8.6	2.0	
2020 Nov.	-	-	13.512	8.3	-	11.110	7.4	2.402	17.4	6.823	7.8	6.689	8.8	-	
Dec.	-	-	13.413	8.2	-	11.008	7.4	2.405	17.5	6.789	7.8	6.624	8.7	-	
2021 Jan.	-	-	13.406	8.2	-	11.003	7.4	2.403	17.4	6.810	7.8	6.596	8.7	-	
Feb.	-	-	13.371	8.2	-	10.974	7.3	2.396	17.4	6.796	7.8	6.575	8.7	-	
Mar.	-	-	13.164	8.1	-	10.799	7.2	2.366	17.2	6.689	7.7	6.476	8.5	-	
Apr.	-	-	13.030	8.0	-	10.682	7.2	2.348	17.2	6.685	7.7	6.345	8.4	-	

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. 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 Q1 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage.

Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

### 3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				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	8			9	10	11	12			
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	13		
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0		
	annual percentage changes														
2018	0.8	1.0	0.6	1.2	1.5	-1.4	1.7	2.7	1.6	1.4	2.0	0.7	0.9		
2019	-1.3	-1.3	-2.4	-1.8	1.4	-2.1	2.1	-4.3	2.4	0.9	3.7	0.9	1.8		
2020	-8.6	-9.1	-7.4	-13.2	-4.6	-5.3	-5.7	-10.7	-0.9	3.6	-2.5	-14.4	-25.0		
2020 Q2	-20.1	-21.2	-19.4	-28.2	-13.2	-10.5	-15.3	-26.7	-6.5	2.9	-10.6	-29.1	-50.8		
Q3	-6.8	-7.2	-5.7	-11.8	-2.0	-4.1	-2.2	-7.7	2.4	2.5	3.4	-4.9	-6.9		
Q4	-1.6	-1.7	1.4	-3.3	-2.6	-1.8	-0.9	-1.7	1.4	4.5	1.2	-13.8	-9.2		
2021 Q1	3.1	3.1	4.8	4.6	-0.8	0.8	3.1	6.7	2.1	2.5	2.8	-5.5	3.4		
2020 Nov.	-0.6	-0.4	1.4	-0.1	-2.5	-4.4	-0.7	-1.6	-1.5	2.5	-2.0	-18.4	-14.9		
Dec.	-0.1	-0.2	4.4	-1.3	-3.5	-0.9	-0.1	-0.8	1.3	5.6	0.1	-14.6	-8.0		
2021 Jan.	0.3	0.0	1.6	1.5	-3.3	0.8	-2.4	-1.8	-4.8	6.1	-10.8	-17.0	-18.8		
Feb.	-1.8	-2.2	-0.5	-2.9	-3.5	-1.6	-5.4	1.3	-1.4	2.6	-3.4	-12.0	-20.8		
Mar.	10.9	11.6	13.3	16.1	4.1	3.3	18.3	23.3	13.1	-0.6	26.9	17.7	88.2		
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	69.2	23.9	3.3	42.6	65.5	262.5		
	month-on-month percentage changes (s.a.)														
2020 Nov.	2.2	2.8	1.8	7.5	-1.2	-3.3	2.5	0.8	-5.2	-2.0	-6.9	-11.2	-7.2		
Dec.	-0.1	-0.2	1.4	-1.2	-0.6	1.7	-1.1	0.2	1.9	2.0	1.4	4.4	10.4		
2021 Jan.	0.9	0.8	0.2	1.1	0.2	0.5	0.7	2.0	-5.1	1.0	-9.7	-0.8	-22.5		
Feb.	-1.2	-1.2	-0.9	-2.5	0.1	-1.6	-2.0	1.3	4.2	-0.4	8.6	4.6	-1.1		
Mar.	0.1	0.0	0.6	-1.0	1.6	1.2	2.7	3.6	3.3	1.4	5.5	-1.9	0.2		
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	3.2	-3.1	-2.0	-5.1	0.4	-0.4		

Sources: Eurostat, ECB calculations, ECB experimental statistics (col. 8) and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

### 3 Economic activity

#### 3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	99.3	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2018	111.8	6.7	83.7	-4.8	7.2	1.3	15.2	90.4	54.9	54.7	54.5	54.6
2019	103.6	-5.2	82.0	-6.9	6.7	-0.5	10.8	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.2	-14.4	74.0	-14.3	-7.4	-12.9	-16.5	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2020 Q2	72.0	-27.3	70.2	-18.5	-14.5	-26.4	-39.2	85.6	40.1	34.2	30.3	31.3
Q3	88.5	-13.6	74.2	-14.4	-10.6	-11.3	-18.0	85.9	52.4	56.0	51.1	52.4
Q4	91.4	-8.8	76.9	-15.6	-8.3	-10.9	-15.4	85.7	54.6	56.7	45.0	48.1
2021 Q1	95.3	-2.4	80.0	-13.7	-5.9	-16.6	-14.8	85.8	58.4	58.5	46.9	49.9
2020 Dec.	92.4	-6.8	-	-13.8	-8.0	-13.2	-17.1	-	55.2	56.3	46.4	49.1
2021 Jan.	91.5	-6.1	77.5	-15.5	-7.7	-18.5	-17.7	85.2	54.8	54.6	45.4	47.8
Feb.	93.4	-3.2	-	-14.8	-7.5	-19.1	-17.0	-	57.9	57.6	45.7	48.8
Mar.	100.9	2.1	-	-10.8	-2.3	-12.2	-9.6	-	62.5	63.3	49.6	53.2
Apr.	110.5	10.9	82.5	-8.1	3.0	-3.0	2.2	86.4	62.9	63.2	50.5	53.8
May	114.5	11.5	-	-5.1	4.9	0.4	11.3	-	63.1	62.2	55.2	57.1

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

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

Saving ratio (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit share <sup>3)</sup>	Saving ratio (net)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Finan-	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Annual percentage changes							Percentage of net value added	Percent-	Annual percentage changes			
									age of GDP				
2017	12.3	93.7	1.6	2.3	5.4	4.3	4.2	35.0	7.0	77.0	4.0	9.4	2.6
2018	12.5	93.3	1.8	2.0	6.0	2.7	4.7	35.4	5.8	77.0	2.1	7.1	1.6
2019	12.9	93.8	1.8	2.6	4.8	6.1	3.8	34.5	5.7	76.8	2.3	3.3	1.9
2020 Q1	13.9	93.6	0.6	2.5	-1.5	3.1	4.5	33.6	4.7	77.8	2.3	0.1	2.1
Q2	16.7	94.9	-3.3	3.2	-15.2	4.2	4.5	31.2	4.2	82.5	2.5	-27.5	1.8
Q3	17.9	95.6	1.2	3.6	-3.4	3.9	4.6	30.8	3.7	83.4	2.9	-13.9	1.9
Q4	19.7	96.3	0.6	4.1	0.2	5.3	5.1	30.4	3.4	84.0	3.1	-13.0	1.9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

### 3 Economic activity

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2020 Q2	870.4	841.4	29.0	466.0	412.2	192.5	182.6	185.2	176.5	26.6	70.1	11.2	15.8
Q3	952.1	884.3	67.8	548.2	455.6	192.5	186.4	182.9	179.7	28.5	62.6	11.5	10.4
Q4	1,013.7	922.8	90.9	581.8	478.7	220.1	194.6	182.8	171.8	29.1	77.6	23.5	24.4
2021 Q1	1,035.3	955.7	79.7	596.1	502.1	235.0	201.5	173.3	178.6	30.8	73.5	14.4	11.0
2020 Oct.	334.0	306.0	28.1	191.1	156.5	73.2	65.6	59.9	60.5	9.8	23.4	4.4	5.1
Nov.	339.1	313.7	25.4	194.8	162.1	73.3	64.7	61.1	57.2	9.8	29.7	4.3	6.0
Dec.	340.6	303.2	37.4	195.9	160.1	73.5	64.4	61.7	54.1	9.5	24.6	14.8	13.3
2021 Jan.	346.4	310.4	36.0	196.7	158.9	79.3	65.6	60.6	61.4	9.8	24.5	3.4	3.4
Feb.	343.9	318.1	25.9	197.9	165.4	78.4	66.9	57.5	59.8	10.1	26.0	3.8	3.5
Mar.	345.0	327.2	17.8	201.5	177.7	77.3	69.0	55.3	57.4	10.9	23.1	7.2	4.1
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2021 Mar.	3,871.5	3,604.2	267.3	2,192.1	1,848.6	840.1	765.1	724.2	706.7	115.1	283.8	60.5	61.7
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2021 Mar.	34.2	31.8	2.4	19.4	16.3	7.4	6.8	6.4	6.2	1.0	2.5	0.5	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

#### 3.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup>

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

Exports	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	Consump- tion goods		Intermediate goods	Capital goods	Consump- tion 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)													
2020 Q2	-23.6	-21.6	446.7	217.7	87.6	132.9	370.2	421.2	219.0	77.3	119.0	319.9	26.1
Q3	-8.8	-11.5	531.3	248.4	108.3	164.7	447.9	469.2	242.9	84.6	133.7	359.3	34.1
Q4	-2.8	-6.0	567.7	264.9	113.9	177.9	477.5	491.5	261.1	86.5	134.9	377.7	35.3
2021 Q1	-0.6	0.3	575.0	.	.	.	464.1	510.9	.	.	.	369.6	.
2020 Oct.	-9.0	-11.8	186.2	86.0	37.7	58.9	157.3	160.9	85.7	27.3	44.9	122.1	11.0
Nov.	-1.1	-4.1	189.6	89.1	37.2	59.8	160.1	165.5	87.5	29.6	45.5	127.8	11.2
Dec.	2.5	-1.2	191.9	89.8	39.0	59.2	160.2	165.1	87.8	29.6	44.5	127.9	13.0
2021 Jan.	-9.0	-14.1	191.2	92.0	37.4	57.7	155.1	163.3	89.2	29.2	41.8	118.7	13.9
Feb.	-2.3	-2.5	192.2	91.8	39.1	57.5	161.8	169.1	92.8	30.6	42.8	126.1	15.7
Mar.	9.0	19.1	191.6	.	.	.	147.3	178.6	.	.	.	124.8	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2020 Q2	-23.6	-16.3	81.6	86.4	76.1	78.9	79.3	91.9	89.7	94.5	97.0	91.2	81.9
Q3	-7.2	-7.0	98.4	100.1	95.4	99.3	97.8	101.8	97.1	105.8	110.3	104.1	81.0
Q4	-1.5	-1.2	104.2	105.7	99.4	106.3	103.3	105.3	102.3	107.4	110.9	108.7	84.6
2021 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Sep.	-1.1	-1.0	102.0	104.6	98.8	101.2	101.9	104.5	100.2	107.7	113.1	107.0	81.8
Oct.	-7.6	-6.8	103.1	103.3	99.8	106.4	102.9	104.7	102.1	103.7	111.1	106.3	83.6
Nov.	0.2	0.8	104.6	107.3	97.2	107.1	104.0	106.5	103.6	109.6	112.2	110.3	83.8
Dec.	3.8	3.4	104.8	106.4	101.1	105.3	103.0	104.7	101.3	108.9	109.3	109.4	86.4
2021 Jan.	-8.0	-10.9	103.3	106.8	97.9	101.9	99.1	102.0	100.1	106.8	103.1	101.3	83.9
Feb.	-2.0	-3.1	103.9	107.1	103.3	100.7	103.9	103.7	100.9	112.7	104.2	106.7	85.7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 4 Prices and costs

### 4.1 Harmonised Index of Consumer Prices<sup>1)</sup>

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total				Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>							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
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.1
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2020 Q2	105.5	0.2	0.9	-0.6	1.2	-0.4	0.7	3.3	-0.2	-7.9	0.4	0.2	0.5
Q3	105.1	0.0	0.6	-0.7	0.7	0.0	-0.2	-1.9	0.4	0.9	-0.1	-0.1	0.4
Q4	105.0	-0.3	0.2	-0.9	0.5	0.1	0.1	0.6	-0.6	0.5	0.3	-0.4	0.5
2021 Q1	105.8	1.1	1.2	0.8	1.3	1.3	0.6	-0.3	1.3	6.5	0.6	1.0	1.4
2020 Dec.	105.2	-0.3	0.2	-1.0	0.7	0.1	0.0	-1.6	-0.1	1.6	0.2	-0.4	0.5
2021 Jan.	105.3	0.9	1.4	0.5	1.4	1.1	0.4	0.3	2.0	3.8	0.3	0.8	1.3
Feb.	105.5	0.9	1.1	0.7	1.2	0.0	0.2	0.2	-0.5	0.9	0.0	0.8	1.5
Mar.	106.5	1.3	0.9	1.3	1.3	0.2	0.0	0.2	-0.5	2.6	0.1	1.3	1.4
Apr.	107.1	1.6	0.7	2.1	0.9	0.1	0.1	1.2	-0.2	0.7	0.0	1.5	2.2
May <sup>3)</sup>	107.4	2.0	0.9	.	1.1	0.2	0.2	0.0	0.3	0.7	0.1	.	.
	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							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0	
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2020 Q2	3.4	2.3	6.7	-2.7	0.2	-10.3	1.4	1.3	1.1	0.1	1.2	1.5	
Q3	1.8	1.5	2.8	-2.0	0.4	-8.1	1.3	1.2	-0.4	-0.7	0.6	1.4	
Q4	1.7	1.2	3.5	-2.4	-0.3	-7.8	1.2	1.2	-0.6	-1.5	0.6	1.3	
2021 Q1	1.3	1.2	1.7	0.5	0.9	-0.6	1.3	1.2	1.1	-0.4	1.4	1.5	
2020 Dec.	1.3	1.1	2.1	-2.3	-0.5	-6.9	1.2	1.2	-0.3	-1.4	0.7	1.3	
2021 Jan.	1.5	1.3	2.0	-0.1	1.5	-4.2	1.2	1.1	1.0	-0.3	1.8	1.5	
Feb.	1.3	1.3	1.5	0.3	1.0	-1.7	1.3	1.2	0.8	-0.3	1.2	1.5	
Mar.	1.1	1.0	1.6	1.4	0.3	4.3	1.3	1.2	1.5	-0.7	1.3	1.4	
Apr.	0.6	0.9	-0.3	3.0	0.4	10.4	1.4	1.3	0.5	0.1	0.6	1.4	
May <sup>3)</sup>	0.6	0.8	0.0	.	0.7	13.1	.	.	.	.	.	.	

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) Estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

## 4 Prices and costs

### 4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>								
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy												
		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods															
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non-food													
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9	11	12	13								
2018	104.1	3.3	2.4	1.5	2.7	1.0	0.4	0.1	0.6	8.4	2.5	4.9	4.1								
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.0	4.2	4.5								
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.2	5.3	2.5								
2020 Q2	100.2	-4.5	-3.0	-0.5	-2.7	1.0	1.1	1.5	0.6	-15.5	0.8	5.0	4.8								
Q3	101.4	-2.7	-2.0	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.6	-9.3	0.9	5.2	1.5								
Q4	102.6	-1.7	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.0	-0.5	0.7	-6.7	1.6	5.9	-0.1								
2021 Q1	105.8	2.1	1.3	1.4	2.6	0.9	0.0	-0.7	0.7	3.8	-	-	-								
2020 Nov.	102.4	-2.0	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.1	-0.4	0.7	-7.6	-	-	-								
Dec.	103.3	-1.1	-1.3	0.2	-0.1	0.8	-0.3	-1.0	0.6	-4.8	-	-	-								
2021 Jan.	105.1	0.4	-0.6	0.7	1.1	0.8	-0.4	-1.0	0.7	-0.7	-	-	-								
Feb.	105.6	1.5	1.0	1.2	2.5	0.9	-0.2	-0.9	0.6	2.3	-	-	-								
Mar.	106.8	4.3	3.5	2.3	4.4	1.1	0.5	-0.1	0.9	10.3	-	-	-								
Apr.	107.9	7.6	5.7	3.5	6.9	1.3	1.0	0.8	1.0	20.4	-	-	-								

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand			Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>		Use-weighted <sup>2)</sup>		Total	Food	Non-food	Total	
			Total	Private consumption	Government consumption			Total	Food	Non-food						
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total											100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6
2018	103.4	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9	1.5	2.2	60.4	-0.9	-6.4	4.3	-0.6	-6.2	5.7	
2019	105.2	1.7	1.4	1.1	1.8	2.1	0.7	0.1	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.3	-2.3	
2020	106.8	1.5	1.1	0.5	2.9	1.2	-1.3	-2.6	37.0	1.5	3.4	-0.3	-0.9	-0.2	-1.8	
2020 Q2	107.5	2.4	1.5	0.8	5.1	1.2	-2.0	-4.3	28.5	-2.4	3.9	-8.1	-4.4	0.0	-9.2	
Q3	106.3	0.8	0.6	0.0	1.6	0.6	-2.0	-2.9	36.5	1.9	1.5	2.4	-0.7	-2.2	1.0	
Q4	107.2	1.3	1.0	0.0	2.5	1.3	-1.3	-2.2	37.4	4.1	0.1	7.9	-0.5	-6.0	6.2	
2021 Q1	108.0	1.5	1.6	1.0	2.3	0.8	0.9	0.9	50.4	18.3	9.1	27.3	14.0	5.2	24.6	
2020 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.0	6.3	-1.5	14.0	1.0	-8.0	12.0	
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	44.8	10.5	3.7	17.0	5.8	-1.9	14.8	
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.2	16.7	7.8	25.5	12.7	4.0	22.9	
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.8	28.3	16.2	40.4	24.4	13.9	36.9	
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.1	35.4	17.4	54.0	33.8	19.4	51.4	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	56.0	41.2	20.8	61.9	37.2	19.3	59.5	

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

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

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

## 4 Prices and costs

### 4.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.6	-	-4.5	32.3	56.7	56.3	-	49.7
2018	11.5	7.5	9.6	12.6	20.6	65.4	57.9	56.1	52.7
2019	4.2	7.3	9.1	7.5	18.2	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-1.3	1.6	-0.8	-5.8	10.9	49.0	52.1	48.7	47.2
2020 Q2	-6.9	-3.6	-7.4	-11.6	11.0	44.2	48.1	46.1	43.3
Q3	-1.7	0.9	-0.6	-7.8	12.4	49.4	52.9	49.3	47.7
Q4	1.6	2.6	-2.7	-7.8	7.0	56.7	52.6	51.6	48.3
2021 Q1	10.7	5.0	-1.8	-3.8	8.1	74.0	54.0	56.5	48.6
2020 Dec.	4.1	3.3	-2.0	-8.3	4.7	61.4	53.1	52.6	48.4
2021 Jan.	4.8	2.8	-3.1	-6.0	5.3	68.3	53.2	52.2	47.3
Feb.	9.8	3.9	-3.2	-5.6	7.2	73.9	53.2	56.5	48.1
Mar.	17.5	8.2	1.0	0.3	11.8	79.7	55.6	60.9	50.5
Apr.	24.2	14.1	5.2	8.4	17.2	82.2	57.6	64.3	50.9
May	29.9	17.6	9.4	16.7	19.2	87.1	59.6	69.1	52.6

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

### 4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2018	104.3	2.4	2.3	2.7	2.6	2.1	2.0
2019	106.7	2.4	2.6	1.8	2.3	2.7	2.2
2020	110.1	3.1	3.7	1.4	2.8	3.8	1.8
2020 Q2	115.5	4.1	4.9	1.2	4.0	4.1	1.7
Q3	104.9	1.5	2.2	-0.3	1.3	2.2	1.7
Q4	116.6	3.1	3.5	1.6	2.6	4.1	2.0
2021 Q1							1.4

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

## 4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity										
			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	Arts, enter- tainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs													
2018	103.4	1.9	1.0	1.8	2.2	1.9	-0.1	0.3	4.4	1.9	2.4	2.4	
2019	105.3	1.9	-1.1	3.3	1.0	1.4	0.7	0.5	2.4	1.1	2.6	1.9	
2020	110.2	4.6	-2.3	3.5	4.1	5.9	1.4	0.4	0.5	6.4	5.8	15.6	
2020 Q2	113.8	8.4	-3.9	11.4	7.1	11.3	3.6	2.0	-4.5	9.4	10.4	21.4	
Q3	108.6	2.9	-2.0	1.4	5.5	3.8	-1.0	-0.8	2.5	6.2	2.7	12.3	
Q4	110.1	4.0	-1.0	-0.3	3.4	4.7	1.8	0.9	2.8	6.4	5.8	25.4	
2021 Q1	110.4	1.3	1.5	-3.3	4.0	1.2	-1.1	0.6	3.0	3.7	2.3	18.1	
Compensation per employee													
2018	105.3	2.2	1.2	1.9	1.9	2.1	2.3	2.4	3.7	2.8	2.1	3.2	
2019	107.3	1.9	1.8	1.6	2.0	2.1	1.8	2.2	2.4	1.4	2.1	2.6	
2020	106.7	-0.6	0.5	-2.5	-1.8	-4.4	0.3	0.0	-0.1	-0.6	2.6	-1.7	
2020 Q2	102.0	-4.7	-0.4	-7.8	-8.0	-12.2	-1.9	-0.6	-5.6	-5.6	1.7	-8.9	
Q3	108.6	0.7	0.9	-1.7	1.0	-1.1	0.2	-0.2	2.1	1.0	2.7	1.6	
Q4	109.0	1.0	0.5	-0.2	1.4	-3.6	1.3	1.0	1.0	1.2	3.7	0.2	
2021 Q1	109.2	1.9	1.9	2.0	3.4	-1.3	1.6	2.5	3.3	2.1	2.2	1.7	
Labour productivity per person employed													
2018	101.8	0.3	0.2	0.2	-0.3	0.3	2.4	2.1	-0.7	0.9	-0.3	0.8	
2019	101.9	0.1	3.0	-1.7	0.9	0.7	1.0	1.7	0.0	0.3	-0.5	0.7	
2020	96.8	-5.0	2.8	-5.8	-5.6	-9.7	-1.1	-0.5	-0.6	-6.5	-3.1	-15.0	
2020 Q2	89.7	-12.0	3.6	-17.2	-14.1	-21.1	-5.4	-2.6	-1.1	-13.7	-7.9	-24.9	
Q3	100.0	-2.1	3.0	-3.0	-4.3	-4.7	1.3	0.5	-0.4	-4.9	-0.1	-9.5	
Q4	99.0	-3.0	1.6	0.1	-1.9	-7.9	-0.5	0.0	-1.7	-4.9	-2.0	-20.1	
2021 Q1	98.9	0.6	0.4	5.5	-0.5	-2.4	2.7	1.9	0.3	-1.6	-0.1	-13.9	
Compensation per hour worked													
2018	105.0	1.9	0.8	2.0	0.9	1.9	2.0	2.3	2.8	2.1	2.0	2.8	
2019	107.2	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3	1.7	1.8	2.8	1.6	2.3	2.9	
2020	112.9	5.3	2.6	3.0	3.8	6.1	3.0	2.1	5.1	4.6	5.0	7.4	
2020 Q2	117.3	9.9	4.1	6.9	8.9	12.8	4.4	4.7	6.5	7.3	7.8	13.7	
Q3	111.4	3.5	0.9	1.4	2.2	4.2	3.3	1.0	5.0	4.4	3.1	4.0	
Q4	113.5	5.2	2.2	2.9	3.5	5.6	2.6	2.2	5.2	4.2	5.2	7.7	
2021 Q1	114.4	3.2	0.2	1.0	-0.4	5.7	2.0	1.4	3.8	2.9	1.7	4.3	
Hourly labour productivity													
2018	102.0	0.2	-0.4	0.3	-0.9	0.3	2.2	1.9	-1.4	0.5	-0.4	0.4	
2019	102.4	0.4	3.7	-1.1	1.1	1.1	0.9	1.5	0.1	0.5	-0.3	0.9	
2020	103.7	1.3	3.1	0.0	0.7	0.7	2.0	2.1	6.1	-1.2	-0.3	-5.2	
2020 Q2	105.3	2.9	6.7	-3.2	3.8	2.4	1.4	3.3	17.3	-0.6	-1.4	-1.9	
Q3	103.3	0.7	1.9	0.2	-2.6	0.1	4.4	2.1	3.1	-1.7	0.8	-6.8	
Q4	104.3	1.6	1.5	3.4	1.1	1.2	1.4	1.5	1.8	-1.6	-0.4	-12.1	
2021 Q1	104.8	2.0	-1.4	4.7	-3.7	4.1	3.0	0.7	-1.4	-1.2	-0.5	-9.3	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 5 Money and credit

### 5.1 Monetary aggregates 1)

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	8	9	10
	Currency in circulation	Overnight deposits	1	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	6						
Outstanding amounts												
2018	1,164.2	7,114.7	8,278.9	1,128.3	2,298.9	3,427.2	11,706.1	74.4	521.8	82.0	678.2	12,384.3
2019	1,221.5	7,726.9	8,948.4	1,073.1	2,362.4	3,435.5	12,383.9	78.7	529.1	19.4	627.1	13,011.0
2020	1,359.2	8,898.3	10,257.4	1,039.9	2,447.2	3,487.2	13,744.6	100.6	647.0	32.5	780.2	14,524.7
2020 Q2	1,302.8	8,425.2	9,728.0	1,075.3	2,400.8	3,476.1	13,204.1	95.2	579.7	20.1	695.1	13,899.2
Q3	1,330.6	8,617.0	9,947.6	1,076.9	2,423.3	3,500.3	13,447.9	100.3	610.3	7.1	717.7	14,165.5
Q4	1,359.2	8,898.3	10,257.4	1,039.9	2,447.2	3,487.2	13,744.6	100.6	647.0	32.5	780.2	14,524.7
2021 Q1	1,391.8	9,144.6	10,536.4	985.1	2,483.7	3,468.8	14,005.2	109.8	612.4	16.8	738.9	14,744.1
2020 Nov.	1,351.2	8,781.6	10,132.7	1,029.5	2,446.3	3,475.8	13,608.5	101.2	611.9	19.7	732.8	14,341.4
Dec.	1,359.2	8,898.3	10,257.4	1,039.9	2,447.2	3,487.2	13,744.6	100.6	647.0	32.5	780.2	14,524.7
2021 Jan.	1,380.4	8,995.2	10,375.6	1,004.0	2,456.8	3,460.7	13,836.3	111.3	630.0	29.1	770.5	14,606.8
Feb.	1,390.5	9,068.2	10,458.7	984.3	2,472.3	3,456.6	13,915.3	108.8	608.8	34.2	751.8	14,667.1
Mar.	1,391.8	9,144.6	10,536.4	985.1	2,483.7	3,468.8	14,005.2	109.8	612.4	16.8	738.9	14,744.1
Apr. <sup>(p)</sup>	1,402.4	9,180.0	10,582.4	965.5	2,485.8	3,451.3	14,033.7	109.3	605.0	26.8	741.1	14,774.8
Transactions												
2018	50.6	468.0	518.6	-73.2	44.8	-28.5	490.1	-0.9	12.6	-0.9	10.8	500.9
2019	57.3	605.8	663.2	-59.7	61.5	1.8	664.9	4.1	-2.1	-56.6	-54.6	610.3
2020	137.6	1,255.7	1,393.3	-27.2	85.7	58.5	1,451.8	19.2	124.0	13.0	156.3	1,608.1
2020 Q2	37.5	343.0	380.5	2.1	32.6	34.8	415.3	-14.1	43.7	-28.8	0.8	416.0
Q3	27.7	269.0	296.8	5.6	22.9	28.5	325.3	5.9	29.9	-11.7	24.2	349.5
Q4	28.6	295.9	324.5	-34.9	24.0	-10.9	313.6	-3.5	41.3	26.7	64.6	378.2
2021 Q1	32.6	233.9	266.5	-58.4	38.0	-20.4	246.1	8.0	-34.6	-14.2	-40.8	205.3
2020 Nov.	13.0	108.1	121.1	-29.3	14.5	-14.7	106.4	0.8	0.6	1.5	2.9	109.4
Dec.	8.0	122.4	130.4	12.1	1.0	13.1	143.5	-0.3	39.6	13.3	52.6	196.1
2021 Jan.	21.2	94.0	115.2	-36.8	11.2	-25.6	89.5	10.4	-17.0	-3.0	-9.6	80.0
Feb.	10.2	72.3	82.4	-19.8	15.5	-4.3	78.1	-2.7	-21.2	5.6	-18.3	59.8
Mar.	1.2	67.7	68.9	-1.7	11.2	9.5	78.5	0.3	3.6	-16.8	-12.9	65.6
Apr. <sup>(p)</sup>	10.6	44.6	55.2	-17.2	2.2	-15.0	40.2	0.3	-7.4	10.0	2.9	43.1
Growth rates												
2018	4.5	7.0	6.7	-6.1	2.0	-0.8	4.4	-1.3	2.5	-1.6	1.6	4.2
2019	4.9	8.5	8.0	-5.3	2.7	0.1	5.7	5.4	-0.4	-71.4	-8.0	4.9
2020	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	70.9	24.9	12.4
2020 Q2	9.7	13.2	12.7	-3.3	2.6	0.7	9.3	28.2	11.0	-45.8	9.4	9.3
Q3	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-66.7	12.7	10.4
Q4	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	70.9	24.9	12.4
2021 Q1	10.0	14.2	13.6	-8.0	5.0	0.9	10.2	-3.6	14.9	-60.7	7.0	10.0
2020 Nov.	11.1	15.1	14.5	-4.4	3.8	1.2	10.8	31.9	14.7	-15.9	15.5	11.0
Dec.	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	70.9	24.9	12.4
2021 Jan.	12.2	17.1	16.5	-5.4	4.0	1.1	12.2	40.1	16.3	3.4	18.4	12.5
Feb.	12.4	17.1	16.4	-7.2	4.6	1.0	12.2	24.6	11.7	30.3	14.0	12.3
Mar.	10.0	14.2	13.6	-8.0	5.0	0.9	10.2	-3.6	14.9	-60.7	7.0	10.0
Apr. <sup>(p)</sup>	9.8	12.7	12.3	-9.2	4.6	0.3	9.1	13.5	11.0	-6.9	10.6	9.2

Source: ECB.

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

## 5 Money and credit

### 5.2 Deposits in M3<sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>2)</sup>	Insurance corporations and pension funds	Other general government <sup>4)</sup>
	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													
2018	2,334.0	1,901.2	277.3	147.9	7.6	6,645.3	4,035.6	517.8	2,090.6	1.3	996.1	204.8	436.2
2019	2,482.3	2,068.7	256.9	150.2	6.5	7,041.2	4,397.1	492.3	2,151.0	0.8	1,032.6	217.1	468.0
2020	2,985.2	2,528.6	310.3	143.1	3.3	7,647.6	4,954.6	437.5	2,254.7	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2020 Q2	2,869.9	2,396.8	318.7	148.3	6.2	7,349.4	4,683.7	462.8	2,202.0	0.9	1,084.7	226.5	466.0
Q3	2,958.3	2,481.3	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.2	240.4	469.6
Q4	2,985.2	2,528.6	310.3	143.1	3.3	7,647.6	4,954.6	437.5	2,254.7	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2021 Q1	3,070.8	2,618.1	301.0	143.8	7.8	7,825.2	5,109.3	422.2	2,292.9	0.8	1,126.2	209.1	491.9
2020 Nov.	2,966.7	2,502.1	312.7	146.4	5.5	7,595.0	4,903.6	441.0	2,249.2	1.1	1,074.5	238.9	483.5
Dec.	2,985.2	2,528.6	310.3	143.1	3.3	7,647.6	4,954.6	437.5	2,254.7	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2021 Jan.	3,007.8	2,557.2	301.8	142.2	6.6	7,707.2	5,009.0	431.1	2,266.2	0.8	1,114.8	229.5	508.0
Feb.	3,028.1	2,587.0	292.3	143.2	5.7	7,761.3	5,052.0	426.5	2,281.8	1.0	1,120.0	226.9	497.2
Mar.	3,070.8	2,618.1	301.0	143.8	7.8	7,825.2	5,109.3	422.2	2,292.9	0.8	1,126.2	209.1	491.9
Apr. <sup>(p)</sup>	3,050.6	2,605.3	294.9	142.9	7.4	7,843.0	5,128.8	417.6	2,295.6	0.9	1,127.2	225.1	494.7
Transactions													
2018	94.6	106.8	-9.7	-1.0	-1.4	326.6	325.4	-45.0	45.6	0.5	1.7	-3.6	19.2
2019	149.6	167.1	-18.9	1.7	-0.4	394.5	360.2	-26.2	61.0	-0.5	26.9	11.0	29.7
2020	513.9	468.0	55.8	-6.9	-3.0	611.6	561.1	-53.8	104.4	-0.1	144.6	22.1	41.0
2020 Q2	261.2	206.7	55.4	0.4	-1.3	177.6	149.0	-9.1	37.4	0.3	-71.4	2.7	-6.5
Q3	94.7	88.6	6.5	-1.3	0.9	144.3	134.8	-15.6	25.0	0.1	46.1	14.6	3.9
Q4	32.1	51.8	-12.5	-3.7	-3.5	158.4	139.2	-8.5	27.9	-0.2	53.9	-2.0	39.2
2021 Q1	80.7	84.8	-9.2	0.7	4.4	176.2	152.4	-16.0	39.7	0.0	10.8	-29.3	-16.7
2020 Nov.	1.1	16.3	-15.1	-0.5	0.5	61.2	47.4	-2.1	15.8	0.1	25.5	2.2	4.2
Dec.	21.8	28.8	-1.5	-3.3	-2.2	53.6	51.7	-3.2	5.5	-0.3	35.4	-0.8	25.2
2021 Jan.	22.0	27.3	-7.6	-1.0	3.3	60.3	53.5	-6.5	13.3	0.1	5.7	-8.6	-0.7
Feb.	20.1	29.6	-9.5	1.0	-1.0	53.5	42.7	-4.7	15.4	0.2	4.8	-2.6	-10.6
Mar.	38.5	27.9	8.0	0.6	2.1	62.3	56.2	-4.7	11.0	-0.2	0.3	-18.1	-5.4
Apr. <sup>(p)</sup>	-15.7	-9.2	-5.3	-0.8	-0.3	19.3	20.5	-4.2	2.8	0.1	6.9	16.5	3.0
Growth rates													
2018	4.2	5.9	-3.4	-0.7	-16.2	5.2	8.8	-8.0	2.2	66.7	0.2	-1.7	4.6
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.8	5.9	8.9	-5.1	2.9	-36.8	2.7	5.3	6.8
2020	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2020 Q2	19.2	20.7	21.1	-1.8	-13.8	7.4	11.3	-9.4	3.6	-48.0	5.0	3.7	0.6
Q3	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Q4	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2021 Q1	18.0	19.7	15.1	-2.7	9.4	9.2	12.7	-10.4	6.0	39.5	4.0	-6.4	4.2
2020 Nov.	20.3	21.5	24.6	-3.1	2.4	8.3	12.2	-11.1	4.9	-32.9	11.0	6.7	3.2
Dec.	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2021 Jan.	21.8	24.1	18.8	-5.3	65.1	9.2	13.3	-11.3	5.3	-6.3	15.6	5.3	8.4
Feb.	21.2	23.8	15.7	-4.4	9.1	9.5	13.4	-11.4	5.9	15.4	14.6	4.9	4.6
Mar.	18.0	19.7	15.1	-2.7	9.4	9.2	12.7	-10.4	6.0	39.5	4.0	-6.4	4.2
Apr. <sup>(p)</sup>	12.8	14.8	4.8	-2.8	26.2	8.3	11.5	-10.4	5.4	5.5	8.7	-0.8	6.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Money and credit

### 5.3 Credit to euro area residents<sup>1)</sup>

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares							
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds										
					Total		Adjusted loans <sup>2)</sup>	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>												
					5	6															
Outstanding amounts																					
2018	4,684.1	1,008.4	3,664.3	13,416.5	11,123.0	11,483.4	4,404.9	5,741.9	849.8	126.4	1,519.9	773.6									
2019	4,660.7	986.8	3,662.2	13,865.5	11,452.4	11,839.6	4,475.8	5,931.1	893.5	152.0	1,562.5	850.6									
2020	5,925.4	996.1	4,917.3	14,343.4	11,927.3	12,301.1	4,723.6	6,119.9	916.1	167.7	1,549.9	866.2									
2020 Q2	5,279.2	1,005.9	4,261.6	14,245.0	11,781.8	12,163.6	4,718.5	5,995.4	912.6	155.2	1,646.7	816.6									
Q3	5,737.2	1,003.1	4,722.3	14,200.5	11,868.4	12,226.5	4,731.8	6,066.0	912.6	157.9	1,517.9	814.2									
Q4	5,925.4	996.1	4,917.3	14,343.4	11,927.3	12,301.1	4,723.6	6,119.9	916.1	167.7	1,549.9	866.2									
2021 Q1	6,092.3	993.8	5,096.8	14,463.8	12,061.8	12,421.9	4,784.0	6,173.5	949.1	155.2	1,521.2	880.8									
2020 Nov.	5,850.2	1,006.4	4,831.6	14,288.6	11,926.9	12,285.8	4,736.0	6,106.6	927.5	156.7	1,541.0	820.7									
Dec.	5,925.4	996.1	4,917.3	14,343.4	11,927.3	12,301.1	4,723.6	6,119.9	916.1	167.7	1,549.9	866.2									
2021 Jan.	5,950.3	989.0	4,959.7	14,358.4	11,945.9	12,311.0	4,721.2	6,136.3	939.9	148.6	1,548.4	864.1									
Feb.	5,986.6	993.7	4,991.3	14,392.1	11,971.2	12,334.9	4,729.5	6,153.5	941.6	146.5	1,549.4	871.5									
Mar.	6,092.3	993.8	5,096.8	14,463.8	12,061.8	12,421.9	4,784.0	6,173.5	949.1	155.2	1,521.2	880.8									
Apr. <sup>(p)</sup>	6,099.8	1,002.2	5,095.4	14,418.4	12,039.6	12,395.5	4,751.8	6,191.2	942.7	153.9	1,505.0	873.8									
Transactions																					
2018	91.5	-28.2	119.7	375.0	307.5	382.6	124.1	166.1	-0.3	17.7	88.5	-21.1									
2019	-87.2	-23.3	-64.3	452.1	378.3	425.4	115.6	200.4	41.2	21.1	30.5	43.4									
2020	1,050.4	13.3	1,037.0	735.7	540.2	561.2	288.9	209.2	26.3	15.8	167.1	28.4									
2020 Q2	465.6	-1.9	467.4	185.0	97.6	104.8	120.7	35.8	-53.3	-5.6	76.3	11.2									
Q3	262.5	-2.8	265.2	150.8	105.1	86.8	29.0	72.1	1.1	2.9	40.7	5.0									
Q4	177.0	-1.9	178.7	157.3	84.1	120.4	3.5	60.8	10.1	9.7	29.9	43.3									
2021 Q1	162.2	-1.7	174.4	153.2	134.2	116.1	60.7	56.6	29.5	-12.6	10.9	8.1									
2020 Nov.	42.8	2.9	39.6	47.5	34.8	40.3	2.1	15.2	19.6	-2.1	6.7	6.1									
Dec.	79.3	-5.8	85.3	73.1	16.9	43.1	-6.2	19.0	-6.9	11.0	11.4	44.7									
2021 Jan.	34.3	-7.4	52.1	17.3	19.5	11.7	-1.8	17.2	23.3	-19.2	-0.9	-1.3									
Feb.	60.9	5.1	55.8	33.1	27.8	27.8	9.8	18.9	1.1	-2.0	0.2	5.2									
Mar.	67.1	0.6	66.5	102.7	86.9	76.6	52.6	20.6	5.2	8.6	11.6	4.2									
Apr. <sup>(p)</sup>	26.7	8.1	17.9	-22.0	-1.5	-9.5	-23.8	27.3	-3.9	-1.2	-13.2	-7.3									
Growth rates																					
2018	2.0	-2.7	3.4	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.3	6.1	-2.6									
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.1	2.0	5.5									
2020	22.3	1.3	27.9	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.2	3.4									
2020 Q2	13.5	0.4	17.2	4.8	4.7	4.9	6.5	3.2	3.9	17.1	7.2	0.7									
Q3	19.0	0.1	24.2	4.9	4.7	4.7	6.5	3.5	2.7	8.2	9.0	0.1									
Q4	22.3	1.3	27.9	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.2	3.4									
2021 Q1	21.9	-0.8	28.1	4.6	3.6	3.6	4.7	3.8	-1.3	-3.5	10.5	8.4									
2020 Nov.	21.3	0.4	27.1	5.0	4.8	4.8	6.3	3.6	4.3	7.3	10.1	-1.4									
Dec.	22.3	1.3	27.9	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.2	3.4									
2021 Jan.	23.0	0.0	29.5	5.1	4.4	4.5	6.2	3.3	3.7	-2.6	11.7	3.1									
Feb.	24.0	0.5	30.6	5.0	4.4	4.5	6.3	3.3	3.6	-2.5	10.4	3.8									
Mar.	21.9	-0.8	28.1	4.6	3.6	3.6	4.7	3.8	-1.3	-3.5	10.5	8.4									
Apr. <sup>(p)</sup>	18.0	-0.6	23.0	4.0	3.3	3.2	2.6	4.3	0.6	-1.2	6.9	9.0									

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Money and credit

### 5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households<sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>				Households <sup>3)</sup>					
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Outstanding amounts										
2018	4,404.9	4,489.0	991.4	844.2	2,569.4	5,741.9	6,024.9	682.6	4,356.4	702.9
2019	4,475.8	4,577.9	967.4	878.0	2,630.4	5,931.1	6,224.0	720.1	4,524.6	686.4
2020	4,723.6	4,841.3	898.9	1,012.0	2,812.7	6,119.9	6,390.1	700.2	4,725.1	694.6
2020 Q2	4,718.5	4,829.9	957.8	993.4	2,767.3	5,995.4	6,276.5	701.0	4,603.9	690.6
Q3	4,731.8	4,845.5	930.0	1,014.7	2,787.2	6,066.0	6,334.0	702.4	4,667.6	696.0
Q4	4,723.6	4,841.3	898.9	1,012.0	2,812.7	6,119.9	6,390.1	700.2	4,725.1	694.6
2021 Q1	4,784.0	4,902.0	895.8	1,017.7	2,870.5	6,173.5	6,435.8	694.8	4,785.0	693.7
2020 Nov.	4,736.0	4,842.4	911.8	1,004.9	2,819.4	6,106.6	6,376.2	701.7	4,708.6	696.3
Dec.	4,723.6	4,841.3	898.9	1,012.0	2,812.7	6,119.9	6,390.1	700.2	4,725.1	694.6
2021 Jan.	4,721.2	4,837.0	888.9	1,006.0	2,826.3	6,136.3	6,403.5	697.2	4,745.6	693.6
Feb.	4,729.5	4,846.3	890.4	1,005.0	2,834.1	6,153.5	6,421.5	698.2	4,761.7	693.7
Mar.	4,784.0	4,902.0	895.8	1,017.7	2,870.5	6,173.5	6,435.8	694.8	4,785.0	693.7
Apr. <sup>(p)</sup>	4,751.8	4,870.8	869.1	996.4	2,886.3	6,191.2	6,451.4	689.9	4,808.6	692.7
Transactions										
2018	124.1	176.3	18.0	32.8	73.3	166.1	188.4	41.2	134.2	-9.3
2019	115.6	143.9	-13.2	43.6	85.3	200.4	217.2	41.0	168.6	-9.2
2020	288.9	325.3	-53.9	138.9	203.9	209.2	195.0	-11.8	210.9	10.2
2020 Q2	120.7	131.0	-39.1	80.4	79.4	35.8	29.1	-12.2	39.2	8.8
Q3	29.0	33.9	-22.5	15.9	35.6	72.1	59.7	5.8	65.0	1.3
Q4	3.5	22.5	-25.4	-1.4	30.4	60.8	68.0	-1.7	61.6	0.9
2021 Q1	60.7	60.1	-3.3	6.0	58.0	56.6	51.0	-3.7	60.5	-0.1
2020 Nov.	2.1	7.4	-2.7	-5.2	10.0	15.2	17.8	-3.6	19.3	-0.5
Dec.	-6.2	12.9	-9.5	6.7	-3.4	19.0	23.9	-0.4	19.6	-0.2
2021 Jan.	-1.8	-3.0	-10.1	-5.8	14.1	17.2	14.4	-2.3	20.5	-1.0
Feb.	9.8	12.0	2.1	-0.6	8.3	18.9	19.9	1.6	16.7	0.6
Mar.	52.6	51.1	4.7	12.4	35.5	20.6	16.7	-2.9	23.2	0.3
Apr. <sup>(p)</sup>	-23.8	-26.8	-23.2	-19.3	18.8	27.3	25.4	-0.8	27.8	0.3
Growth rates										
2018	2.9	4.1	1.8	4.0	2.9	3.0	3.2	6.3	3.2	-1.3
2019	2.6	3.2	-1.3	5.2	3.3	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2020 Q2	6.5	7.2	-1.2	16.1	6.2	3.2	3.1	0.3	4.1	0.4
Q3	6.5	7.1	-3.9	17.3	6.9	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Q4	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021 Q1	4.7	5.3	-9.1	11.0	7.6	3.8	3.3	-1.7	5.0	1.6
2020 Nov.	6.3	6.9	-4.6	15.1	7.4	3.6	3.1	-1.1	4.7	1.3
Dec.	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021 Jan.	6.2	6.9	-6.0	14.9	7.7	3.3	3.0	-2.5	4.5	1.3
Feb.	6.3	7.0	-5.0	14.2	7.8	3.3	3.0	-2.8	4.5	1.3
Mar.	4.7	5.3	-9.1	11.0	7.6	3.8	3.3	-1.7	5.0	1.6
Apr. <sup>(p)</sup>	2.6	3.2	-10.0	3.6	6.9	4.3	3.8	0.3	5.4	1.5

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Money and credit

### 5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents<sup>1)</sup>

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

Central government holdings <sup>2)</sup>	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					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts											
2018	389.2	6,817.4	1,940.0	56.1	2,099.7	2,721.6	1,030.0	460.2	187.0	194.9	
2019	364.2	7,058.9	1,946.1	50.1	2,156.5	2,906.1	1,455.5	452.3	178.9	187.2	
2020	749.0	6,967.4	1,916.7	42.1	1,994.9	3,013.7	1,432.7	539.6	130.1	139.2	
2020 Q2	673.3	7,042.9	1,934.5	44.1	2,080.4	2,983.8	1,562.4	528.7	159.2	174.3	
Q3	806.2	7,039.6	1,934.3	43.0	2,059.7	3,002.6	1,574.1	499.6	139.9	147.3	
Q4	749.0	6,967.4	1,916.7	42.1	1,994.9	3,013.7	1,432.7	539.6	130.1	139.2	
2021 Q1	699.6	6,894.3	1,898.3	41.2	1,984.7	2,970.1	1,398.2	383.7	127.3	130.3	
2020 Nov.	753.6	6,973.2	1,938.1	42.4	2,012.4	2,980.2	1,469.3	460.2	148.2	147.1	
Dec.	749.0	6,967.4	1,916.7	42.1	1,994.9	3,013.7	1,432.7	539.6	130.1	139.2	
2021 Jan.	678.9	6,925.5	1,912.4	42.0	1,970.4	3,000.8	1,472.5	430.0	147.4	146.7	
Feb.	684.8	6,880.4	1,905.2	41.4	1,971.9	2,961.9	1,433.5	420.1	145.4	145.7	
Mar.	699.6	6,894.3	1,898.3	41.2	1,984.7	2,970.1	1,398.2	383.7	127.3	130.3	
Apr. <sup>(p)</sup>	727.1	6,840.4	1,869.2	41.2	1,968.7	2,961.4	1,445.8	378.2	134.2	131.3	
Transactions											
2018	45.5	51.0	-37.8	-4.9	16.1	77.6	88.4	42.6	16.2	23.6	
2019	-24.3	107.7	-5.3	-3.3	27.3	89.0	309.4	19.4	-2.7	-2.5	
2020	321.6	-32.7	-14.6	-8.0	-99.3	89.2	-45.1	155.9	-48.8	-48.0	
2020 Q2	264.0	-0.3	-0.7	-3.1	-13.9	17.5	-28.9	58.0	-24.5	-22.2	
Q3	69.2	10.8	-3.2	-1.1	6.0	9.0	27.4	-11.2	-19.3	-27.1	
Q4	-57.1	2.2	-4.0	-0.9	-43.9	51.0	-111.1	100.1	-9.8	-8.1	
2021 Q1	-49.6	-30.4	-21.9	-0.9	-33.5	25.9	4.3	-194.3	-2.8	-8.8	
2020 Nov.	-110.7	-0.8	13.4	-0.2	-13.8	-0.2	-54.9	-37.5	-0.5	-7.3	
Dec.	-4.7	14.7	-17.4	-0.4	-5.8	38.4	-57.7	111.5	-18.1	-7.9	
2021 Jan.	-70.2	-38.4	-5.8	-0.1	-30.6	-1.8	37.5	-117.6	17.3	7.5	
Feb.	5.9	4.4	-7.3	-0.5	-1.8	13.9	-3.2	-20.9	-2.0	-1.0	
Mar.	14.7	3.6	-8.8	-0.3	-1.1	13.8	-30.0	-55.8	-18.1	-15.4	
Apr. <sup>(p)</sup>	27.4	-18.3	-21.4	0.0	-2.5	5.6	47.0	0.6	6.9	1.0	
Growth rates											
2018	13.0	0.8	-1.9	-8.0	0.8	2.9	-	-	8.1	7.7	
2019	-6.3	1.6	-0.3	-5.9	1.3	3.2	-	-	-1.5	-1.5	
2020	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7	
2020 Q2	81.0	-0.4	-1.3	-19.6	-3.3	2.6	-	-	-10.5	-8.8	
Q3	91.8	-0.4	-0.6	-19.4	-3.1	2.1	-	-	-24.1	-25.6	
Q4	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7	
2021 Q1	56.5	-0.3	-1.5	-12.7	-4.1	3.5	-	-	-30.7	-33.7	
2020 Nov.	85.3	-0.7	-0.1	-17.1	-4.3	1.8	-	-	-30.0	-34.6	
Dec.	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7	
2021 Jan.	65.1	-0.9	-0.9	-14.0	-6.1	3.0	-	-	-13.9	-19.5	
Feb.	52.7	-0.9	-1.1	-13.9	-6.0	3.2	-	-	-18.3	-23.8	
Mar.	56.5	-0.3	-1.5	-12.7	-4.1	3.5	-	-	-30.7	-33.7	
Apr. <sup>(p)</sup>	27.8	-0.3	-2.4	-10.9	-4.2	4.0	-	-	-28.5	-35.4	

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.0	0.2	1.0
2020	-7.2	-6.0	-0.3	-0.1	-0.9	-5.7
2020 Q1	-1.2	.	.	.	.	0.4
Q2	-3.9	.	.	.	.	-2.3
Q3	-5.3	.	.	.	.	-3.7
Q4	-7.2	.	.	.	.	-5.7

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					Capital expenditure		
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Compens- ation of employees	Intermedi- ate con- sumption	Interest	Social benefits				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.2	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8	
2018	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7	
2019	46.4	45.9	12.9	13.1	15.0	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8	
2020	46.8	46.4	13.0	12.8	15.7	0.5	54.1	49.5	10.7	5.9	1.5	25.7	4.6	
2020 Q1	46.6	46.1	13.1	13.0	15.1	0.5	47.7	44.0	10.0	5.4	1.6	22.9	3.8	
Q2	46.8	46.4	13.1	13.0	15.4	0.4	50.7	46.8	10.4	5.7	1.6	24.3	3.9	
Q3	46.8	46.4	13.1	12.9	15.6	0.4	52.1	48.0	10.6	5.8	1.6	25.0	4.2	
Q4	46.9	46.4	13.0	12.9	15.7	0.5	54.1	49.5	10.7	5.9	1.5	25.7	4.6	

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
2017	87.7	3.2	14.6	70.0	48.2	32.1	39.5	8.6	79.1	16.5	29.0	42.3	85.8
2018	85.7	3.1	13.8	68.8	48.0	32.4	37.8	8.1	77.7	16.0	28.4	41.3	84.2
2019	83.9	3.0	13.1	67.8	45.4	30.6	38.5	7.7	76.3	15.7	27.8	40.4	82.5
2020	98.0	3.2	14.3	80.5	54.9	39.4	43.1	11.6	86.4	19.7	31.7	46.6	95.9
2020 Q1	86.2	3.1	13.4	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	95.0	3.2	14.3	77.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.3	3.2	14.1	80.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	98.1	3.2	14.3	80.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 factors<sup>1)</sup> (as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to- GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest- growth differential	Memo item: Borrowing requirement		
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other				
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2017	-2.4	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	1.0		
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-1.0	0.8		
2019	-1.8	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9		
2020	14.1	5.7	2.3	2.4	2.0	0.4	-0.1	0.1	0.0	-0.1	6.1	9.5		
2020 Q1	-0.1	-0.4	0.4	0.6	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.1	0.0	1.7		
Q2	8.9	2.3	3.2	3.0	2.8	0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.4	3.3	7.3		
Q3	11.5	3.7	3.0	3.2	2.9	0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.1	4.8	8.5		
Q4	14.1	5.7	2.3	2.4	2.0	0.4	-0.1	0.1	0.0	-0.1	6.1	9.6		

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 securities<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	15.0	13.7	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2020 Q1	12.9	11.5	4.3	1.4	0.4	7.5	2.1	1.2	-0.2	2.4	2.0	0.1	1.0
Q2	15.4	14.0	5.0	1.4	0.4	7.5	2.0	1.1	-0.2	2.3	2.0	0.1	0.9
Q3	15.9	14.5	4.7	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8
Q4	15.0	13.7	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2020 Nov.	15.4	14.0	3.9	1.4	0.3	7.7	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.1	0.0	0.8
Dec.	15.0	13.7	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2021 Jan.	15.3	14.0	5.0	1.4	0.3	7.7	1.8	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.7
Feb.	15.4	14.0	5.2	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.6
Mar.	15.8	14.3	5.5	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.1	2.1	0.0	0.5
Apr.	15.8	14.3	5.1	1.4	0.4	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.1	2.1	0.0	0.6

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2017	-0.7	1.4	-0.7	-0.3	0.6	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.8	-0.6	0.1	0.9	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-2.9	-3.1	-1.6	1.5	
2020	-9.4	-4.2	-4.9	-5.0	-9.7	-11.0	-9.2	-9.5	-5.7	
2020 Q1	-2.9	1.1	-0.9	0.0	0.6	-3.4	-3.8	-2.4	2.1	
Q2	-6.1	-1.4	-3.1	-1.9	-2.7	-6.9	-6.3	-5.4	-2.4	
Q3	-7.3	-3.0	-3.6	-3.5	-5.7	-8.2	-7.1	-7.4	-4.3	
Q4	-9.4	-4.2	-4.9	-5.0	-9.7	-11.0	-9.3	-9.5	-5.7	
	Government debt									
2017	102.0	65.1	9.1	67.0	179.2	98.6	98.3	134.1	93.5	
2018	99.8	61.8	8.2	63.0	186.2	97.4	98.0	134.4	99.2	
2019	98.1	59.7	8.4	57.4	180.5	95.5	97.6	134.6	94.0	
2020	114.1	69.8	18.2	59.5	205.6	120.0	115.7	155.8	118.2	
2020 Q1	103.4	60.9	8.9	59.0	180.7	99.1	101.3	137.8	96.2	
Q2	114.0	67.3	18.5	62.8	191.3	110.2	113.9	149.5	113.0	
Q3	113.1	70.0	18.5	62.3	199.8	114.0	116.4	154.5	119.2	
Q4	114.1	69.8	18.2	59.5	205.6	120.0	116.3	155.8	118.2	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2017	-0.8	0.5	1.3	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-1.0	-0.7
2018	-0.8	0.6	3.0	1.9	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.4	0.4	1.8	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.4	-4.1	-10.1	-4.3	-8.9	-5.7	-8.4	-6.2	-5.4
2020 Q1	-0.7	-0.4	1.1	-2.0	1.5	0.5	-0.2	-1.0	-1.9	-1.1
Q2	-1.6	-2.4	-2.1	-5.1	-1.2	-2.8	-1.9	-4.7	-3.4	-3.2
Q3	-3.4	-4.1	-2.7	-7.0	-2.5	-4.7	-4.2	-5.8	-4.5	-4.2
Q4	-4.5	-7.4	-4.1	-10.1	-4.3	-8.9	-5.7	-8.4	-6.2	-5.4
	Government debt									
2017	39.0	39.1	22.3	48.5	56.9	78.5	126.1	74.1	51.5	61.2
2018	37.1	33.7	21.0	44.8	52.4	74.0	121.5	70.3	49.6	59.7
2019	37.0	35.9	22.0	42.0	48.7	70.5	116.8	65.6	48.2	59.5
2020	43.5	47.3	24.9	54.3	54.5	83.9	133.6	80.8	60.6	69.2
2020 Q1	37.1	33.0	22.2	43.3	49.5	73.2	119.2	68.9	49.5	64.4
Q2	43.0	41.4	23.9	50.1	55.2	82.4	125.7	78.2	60.1	68.7
Q3	44.7	45.9	26.0	52.6	55.2	78.9	130.5	78.4	60.5	67.0
Q4	43.5	47.3	24.9	54.3	54.5	83.9	133.6	80.8	60.6	69.2

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2021

Naslov            60640 Frankfurt na Majni, Nemčija  
Telefon        +49 69 1344 0  
Spletna stran    [www.ecb.europa.eu](http://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 objavljujo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 9. junij 2021.

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

ISSN              2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka    QB-BP-21-004-SL-N (pdf)