

Ekonomski bilten

številka 6 / 2022

Vsebina

Ekonomski, finančni in denarni gibanji	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	9
2 Gospodarska aktivnost	15
3 Cene in stroški	22
4 Gibanja na finančnih trgih	30
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	36
6 Javnofinančna gibanja	45
Okvirji	49
1 Vloga zaposlenosti v javnem sektorju med krizo zaradi COVID-19	49
2 COVID-19 in odhod starejših delavcev v euroobmočju v upokojitev	55
3 Ali rep maha s psom? Podrobnejša analiza nedavnega gibanja porazdelitve inflacijskih pričakovanj	60
4 Vpliv naraščanja hipotekarnih obrestnih mer na stanovanjski trg v euroobmočju	65
5 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 20. aprila do 26. julija 2022	70
6 Skupni minimalni standardi za upoštevanje podnebnih tveganj v internih bonitetnih sistemih Eurosistema	76
Članek	80
1 Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area	80
Statistični podatki	S1

Ekomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je 8. septembra 2022 sklenil zvišati tri ključne obrestne mere ECB za 75 bazičnih točk. S tem velikim korakom se pospešuje prehod z večinoma zelo spodbujevalno naravnane ravni obrestnih mer denarne politike v smeri ravnih, ki bodo zagotovile čimprejšnjo vrnитеv inflacije na 2-odstotni cilj Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. Na podlagi najnovejše ocene Svet ECB pričakuje, da bo na naslednjih sejah nadalje zvišal obrestne mere, da bi zavrl povpraševanje in preprečil tveganje vztrajnega zviševanja inflacijskih pričakovanj. Svet ECB bo redno ocenjeval prilagajanje denarne politike ob upoštevanju najnovejših informacij in spreminja inflacijskih obetov. Prihodnji sklepi o obrestnih merah denarne politike bodo še naprej temeljili na podatkih in se bodo sprejemali na vsaki seji posebej.

Svet ECB je to odločitev sprejel zato, ker je inflacija daleč previsoka in bo verjetno še daljše obdobje ostala nad ciljno ravnijo, ter pričakuje, da bo obrestne mere še nadalje zvišal. Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija avgusta dosegla 9,1%. Inflacijo še vedno potiskajo navzgor strmo naraščanje cen energentov in hrane, pritiski s strani povpraševanja v nekaterih sektorjih zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva ter ozka grla v dobavnih verigah. Cenovni pritiski se še naprej krepijo in širijo po celotnem gospodarstvu, inflacija pa bi se lahko v bližnji prihodnosti še dodatno zvišala. Ko bodo sedanja gonila inflacije sčasoma izzvenela in bo normalizacija denarne politike začela učinkovati na gospodarstvo in določanje cen, se bo inflacija znižala. Kar zadeva prihodnje obdobje, so strokovnjaki ECB projekcije inflacije precej popravili navzgor in sedaj pričakujejo, da bo inflacija v povprečju znašala 8,1% v letu 2022, 5,5% v letu 2023 in 2,3% v letu 2024.

Po odboru v prvi polovici leta 2022 najnovejši podatki nakazujejo znatno upočasnitev gospodarske rasti v euroobmočju, pri čemer se pričakuje, da bo gospodarstvo proti koncu leta in v prvem četrletju 2023 stagniralo. Zaradi zelo visokih cen energentov se zmanjšuje kupna moč dohodkov, medtem ko ozka grla v dobavnih verigah, ki sicer popuščajo, še naprej omejujejo gospodarsko aktivnost. Poleg tega neugodne geopolitične razmere, zlasti ruska neupravičena agresija proti Ukrajini, spodbudajo zaupanje podjetij in potrošnikov. Takšne obete kažejo tudi zadnje projekcije gospodarske rasti, ki so bile za preostanek tekočega leta in za celo leto 2023 opazno popravljene navzdol. Strokovnjaki sedaj pričakujejo, da bo gospodarska rast znašala 3,1% v letu 2022, 0,9% v letu 2023 in 1,9% v letu 2024.

Vztrajne ranljivosti, ki jih je povzročila pandemija, še vedno predstavljajo tveganje za nemoteno transmisijo denarne politike. Svet ECB bo zato še naprej fleksibilno ponovno investiral unovčenja, ki izhajajo iz portfelja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), da bi preprečil tveganja, povezana s pandemijo, ki bi lahko ogrozila transmisijski mehanizem.

Gospodarska aktivnost

Visoka inflacija, zahtevnejši pogoji financiranja in preostali zaviralni dejavniki na strani ponudbe slabijo gospodarsko aktivnost po vsem svetu. Anketni podatki nakazujejo splošno umiritev gospodarske aktivnosti. V septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB je spričo šibke svetovne gospodarske rasti tako napovedano, da se bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) v letu 2022 povečal za 2,9%, v letu 2023 za 3,0% in v letu 2024 za 3,4%. Ta napoved je slabša od tiste iz junijskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema in pomeni, da bo svetovna gospodarska rast letos in prihodnje leto predvidoma rahlo nižja od dolgoročnega povprečja, saj se gospodarska aktivnost upočasnuje v mnogih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih. Zaradi slabih obetov za povpraševanje in izboljšanja razmer na strani ponudbe so se pritiski v dobavnih verigah zmanjšali, vendar so še vedno prisotni. Skladno s svetovno gospodarsko rastjo so se v primerjavi z junijskimi projekcijami poslabšali tudi obeti za svetovno trgovinsko menjavo in zunanje povpraševanje euroobmočja. Svetovni inflacijski pritiski ostajajo široko razširjeni po sektorjih in povišani zaradi skokovitega porasta cen primarnih surovin, nadaljnjih omejitev na strani ponudbe, še vedno razmeroma močnega povpraševanja in pomanjkanja ustrezne delovne sile. Ko se bodo trgi primarnih surovin stabilizirali in se bo rast upočasnila, bodo ti pritiski predvidoma popustili. V okolju velike negotovosti se ravno vesje tveganj, ki obstajajo v osnovnem scenariju projekcij, odločno nagiba k upočasnitvi svetovne rasti in zviševanju svetovne inflacije.

Gospodarstvo v euroobmočju je v drugem četrletju 2022 zabeležilo 0,8-odstotno rast, in sicer predvsem zaradi močne zasebne potrošnje v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov, potem ko so bile pandemične omejitve odpravljene. Ker so ljudje poleti več potovali, je to ugodno vplivalo predvsem na države z velikim turističnim sektorjem. Obenem so na podjetja negativno vplivali visoki energetski stroški in vztrajna ozka grla v dobavnih verigah, vseeno pa ozka grla postopoma popuščajo. Medtem ko je živahna turistična dejavnost spodbujala gospodarsko rast v tretjem četrletju, Svet ECB pričakuje, da se bo gospodarstvo v preostanku leta precej upočasnilo. Za to obstajajo štirje glavni razlogi. Prvič, visoka inflacija zavira trošenje in proizvodnjo v celotnem gospodarstvu, te zaviralne dejavnike pa še krepijo motnje v dobavi plina. Drugič, močan odboj povpraševanja po storitvah, ki se je pojavit ob ponovnem odpiranju gospodarstva, bo v prihodnjih mesecih izgubil zagon. Tretjič, vse šibkejše svetovno povpraševanje, tudi v kontekstu bolj zaostrene denarne politike v številnih glavnih gospodarstvih, ter poslabševanje pogojev menjave pomenita, da bo podpora gospodarstvu v euroobmočju manjša. Četrtič, negotovost ostaja velika, zaupanje pa se strmo zmanjšuje. Obenem je trg dela ostal odporen, kar spodbuja gospodarsko aktivnost. Število zaposlenih se je v drugem četrletju 2022 povečalo za več kot 600.000, brezposelnost pa je julija znašala 6,6%, kar je zgodovinsko nizka raven. Skupno število opravljenih delovnih ur se je v drugem četrletju 2022 nadalje povečalo za 0,6%, tako da je preseglo raven izpred pandemije. V prihodnjem obdobju se bo zaradi umirjanja gospodarstva stopnja brezposelnosti verjetno nekoliko zvišala.

Osnovni scenarij v septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje temelji na predpostavkah, da se bo povpraševanje po plinu zmanjšalo zaradi visokih cen in ukrepov za previdnostno varčevanje z energijo (potem ko je bil v EU nedavno sprejet dogovor o zmanjšanju povpraševanja po plinu za največ 15%) in da ne bo potrebno večje racioniranje plina. Vseeno pa se predpostavlja, da bo pozimi do neke mere treba zmanjšati proizvodnjo v državah, ki so močno odvisne od uvoza ruskega zemeljskega plina in so izpostavljene tveganju, da pride do izpada v ponudbi.

Čeprav so se ozka grla v dobavnih verigah v zadnjem času zmanjševala nekoliko hitreje, kot je bilo pričakovano, še vedno zavirajo aktivnost in se bodo predvidoma le postopno sproščala. Srednjeročno bo rast predvidoma zabeležila odboj kljub manj ugodnim pogojem financiranja, ko se bo energetski trg ponovno uravnotežil, negotovost zmanjšala, ozka grla v dobavnih verigah sprostila in realni dohodek zvišal. Razmere na trgu dela se bodo po upočasniti gospodarske aktivnosti predvidoma poslabšale, čeprav bo trg na splošno ostal razmeroma odporen.

Gledano v celoti naj bi po septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB povprečna letna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,1%, v letu 2023 se bo izrazito upočasnila na 0,9% in v letu 2024 ponovno okrepila na 1,9%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za rast BDP za leto 2022 popravljeni navzgor za 0,3 odstotne točke zaradi pozitivnih presenečenj v prvi polovici leta, za leto 2023 pa so bili popravljeni navzdol za 1,2 odstotne točke in za leto 2024 za 0,2 odstotne točke, predvsem zaradi motenj v dobavi emergentov, višje inflacije in s tem povezanega upada zaupanja.

Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo proračunski saldo euroobmočja v obdobju do leta 2024 vztrajno izboljševal, vendar nekoliko manj, kot je bilo predvideno v junijskih projekcijah. Javnofinančne projekcije še vedno spremila visoka raven negotovosti, predvsem zaradi vojne v Ukrajini in gibanj na energetskih trgih, kar bi lahko spodbudilo vlade, da sprejmejo dodatne ukrepe javnofinančnih spodbud. Namen takšnih javnofinančnih ukrepov pomoči je zmanjšati posledice vse višjih življenjskih stroškov za potrošnike, zlasti kar zadeva energente. Poleg tega določeno vlogo igrata tudi financiranje obrambnih zmogljivosti in podpora beguncem, ki jih je pregnala ruska vojna v Ukrajini. Vseeno se bo proračunski primanjkljaj v euroobmočju predvidoma še naprej zniževal, saj bo upadel s 5,1% BDP v letu 2021 na 3,8% v letu 2022 in nadalje na 2,7% do konca obdobja projekcij. Po velikem popuščanju javnofinančne politike v odziv na krizo zaradi koronavirusa (COVID-19) leta 2020 se je lani naravnost javnofinančne politike zaostriла ter se bo po projekcijah še naprej nekoliko zaostrovala, zlasti leta 2023, leta 2024 pa bo nevtralna. Ob povečani negotovosti in navzdol usmerjenih tveganjih za gospodarske obete zaradi vojne v Ukrajini ter ob naraščanju cen emergentov in nadaljnjih motnjah v dobavnih verigah je Evropska komisija 23. maja 2022 priporočila, da se splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast podaljša do konca leta 2023. To bi javnofinančnim politikam omogočalo, da se po potrebi prilagajajo novim okoliščinam. Ker javnofinančna neravnovesja hkrati še vedno presegajo ravni izpred pandemije, inflacija pa je izjemno visoka, mora biti javnofinančna politika vedno selektivnejša in ciljno usmerjena, da srednjeročno ne bo povečevala inflacijskih pritiskov in bo hkrati zagotavljala srednjeročno javnofinančno vzdržnost.

Ukrepi javnofinančne pomoči, katerih cilj je ublažiti vpliv višjih cen energentov, bi morali biti začasni in usmerjeni k najbolj ranljivim gospodinjstvom in podjetjem, da bi se zmanjšalo tveganje spodbujanja inflacijskih pritiskov, izboljšala učinkovitost javnofinančnih odhodkov in ohranila vzdržnost dolga. Cilj strukturnih politik bi moral biti povečati sposobnost euroobmočja za rast in spodbujati njegovo odpornost.

Inflacija

Inflacija se je avgusta dodatno zvišala na 9,1%. Inflacija v skupini energentov je ostala izjemno visoka (38,3%) in je bila zopet najdominantnejša komponenta v skupni inflaciji. Tržni kazalniki nakazujejo, da se bodo cene nafte v bližnji prihodnosti umirile, medtem ko bodo veleprodajne cene plina ostale izjemno visoke. Inflacija v skupini hrane se je avgusta ravno tako zvišala, in sicer na 10,6%, kar je deloma posledica višjih vhodnih stroškov, povezanih z energenti, motenj v trgovini s prehrambnimi surovinami in neugodnih vremenskih razmer. Ozka grla v dobavnih verigah sicer popuščajo, vendar še naprej vplivajo na cene živiljenjskih potrebščin in ustvarjajo pritiske na rast inflacije, enako tudi okrevanje povpraševanja v storitvenem sektorju. H krepivi inflacijski pritiskov je prispevala tudi depreciacija eura. Cenovni pritiski se širijo na vedno več sektorjev, kar je deloma posledica pritiska visokih cen energentov na celotno gospodarstvo. Posledično merila osnovne inflacije ostajajo na povišani ravni, tako da bo po zadnjih projekcijah inflacija brez hrane in energentov dosegla 3,9% v letu 2022, 3,4% v letu 2023 in 2,3% v letu 2024. Odporni trgi dela in določeno dohitevanje, da bi se kompenzirala višja inflacija, bodo verjetno spodbujali rast plač. Obenem najnovejši podatki in nedavni plačni dogovori nakazujejo, da bo plačna dinamika na splošno ostala zadržana. Večina kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je trenutno na ravni okrog dveh odstotkov, čeprav nedavni popravki nekaterih kazalnikov nad ciljno raven narekujejo nadaljnje spremljanje.

Inflacija se še naprej skokovito zvišuje zaradi nadaljnjih velikih šokov na strani ponudbe, ki se v cene živiljenjskih potrebščin prelivajo hitreje kot v preteklosti. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo skupna inflacija v preostanku leta 2022 predvidoma ostala na ravni nad 9% zaradi izjemno povišanih cen energentov in prehrambnih surovin, pa tudi zaradi pritiskov na zvišanje, ki izhajajo iz ponovnega odpiranja gospodarstva, pomanjkanja na strani ponudbe in presežnega povpraševanja po delovni sili. Pričakovan upad inflacije s povprečne 8,1-odstotne ravni v letu 2022 na 5,5% v letu 2023 in 2,3% v letu 2024 je predvsem odraz strmega znižanja inflacije v skupini energentov in hrane zaradi negativnih baznih učinkov in predvidenega znižanja cen primarnih surovin v skladu s terminskimi cenami. Inflacija brez energentov in hrane naj bi do sredine leta 2023 ostala na ravni, ki je doslej brez primere, zatem pa bo po pričakovanjih upadla, ko bodo učinki ponovnega odpiranja gospodarstva popustili ter se bodo sprostila ozka grla v dobavnih verigah in zmanjšali pritiski s strani vhodnih energetskih stroškov. Skupna inflacija bo v letu 2024 predvidoma ostala nad 2-odstotnim ciljem ECB. To je posledica zapoznelyih učinkov visokih cen energentov na druge komponente inflacije razen energentov, nedavne depreciacije eura, ugodnih gibanj na trgih dela in vpliva nadomestila za inflacijo na plače, ki se bodo po pričakovanjih zviševale precej hitreje od dolgoročnega povprečja. V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov

Eurosistema je bila skupna inflacija popravljena znatno navzgor za leto 2022 (za 1,3 odstotne točke) in za leto 2023 (2,0 odstotne točke), za leto 2024 pa je bila popravljena rahlo navzgor (0,2 odstotne točke), kar odraža nedavne presenetljive podatke, dramatično zvišanje predpostavk o veleprodajnih cenah plina in električne energije, močnejšo rast plač in nedavno deprecacijsko eura. Ti učinki so več kot odtehtali učinek na znižanje inflacije, ki izhaja iz nedavnega upada cen prehrambenih sировин, manj izrazitih ozkih gril v dobavnih verigah, kot je bilo sprva predvideno, in slabših gospodarskih obetov.

Ocena tveganj

V okolju upočasnjevanja svetovnega gospodarstva so tveganja za rast večinoma usmerjena navzdol, zlasti v bližnji prihodnosti. Kot kaže negativni scenarij v projekcijah strokovnjakov ECB, dolgotrajna vojna v Ukrajini še naprej predstavlja precejšnje tveganje za rast, zlasti če se bodo podjetja in gospodinjstva soočala z omejeno dobavo energentov. V takšnih razmerah bi se lahko zaupanje še dodatno poslabšalo, omejitve na strani ponudbe pa bi se lahko zopet zaostrike. Vztrajno višji od pričakovanih bi lahko ostali tudi energetski in prehrambeni stroški. Nadaljnje poslabšanje svetovnih gospodarskih obetov bi lahko dodatno zavrnlo zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja.

Tveganja, ki spremljajo inflacijske obete, so večinoma usmerjena navzgor. Podobno kot pri gospodarski rasti glavno tveganje v kratkoročnem obdobju predstavlja nadaljnje motnje v dobavi energentov. V srednjeročnem obdobju bi bila lahko inflacija višja od pričakovane zaradi vztrajnega poslabševanja proizvodnih zmogljivosti v gospodarstvu euroobmočja, nadaljnega zvišanja cen energentov in hrane, porasta inflacijskih pričakovanj nad ciljno raven Sveta ECB ali višje rasti plač od pričakovane. Po drugi strani pa bi se pritiski na cene zmanjšali, če bi se energetski stroški znižali ali če bi povpraševanje v srednjeročnem obdobju upadlo.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se zvišale v pričakovanju nadaljnje normalizacije denarne politike v odziv na inflacijske obete. Kreditiranje podjetij je v zadnjih mesecih postal dražje, bančne obrestne mere za posojila gospodinjstvom pa so zdaj na najvišji ravni v zadnjih petih letih. Po obsegu so bančna posojila podjetjem doslej ostala velika, kar je deloma posledica potreb po financiranju visokih proizvodnih stroškov in ustvarjanja zalog. Obseg hipotekarnih posojil gospodinjstvom se umirja zaradi zaostrovanja kreditnih standardov, zviševanja stroškov zadolževanja in šibkega zaupanja potrošnikov.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi sedanje ocene 8. septembra 2022 sklenil zvišati tri ključne obrestne mere ECB za 75 bazičnih točk. Tako se je obrestna mera za operacije

glavnega refinanciranja zvišala na 1,25%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 1,50%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa na 0,75%. Nove obrestne mere so začele veljati 14. septembra 2022. S tem velikim korakom se pospešuje prehod z večinoma zelo spodbujevalno naravnane ravni obrestnih mer denarne politike v smeri ravni, ki bodo podprtje čimprejšnjo vrnitev inflacije na 2-odstotni cilj Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. Svet ECB je to odločitev sprejel zato, ker je inflacija daleč previsoka in bo verjetno še daljše obdobje ostala nad ciljno ravnijo, ter pričakuje, da bo obrestne mere še nadalje zvišal. Prihodnji sklepi o obrestnih merah denarne politike bodo še naprej temeljili na podatkih in se bodo sprejemali na vsaki seji posebej.

Po zvišanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita nad nič dvostopenjski sistem obrestovanja presežnih rezerv ni več potreben. Svet ECB je zato na seji 8. septembra 2022 sklenil, da ukinja dvostopenjski sistem, in je kot večkratnik določil vrednost nič.

Svet ECB namerava glavico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko je začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo razmere obsežne likvidnosti in ustrezna naravnost denarne politike. Kar zadeva program PEPP, namerava Svet ECB glavico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike. Unovčenja, ki izhajajo iz portfelja v okviru programa PEPP, se ponovno investirajo fleksibilno ter tako, da se obvladujejo tveganja za transmisijski mehanizem denarne politike, ki so povezana s pandemijo.

Svet ECB bo še naprej spremjal pogoje bančnega financiranja in zagotavljal, da zapadle operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ne ovirajo nemotene transmisije denarne politike. Redno bo tudi ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije prispevajo k naravnosti denarne politike.

Svet ECB je 8. septembra 2022 sklenil, da začasno odpravi 0-odstotno zgornjo mejo pri obrestovanju vlog države, da bi ohranil učinkovitost transmisije denarne politike in zaščitil urejeno delovanje trga. Namesto tega bo zgornja meja začasno na ravni bodisi obrestne mere Eurosistema za odprto ponudbo mejnega depozita bodisi eurske kratkoročne obrestne mere (€STR), odvisno od tega, katera bo nižja, in sicer tudi v primeru pozitivne depozitne obrestne mere. Ukrep bo stal v veljavi do 30. aprila 2023. S to spremembo se bo preprečil nenaden odliv vlog na trg v času, ko nekateri segmenti repo trga v euroobmočju kažejo znake pomanjkanja instrumentov zavarovanja, ter omogočila poglobljena ocena, kako se denarni trgi prilagajajo na vrnитеv k pozitivnim obrestnim meram.

Svet ECB je v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil, da se bo inflacija stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. Na voljo je instrument za zaščito transmisije, katerega cilj je preprečiti

neupravičeno, neurejeno tržno dinamiko, ki predstavlja resno grožnjo transmisiji denarne politike po vseh državah v euroobmočju, kar Svetu ECB omogoča, da učinkoviteje izpolnjuje mandat ohranjanja cenovne stabilnosti.

Zunanje okolje

Visoka inflacija, zahtevnejši pogoji financiranja in ozka grla v ponudbi, ki še niso bila odpravljena, zavirajo svetovno gospodarsko aktivnost. V septembrisih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB je zaradi šibke svetovne rasti tako napovedano, da se bo svetovni BDP – brez euroobmočja – v letu 2022 realno povečal za 2,9%, v letu 2023 za 3,0% in v letu 2024 za 3,4%. Ta napoved je slabša kot v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema in pomeni, da bo svetovna gospodarska rast letos in prihodnje leto predvidoma rahlo nižja od dolgoročnega povprečja, saj se gospodarska aktivnost upočasnjuje v večini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev. Zaradi slabših obetov za povpraševanje in izboljšanja razmer na strani ponudbe so se pritiski v dobavnih verigah zmanjšali, vendar so še vedno prisotni. Obeti za svetovno trgovinsko menjavo in zunanje povpraševanje euroobmočja so se v primerjavi z junijskimi projekcijami poslabšali. Svetovni cenovni pritiski ostajajo široko razširjeni po sektorjih in povišani, kar je posledica skokovitega porasta cen primarnih surovin, nadaljnjih omejitev na strani ponudbe, še vedno razmeroma močnega povpraševanja in pomanjkanja ustrezne delovne sile. Ko se bodo trgi primarnih surovin stabilizirali in se bo rast upočasnila, bodo ti pritiski predvidoma popustili. V okolju velike negotovosti je ravnovesje tveganj, ki obstajajo v osnovnem scenariju projekcij, nagnjeno v smeri upočasnitve svetovne rasti in krepitve svetovnih cenovnih pritiskov.

Svetovno gospodarstvo se upočasnuje, ker visoka inflacija, bolj zaostreni pogoji financiranja in še vedno prisotna ozka grla v ponudbi negativno vplivajo na gospodarsko aktivnost. Vojna v Ukrajini je potisnila cene energetskih surovin navzgor in povzročila motnje v svetovnih dobavnih verigah hrane, kar krepi inflacijske pritiske po vsem svetu in ustvarja zaskrbljenost glede svetovne prehranske varnosti. Na Kitajskem je gospodarsko okrevanje, ki je sledilo spomladanski upočasnitvi zaradi omejitev gibanja v ključnih provincah, v zadnjem času zastalo. Zastoj v okrevanju je posledica šibkejšega povpraševanja zaradi strogih ukrepov za zajezitev manjših izbruuhov koronavirusa, zmanjšanja proizvodnje v nekaterih energetsko intenzivnih panogah in poglabljanja recesije v sektorju stanovanjskih nepremičnin. Postopno rahljanje protipandemičnih omejitev v večjih razvitih gospodarstvih od pomladi naprej podpira potrošnjo v potovalnem in gostinskem sektorju. Po drugi strani pa izjemno močni inflacijski pritiski, ki centralne banke silijo v zaostrovanje denarne politike, zmanjšujejo razpoložljivi dohodek in odjedajo prihranke, ki so se nabrali med pandemijo.

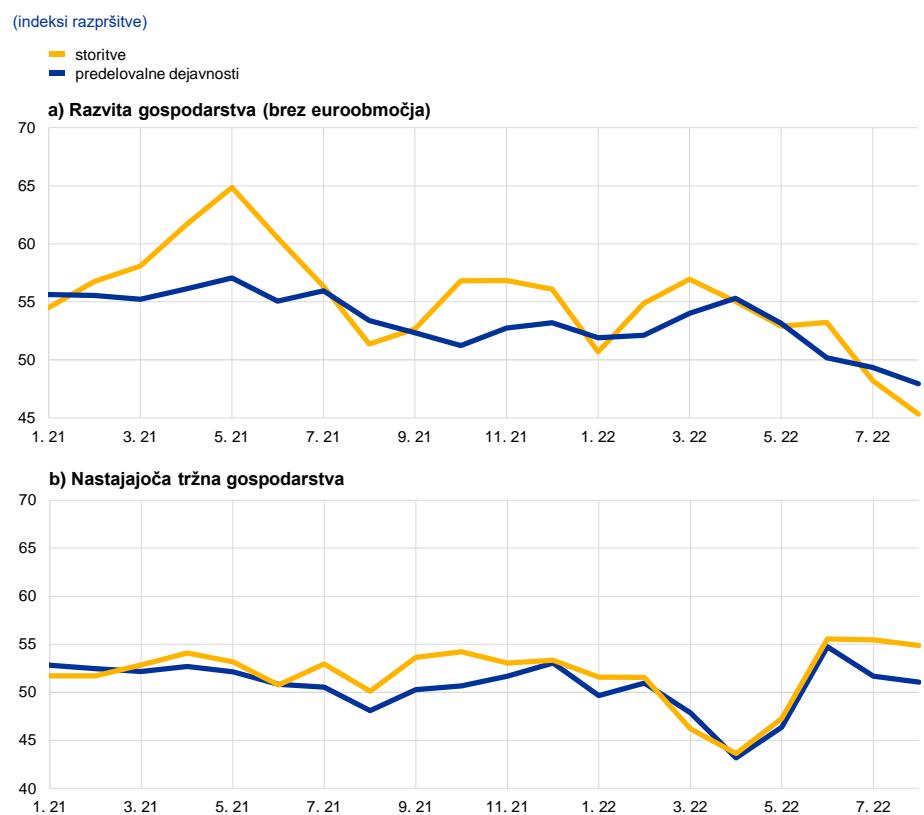
Anketni podatki nakazujejo splošno umiritev gospodarske aktivnosti.

Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih se je avgusta 2022 tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih še nadalje poslabšala (graf 1). Podobna gibanja so vidna tudi v storitvenih dejavnostih, zlasti v razvitih gospodarstvih. Sledilnik aktivnosti za svetovni realni BDP (brez euroobmočja), ki temelji na širokem naboru kazalnikov, potrjuje anketne podatke in kaže, da je gospodarska aktivnost v avgustu še naprej izgubljala zagon. Ta gibanja so skladna z ocenjenim krčenjem v drugem četrtletju 2022, saj je svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) znašala –0,6%. V primerjavi z junijskimi projekcijami so ti bolj negativni rezultati posledica dejstva, da

je bila rast na Kitajskem, Japonskem, v Združenem kraljestvu in ZDA šibkejša od pričakovane.

Graf 1

PMI za gospodarsko aktivnost po sektorjih in vrsti gospodarstva



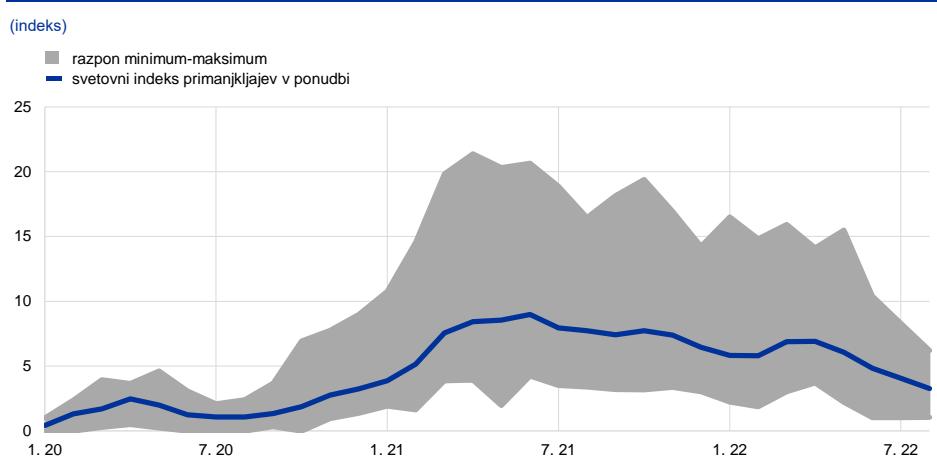
Viri: S&P Global in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2022.

Svetovni gospodarski obeti so šibki, zato se v projekcijah pričakuje, da bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) v letu 2022 zrasel za 2,9%, v letu 2023 za 3,0% in v letu 2024 za 3,4%. Gledano v celoti bo stopnja rasti svetovnega gospodarstva letos in prihodnje leto predvidoma rahlo nižja od dolgoročnega povprečja, saj se bo gospodarska rast upočasnila v večini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev. V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) za leto 2022 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, za leto 2023 navzdol za 0,4 odstotne točke in za leto 2024 navzdol za 0,2 odstotne točke. Večino teh popravkov je mogoče pojasniti s slabšimi obeti za Kitajsko in ZDA v obdobju projekcij. V Združenem kraljestvu bo strmo zvišanje cen energentov predvidoma precej zaviralo aktivnost, ki bo do konca leta po projekcijah začela upadati. Popravke rasti navzdol za letošnje leto deloma izravnava nekoliko blažja recesija v Rusiji od pričakovane, ki je po ocenah za zdaj bolj odporna na gospodarske sankcije, kot je bilo prvotno pričakovano, ter močnejša gospodarska aktivnost od pričakovane v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, kot so Brazilija, Mehika in Turčija.

Šibkejša aktivnost v svetovnih predelovalnih dejavnostih zavira trgovinsko menjavo, ki se je začela upočasnjevati že spomladi letos. Kljub motnjam v ponudbi, do katerih je prišlo zaradi strogih omejitve gibanja v glavnih kitajskih provincah letos spomladi, je izguba zagona trgovinske menjave jasno vidna v svetovni blagovni menjavi, saj se v razvitih gospodarstvih zasebno povpraševanje po blagu postopno normalizira s preteklih visokih ravni. Poleg tega se obeti glede svetovne blagovne menjave še naprej poslabšujejo, kot kažejo nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih, ki so avgusta že drugi mesec zapored ostala v območju krčenja. Zaradi tega so se dobavni roki skrajšali, čeprav so v nekaterih ključnih gospodarstvih, kot sta Združeno kraljestvo in ZDA, še vedno daljši kot v preteklosti. Pomanjkanje ponudbe se je zmanjšalo tudi v številnih postavkah v predelovalnih dejavnostih, kar je skupaj z umirjanjem povpraševanja prispevalo k temu, da so se nekateri svetovni pritiski na strani ponudbe (graf 2) zmanjšali. Kljub temu nekatera ozka grla v ponudbi še vedno ostajajo.

Graf 2

Svetovni indeks primanjkljajev v ponudbi



Viri: S&P Global in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Indeks primanjkljajev v svetovni ponudbi kaže, pri koliko izbranih izdelkih je bila ponudba vsak mesec nezadostna v primerjavi z dolgoročnim povprečjem. Dolgoročno povprečje predstavlja vrednost indeksa 1. Osenjeni razpon minimum-maksimum označuje območje med 5. in 95. percentilom za približno 20 izdelkov. Zadnji podatki se nanašajo na za avgust 2022.

Obeti za svetovno trgovinsko menjavo so se prav tako poslabšali. Svetovni uvoz (brez euroobmočja) se bo v letu 2022 predvidoma povečal za 4,6%, v letu 2023 za 2,7% in v letu 2024 za 3,4%, medtem ko bo zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja nekoliko šibkejše, predvsem v letu 2023. V primerjavi z junijskimi projekcijami so bili obeti za svetovno trgovinsko menjavo in zunanje povpraševanje euroobmočja popravljeni navzdol za zadnji dve leti v obdobju projekcij. Nasprotno so bili za letošnje leto popravljeni navzgor, ker je bila trgovinska menjava v prvih mesecih leta 2022 močnejša, kot je bilo pričakovano junija, in sicer predvsem v Združenem kraljestvu in evropskih državah zunaj euroobmočja.

Svetovni cenovni pritiski ostajajo široko razširjeni in povišani. To odraža strmo zvišanje cen primarnih surovin, preostale omejitve na strani ponudbe, še vedno razmeroma močno povpraševanje in pomanjkanje ustrezne delovne sile na trgu dela. Vseeno se pričakuje, da bodo inflacijski pritiski postopoma popuščali, ko se bodo surovinski trgi stabilizirali in bo rast oslabila. Skupna medletna inflacija v

državah OECD – brez Turčije – je julija rahlo upadla na 8,0%, z 8,1% v juniju 2022, ker je zvišanje osnovne inflacije več kot odtehtal manjši prispevek inflacije v skupini emergentov in hrane.¹ Vseeno ima inflacija še vedno močan zagon in ostaja precej nad ravnjo iz sredine leta 2021, ko je po ponovnem odpiranju gospodarstva povpraševanje močno okrevalo (graf 3).

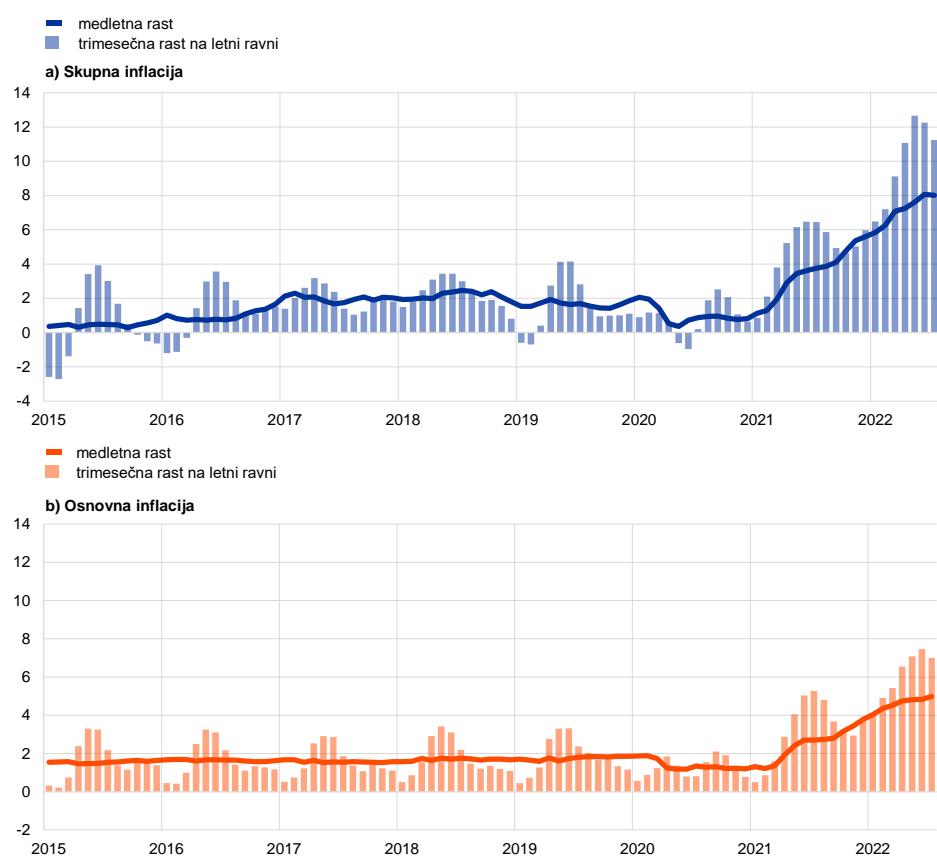
Vse večji inflacijski pritiski so razvidni tudi iz naraščanja izvoznih cen

konkurentov euroobmočja. Te cene (v nacionalnih valutah) so bile v primerjavi z junijskimi projekcijami popravljene navzgor, saj vpliv rahlo nižjih predpostavk za ceno nafte in drugih surovin odtehtajo močnejši cenovni pritiski v domačih in svetovnih proizvodnih verigah. Vseeno se v projekcijah pričakuje, da bosta inflacijske pritiske srednjeročno blažila zniževanje cen surovin skladno z njihovimi terminskimi cenami ter upočasnjevanje svetovne gospodarske rasti.

Graf 3

Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih in 3-mesečne spremembe na letni ravni v odstotkih)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: Agregati OECD, navedeni v slikah, so izračunani brez Turčije. V Turčiji je skupna medletna inflacija znašala 79,6%, osnovna inflacija pa 63,8%. Skupna medletna inflacija v državah OECD, vključno s Turčijo (v grafu ni prikazana), je znašala 10,2%, osnovna inflacija pa 6,8%. To je primerljivo z junijsko ravnjo 10,3% oziroma 6,5%. Osnovna inflacija ne vključuje emergentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2022.

¹ Poročamo podatke o inflaciji za območje OECD brez Turčije, ki jo je z julijsko medletno skupno inflacijo 79,6% mogoče obravnavati kot osamelca.

Cene nafte in drugih neenergetskih surovin so se v primerjavi z junijskimi projekcijami znižale, medtem ko so se evropske cene plina še dodatno zvišale. Navzdol usmerjeni pritisk na cene nafte je obstajal zato, ker je bilo verjetno, da se bo povpraševanje po nafti zmanjšalo zaradi poslabševanja svetovnih gospodarskih obetov in povečanja svetovne proizvodnje nafte. Julija je svetovna proizvodnja nafte dosegla najvišjo raven od januarja 2020. Ruska ponudba nafte se je doslej izkazala za odpornejšo od pričakovanj, vendar je to v veliki posledica preusmeritve ruskega izvoza v Indijo in Turčijo ter na Kitajsko. Medtem ko so se cene nafte v zadnjem času znižale, so se cene plina še nadalje zvišale, predvsem zaradi zmanjševanja dobave iz Rusije. Predvsem sta julijsko 80-odstotno zmanjšanje dobave plina Nemčiji po plinovodu Severni tok 1 in bolj nedavna napoved, da bo ta dobava ponovno prekinjena za nedoločen čas, okrepila strahove, da bo Rusija popolnoma prekinila dobavo plina zahodni Evropi. Cene industrijskih kovin so upadle zaradi negotovosti glede povpraševanja iz Kitajske ter bolj splošno zaradi poslabševanja svetovnih gospodarskih obetov. Cene hrane so prav tako upadle, kar je bila predvsem posledica tristranskih sporazumov Turčije in Združenih narodov z Rusijo in Ukrajino o vzpostavitvi varnega koridorja za ukrajinske pošiljke žita.

Svetovne finančne razmere so se od prejšnjih projekcij razvijale različno. Sprva so se pogoji financiranja zaostrili. Visoka in naraščajoča inflacija je povzročila hitrejšo normalizacijo denarne politike, kot je bilo pričakovano, višjo donosnost obveznic in korekcijo cen tveganih sredstev. A ko so se obeti za rast poslabšali, se je precejšen del tega zaostrovanja v zadnjem času obrnil, najbolj v nastajajočih tržnih gospodarstvih, v manjši meri pa tudi v ZDA in drugih razvitih gospodarstvih. To rahljanje pogojev financiranja deloma izničuje vpliv ukrepov, ki so jih sprejele centralne banke, ki na splošno napovedujejo, da je za omejitev rekordno visoke inflacije treba še veliko narediti. Ker se denarna politika oblikuje na podlagi podatkov, so finančne razmere še naprej občutljive na nova inflacijska in makroekonomska gibanja.

V ZDA se je realni BDP v drugem četrletju 2022 spet skrčil, saj je potrošnja gospodinjstev upadla, naložbe pa so zmanjšale. Vse višje hipotekarne obrestne mere in veliki stroškovni pritiski so povzročili upad stanovanjskih naložb, tako da število začetkih gradenj še naprej upada. Zasebna potrošnja se je upočasnila, ker se zaupanje potrošnikov poslabšuje, realni razpoložljivi dohodek pa se zmanjšuje zaradi visoke inflacije. V prihodnjem obdobju bo realna rast BDP od tretjega četrletja naprej po projekcijah ponovno pozitivna, čeprav bo na splošno ostala šibka. Skupna inflacija se je julija znižala bolj, kot je bilo pričakovano, potem ko se je junija okreplila. Medletna skupna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, je julija zaradi upada cen energentov tako upadla na 8,5%, medtem ko je osnovna inflacija ostala nespremenjena na ravni 5,9%.

Kitajsko gospodarstvo je junija 2022 ponovno začelo rasti, vendar se je okrevanje julija ustavilo. Gospodarska aktivnost se je v drugem četrletju 2022 strmo skrčila zaradi strogih zajezitvenih ukrepov, ki so bili na podlagi kitajske strategije ničelne tolerance do COVID-19 uvedeni zaradi izbruhib v ključnih provincah. Po napovedih, ki predpostavljajo okrepljeno podporo politik in omejeno števila okužb s COVID-19, bo gospodarstvo v drugi polovici leta ponovno

začelo rasti. Skladno s tem so bili v primerjavi z junijskimi projekcijami gospodarski obeti za Kitajsko za to leto popravljeni izrazito navzdol, za preostanek obdobja projekcij pa nekoliko manj. Pritiski na cene življenjskih potrebščin na Kitajskem ostajajo zmerni.

Na Japonskem se je okrevanje gospodarske aktivnosti obnovilo, k čemur je prispevalo ponovno odpiranje gospodarstva. Po krčenju v prvem četrtletju 2022 se je v drugem četrtletju gospodarsko okrevanje nadaljevalo, pri čemer ga je podpiral odboj domačega povpraševanja po ublažitvi pandemičnih omejitev. Po pričakovanjih se bo umirjeno gospodarsko okrevanje v prihodnjem obdobju nadaljevalo. Medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, bo po projekcijah letos ostala nad 2-odstotnim ciljem japonske centralne banke, zatem pa naj bi se zniževala.

V Združenem kraljestvu bo zagon rasti predvidoma še dodatno oslabel, saj upadanje razpoložljivega dohodka gospodinjstev zavira zasebno potrošnjo.

Rast realnega BDP se je v drugem četrtletju 2022 upočasnila in se bo v prihodnjih četrtletjih predvidoma še zmanjšala. Zaradi strmega dviga inflacije, ki se bo po projekcijah še nadalje zvišala, se pričakuje, da se bo gospodarska aktivnost ob prelому leta začela upočasnjevati. Razmere na trgu dela ostajajo zaostrene, vseslošni plačni pritiski pa prispevajo k vztrajno visoki domači inflaciji. Tudi visoke cene surovin bodo v preostanku letosnjega leta po pričakovanjih pospeševale rast cen življenjskih potrebščin.

V Rusiji najnovejši podatki kažejo na začetek recesije, ki bo verjetno manj huda, kot je bilo pričakovano junija. V drugem četrtletju 2022 se je realni BDP zmanjšal za 5,8% glede na četrtletje prej, kar kaže, da bo pričakovana recesija letos verjetno manj izrazita, kot je bilo nakazano v junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Kljub temu se v projekcijah pričakuje, da se bo gospodarska aktivnost močno zmanjšala, saj izjemno hude mednarodne sankcije močno vplivajo na domače povpraševanje in zunanjо trgovino. Zaradi sankcij so se zvišale uvozne cene, dobava pa je ovirana, kar povzroča pritiske na rast inflacije. Vseeno sta del teh pritiskov v zadnjem času izravnala močnejši rubelj in šibkejše povpraševanje potrošnikov.

2

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju je v drugem četrtletju 2022 doseglo 0,8-odstotno rast. K temu so prispevale predvsem dinamične storitvene dejavnosti, saj je odprava pandemičnih omejitev spodbudno vplivala na zasebno potrošnjo v storitvenih dejavnostih, kjer je veliko medsebojnih fizičnih stikov. Število potovanj se je povečalo, kar je pozitivno vplivalo na države z velikim turističnim sektorjem. Po drugi strani so bile predelovalne dejavnosti prizadete zaradi visokih stroškov emergentov, zmanjšane oskrbe s plinom in vztrajnih, čeprav vse manjših, ozkih gril v dobavnih verigah. V prihodnje bodo gospodarske posledice vojne v Ukrajini še naprej prisotne in bodo nadalje vplivale na slabšanje obetov v euroobmočju. V tretjem četrtletju naj bi se gospodarska aktivnost precej upočasnila. Čeprav je v poletnih mesecih gospodarsko rast v euroobmočju še vedno podpiral dinamičen turistični sektor, spodbujevalni učinki ponovnega odpiranja gospodarstva popuščajo. Poleg tega na vse sektorje gospodarstva negativno vplivata visoka inflacija in vztrajna negotovost, kar je povezano predvsem z motnjami v dobavi plina in širšimi geopolitičnimi posledicami dolgorajne vojne. Ista dejavnika naj bi negativno vplivala na gospodarsko aktivnost v euroobmočju tudi pozimi 2022/2023. Pozitivna stran je, da naj bi k spodbujanju gospodarske aktivnosti prispevali fiskalni ukrepi, namenjeni blaženju vpliva višjih cen emergentov, na splošno odporni trgi dela in akumulirani prihranki. Gledano dolgoročneje naj bi ob ponovnem uravnoteženju energetskega trga, zmanjšanju negotovosti, odpravi ozkih gril v dobavnih verigah in izboljšanju realnega dohodka gospodarska rast v euroobmočju postopno okrevala.

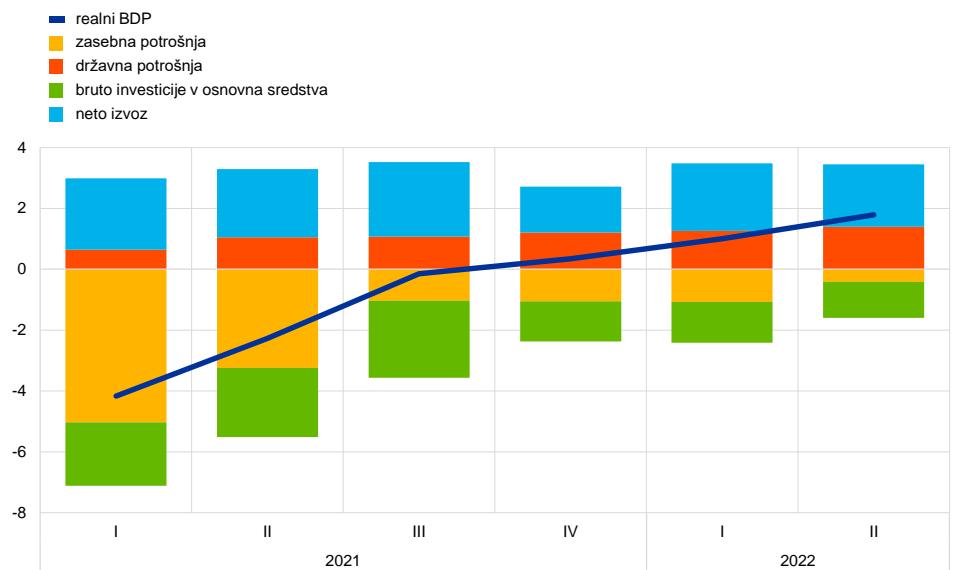
Tako oceno na splošno kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,1%, v letu 2023 0,9%, v letu 2024 pa 1,9%. V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili gospodarski obeti za leto 2022 popravljeni navzgor, za leti 2023 in 2024 pa navzdol.

Na gospodarsko aktivnost v euroobmočju je v drugem četrtletju 2022 ugodno vplivalo ponovno odpiranje gospodarstva. Realni BDP se je medčetrtletno povečal za 0,8%, na kar je vplival pozitiven prispevek domačega povpraševanja, medtem ko je imela neto trgovinska menjava majhen negativen vpliv. Zasebna potrošnja in naložbe so se v drugem četrtletju močno povečale, povečanje državne potrošnje pa je bilo skromnejše (graf 4). Nepričakovano močna rast v drugem četrtletju je bila večinoma posledica močne aktivnosti v storitvenih dejavnostih po odpravi večine pandemičnih omejitev. Iz razpoložljivih podatkov za posamezne države in iz kratkoročnih kazalnikov je razvidno, da se je zasebna potrošnja preusmerila z blaga na storitve, zlasti tiste, kjer je največ medsebojnih fizičnih stikov. Zasebna potrošnja turističnih in gostinskih storitev je bila izredno močna že spomladi, kar je ugodno vplivalo zlasti na države z velikim turističnim sektorjem, kot so Španija, Italija in Francija.

Graf 4

Realni BDP v euroobmočju in komponente

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

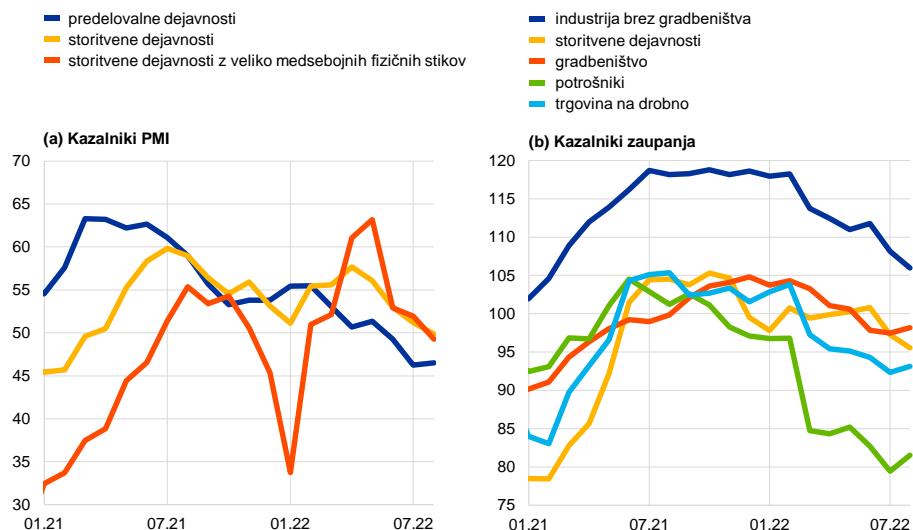
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2022.

Glede gibanj v prihodnosti obstajajo jasni znaki, da se bo ob visoki inflaciji in vztrajni negotovosti, povezani z vojno v Ukrajini in dogajanji na trgu emergentov, gospodarska aktivnost še naprej umirjala. Iz najnovejših anketnih podatkov je razvidno, da je negativna dinamika v tretjem četrtletju 2022 vplivala na vse sektorje gospodarstva. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) se je avgusta znižal na najnižjo raven v zadnjih 18 mesecih, pri čemer se je zniževal že drugi mesec zapored. K nadaljnemu zmanjševanju gospodarske aktivnosti še naprej prispevajo predvsem predelovalne dejavnosti, ki so prizadete zaradi visokih energetskih stroškov, vztrajnih – čeprav vse manjših – ozkih grl v dobavnih verigah in upadanja povpraševanja (graf 5, slika a). Storitveni indeks PMI se je avgusta znižal na raven, ki pomeni stagnacijo aktivnosti. Iz tega je mogoče sklepati, da pozitivni učinki povečane zasebne potrošnje storitev po pandemiji popuščajo – kljub še vedno ugodnemu vplivu aktivnosti v turizmu v poletnih mesecih – saj jih zavirajo pritiski na življenske stroške. Poleg tega so se ozka grla, povezana s pomanjkanjem delavcev, v storitvenih dejavnostih močno okrepila. Tudi iz najnovejših kazalnikov zaupanja je razvidno, da se v tretjem četrtletju dinamika rasti v vseh sektorjih upočasnuje. K dodatnemu znižanju kazalnika gospodarske klime Evropske komisije v avgustu je prispevalo predvsem prejšnje zmanjšanje zaupanja v industriji in – v manjši meri – storitvenih dejavnostih (graf 5, slika b). Zaupanje potrošnikov se je avgusta nekoliko izboljšalo, potem ko je bilo julija na rekordno nizki ravni. Kljub temu je še vedno manjše od prejšnje najnižje ravni, dosežene na začetku krize zaradi koronavirusa (COVID-19). Omenjena gibanja so odraz vztrajne zaskrbljenosti gospodinjstev glede visokih cen emergentov in hrane ob veliki negotovosti glede vpliva vojne v Ukrajini.

Graf 5

Anketni kazalniki po sektorjih gospodarstva

(slika a: ravnotežje v odstotkih; slika b: ravnotežje v odstotkih, februar 2020 = 100)



Viri: S&P Global (slika a), Evropska komisija in izračuni ECB (slika b).

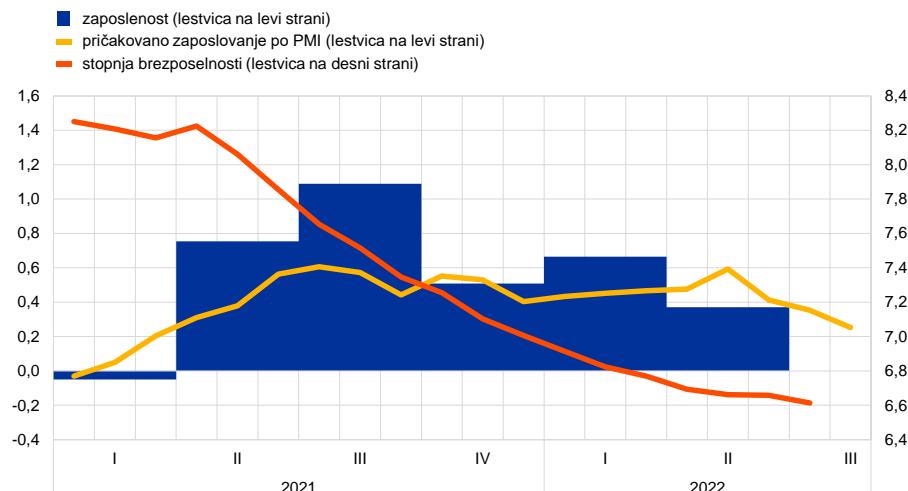
Opombe: »Storitvene dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov« so nastanitvene in gostinske storitve. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2022.

Hkrati so bile razmere na trgu dela še vedno zelo dobre, kar je spodbudno vplivalo na gospodarsko aktivnost. Skupna zaposlenost se je v drugem četrtletju 2022 medčetrtletno povečala za 0,4%, potem ko je bila v prvem četrtletju rast 0,7-odstotna. To pomeni, da se je število zaposlenih med zadnjim četrtletjem 2019 in drugim četrtletjem 2022 povečalo za 2,7 milijona. Raven skupne zaposlenosti je zdaj skladna z ravnjo, ki jo implicira preteklo razmerje z realnim BDP. Število opravljenih delovnih ur se je v drugem četrtletju 2022 povečalo za 0,6% in je zdaj za 0,6% višje kot pred pandemijo v zadnjem četrtletju 2019. Stopnja brezposelnosti je julija 2022 znašala 6,6%, tako da je bila rahlo (za 0,1 odstotne točke) nižja kot v juniju in za okrog 0,8 odstotne točke nižja od ravni pred pandemijo v februarju 2020 (graf 6). Še naprej se je zmanjševal tudi delež delavcev, vključenih v programe za ohranitev delovnih mest, pri čemer je v drugem četrtletju 2022 po ocenah znašal 0,9% delovne sile. Ta delež se je zmanjšal z 1,4% v prvem četrtletju, potem ko je bil v drugem četrtletju 2020 več kot 15-odstoten. Trg dela v euroobmočju se je od začetka pandemije močno okreplil. V prvem četrtletju 2022 je bilo tako za vsake tri brezposelne delavce na voljo eno prosto delovno mesto, v juliju 2022 pa je več kot 33% podjetij v euroobmočju poročalo, da pomanjkanje delavcev omejuje njihovo proizvodnjo. Take razmere so bile prisotne v vseh sektorjih.

Graf 6

Zaposlenost, kazalnik PMI o zaposlovanju in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

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



Vir: Eurostat, S&P Global in izračuni ECB.

Opombe: Črti označujeta mesečno gibanje, stolci pa prikazujejo četrtletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2022 pri zaposlenosti, na avgust 2022 pri PMI in na julij 2022 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da se rast zaposlenosti kljub nekaterim znakom umirjanja nadaljuje. Mesečni sestavljeni indeks PMI o zaposlovanju je avgusta znašal 52,5, kar je eno točko manj kot julija, vendar je še vedno višji od mejne vrednosti 50, kar pomeni rast zaposlovanja. Indeks PMI o zaposlovanju je že od februarja 2021 v območju pozitivne rasti. Kar zadeva gibanja v posameznih sektorjih, omenjeni indeks nakazuje nadaljnjo – čeprav šibkejšo – rast zaposlovanja v industriji in storitvenih dejavnosti ter zmanjšanje zaposlovanja v gradbeništvu.

Po odboju v drugem četrtletju je zasebna potrošnja pod vplivom precejšnjih zaviralnih dejavnikov zaradi visoke inflacije in velike negotovosti. Zasebna potrošnja se je v drugem četrtletju povečala za 1,3%, k čemur je prispevalo ponovno odpiranje sektorjev z veliko medsebojnih fizičnih stikov. Potrošnja blaga pa je bila še vedno šibka, saj je bila še naprej pod vplivom visoke inflacije in omejitve na strani ponudbe. Prodaja v trgovini na drobno je v drugem četrtletju 2022 upadla za 0,8%, potem ko je bila v prvem četrtletju leta medčetrtletno manjša za 0,6%, število registracij novih avtomobilov pa je bilo v drugem četrtletju še vedno precej manjše (za 31,4%) kot pred pandemijo. Potrošnja blaga bo verjetno tudi v tretjem četrtletju še vedno šibka, potem ko je bila julija prodaja v trgovini na drobno za 0,2% manjša od mesečnega povprečja v drugem četrtletju. Zaupanje potrošnikov se je v tretjem četrtletju zaradi nadaljnje zaskrbljenosti gospodinjstev glede ekonomskega položaja še zmanjšalo. V nasprotju s potrošnjo blaga je bila potrošnja storitev v drugem četrtletju ob sprostitti pandemičnih omejitev in ponovnem odpiranju sektorjev z veliko medsebojnih fizičnih stikov, vključno s turizmom, močna. Vseeno se zdi, da pozitivni učinki ponovnega odpiranja gospodarstva na rast zasebne potrošnje popuščajo. Iz najnovejših anket Evropske komisije o mnenju potrošnikov in poslovnih

tendencah je razvidno, da bo povpraševanje po nastanitvenih, gostinskih in potovalnih storitvah v tretjem četrtletju predvidoma raslo počasneje.

Prihranki gospodinjstev deloma blažijo vpliv zelo visoke inflacije. Do prvega četrtletja 2022 so akumulirani prihranki, ki so presegali ravnini izpred pandemije, znašali okrog 850 milijard EUR. Ti prihranki naj bi ob upadu realnega dohodka prispevali k temu, da se bo potrošnja delno ohranila na enaki ravnini. Gospodinjstva iz skupin z nižjimi dohodki pa so akumulirala razmeroma majhne prihranke in bodo morala zmanjšati sedanje prihranke ali jih porabiti. Ta gospodinjstva so ne glede na fiskalne ukrepe v podporo dohodkom močno izpostavljena šoku zaradi cen energentov in hrane. Nasprotno bi lahko gospodinjstva s srednje visokimi do visokimi dohodki akumulirane prihranke uporabila za potrošnjo. Vendar pa je iz julijске ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov razvidno, da so gospodinjstva oceno potreb po previdnostnih prihrankih močno popravila navzgor. Poleg tega naj bi visoka inflacija povzročila hitrejše realno zmanjševanje akumuliranega obsega prihrankov.

Rast podjetniških naložb naj bi se po močnem povečanju v drugem četrtletju 2022, k čemur je prispevala komponenta transportne opreme, upočasnila.

Negradbene naložbe so se v drugem četrtletju medčetrtletno povečale za 1,8%, saj je proizvodnja motornih vozil ob postopnem popuščanju ozkih gril v dobavnih verigah okrevala. Naložbe so se v drugem četrtletju povečale v vseh večjih državah v euroobmočju, razen v Španiji. Kljub nedavnemu rahlemu zmanjšanju je obseg naročil pri proizvajalcih proizvodov za investicije v euroobmočju še vedno velik, kot je razvidno iz kazalnikov Evropske komisije o naročilih in poslovni aktivnosti, ki so do avgusta ostali precej višji od povprečja. Iz anketnih podatkov Evropske komisije je razvidno, da je kljub določenemu izboljšanju v zadnjem času glavni dejavnik omejevanja proizvodnje še vedno pomanjkanje materiala oziroma opreme, medtem ko povpraševanje ne velja za omejitveni dejavnik. Vseeno se je zaradi negotovosti, povezane z vojno v Ukrajini, višjih cen energentov, višjih stroškov financiranja in tveganja racioniranja plina rast podjetniških naložb v tretjem četrtletju 2022 precej upočasnila. Julija sta se indeks PMI o predelovalnih dejavnostih in indeks PMI o novih naročilih (tj. tok novih naročil) v sektorju proizvodov za investicije še naprej zniževala in sta bila globoko v območju krčenja. Čeprav so pogoji financiranja še vedno ugodni, so se stroški zadolževanja za podjetja od začetka vojne v Ukrajini zelo povečali. Rast podjetniških naložb naj bi ponovno postala dinamična med letom 2023, k čemur naj bi delno prispevala sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«.

Stanovanske naložbe so se v drugem četrtletju 2022 rahlo zmanjšale in bodo v bližnji prihodnosti verjetno ostale šibke. Stanovanske naložbe so se v drugem četrtletju 2022 zmanjšale za 0,4%, potem ko so se v prvem četrtletju medčetrtletno povečale za 2,8%. Kazalnik Evropske komisije o gradbeni aktivnosti se je julija in avgusta glede na drugo četrtletje še naprej v povprečju zniževal, medtem ko se je indeks PMI o stanovanjski gradnji še bolj pomaknil v območje negativne rasti. Kot je razvidno iz ankete Evropske komisije do avgusta, so knjige naročil podjetij še vedno dobro zapolnjene, kar naj bi spodbudno vplivalo na gradbeno aktivnost v prihodnjih mesecih. Vendar pa podjetjem velike težave še naprej povzroča pomanjkanje na strani ponudbe, saj so avgusta ocenjene omejitve v proizvodnji zaradi pomanjkanja delavcev dosegle novo rekordno raven, medtem ko so se ozka grla v dobavi opreme

in materiala le rahlo zmanjšala. Poleg tega so se kratkoročne namere gospodinjstev glede obnove in nakupa ali gradnje stanovanj zmanjšale tudi v tretjem četrtletju, kar pomeni, da je povpraševanje šibkejše. To se kaže tudi v nadaljnjem povečanju deleža podjetij, ki kot dejavnik omejevanja proizvodnje poleg nadaljnega zmanjševanja obsega novih naročil navajajo tudi nezadostno povpraševanje, kot je razvidno iz indeksa PMI o gradbeništvu. Povpraševanje upada zaradi velike negotovosti, precej višjih gradbenih stroškov, zmanjševanja realnega dohodka in strožjih pogojev financiranja (okvir 4), kar naj bi vse bolj zaviralo stanovanjske naložbe v prihodnosti.

Trgovinska menjava euroobmočja je ob počasnejši rasti izvoza v države zunaj euroobmočja izgubila nekaj zagona, zaradi oslabljenega povpraševanja po izvozu v predelovalnih in storitvenih dejavnostih pa naj bi bila v prihodnje umirjena. Junija se je nominalni izvoz blaga v države zunaj euroobmočja po močnem povečanju v mesecu prej zmanjšal, medtem ko se je rast uvoza iz držav zunaj euroobmočja v obeh mesecih upočasnila. Primanjkljaj v blagovni menjavi euroobmočja se je stabiliziral, desezonirani tekoči račun pa je znova zabeležil presežek, k čemur je prispevalo povečanje salda storitvene menjave. K dobrni izvozni uspešnosti v maju in upočasniti rasti v juniju je prispeval predvsem izvoz na kemijskem področju v ZDA, kar je bilo verjetno posledica začasnega obnavljanja zalog pri ameriških uvoznikih. Iz kratkoročnih špediterskih in anketnih kazalnikov je razvidno, da se ozka grla v dobavnih verigah – čeprav so še vedno velika – zmanjšujejo. Kljub temu naj bi se v kratkoročnem obdobju trgovinska menjava euroobmočja zaradi hkratnega upada povpraševanja po izvozu v predelovalnih in storitvenih dejavnostih nadalje poslabšala, kot je razvidno iz indeksa PMI o novih izvoznih naročilih, ki se je julija in avgusta pri obeh sektorjih znižal. Zagon okrevanja storitvene menjave, ki ga sicer še vedno podpira močna turistična sezona, se je umiril, saj sta pomanjkanje delavcev in zmanjševanje realnega dohodka postala močnejši dejavnik omejevanja aktivnosti.

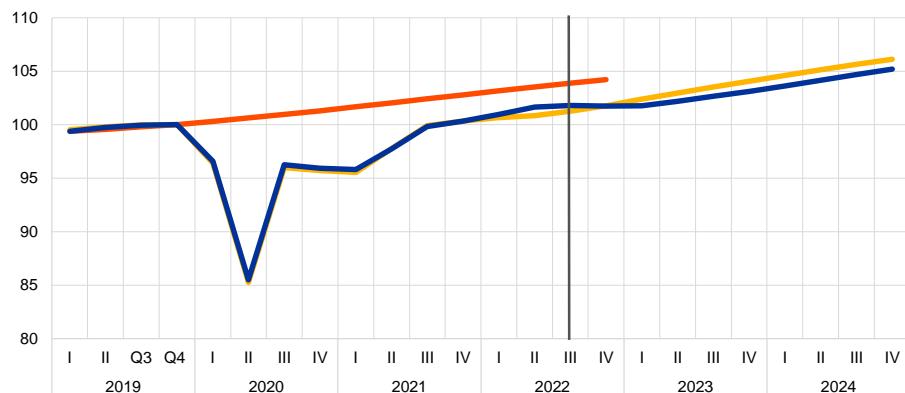
Gledano dolgoročneje naj bi se gospodarska rast v euroobmočju postopno okreplila, potem ko bodo dejavniki, ki bodo pozimi 2022/2023 zavirali gospodarsko aktivnost, popustili. Negotovost glede obetov je še vedno velika. Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,1%, v letu 2023 0,9% in v letu 2024 1,9% (graf 7). V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti glede rasti za leto 2022 popravljeni navzgor, za leti 2023 in 2024 pa navzdol. Medletna realna rast BDP naj bi po ocenah v zadnjem četrtletju 2022 znašala 1,4%, v zadnjem četrtletju 2023 prav tako 1,4%, v zadnjem četrtletju 2024 pa 2%. To kaže, da na predvideno povprečno stopnjo realne rasti BDP v letu 2022 močno vplivajo pozitivni učinki prenosa iz dinamične prve polovice leta, medtem ko na predvideno povprečno stopnjo realne rasti BDP v letu 2023 močno vpliva pričakovana upočasnitev rasti v drugi polovici leta 2022.

Graf 7

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

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

- projekcije strokovnjakov ECB, september 2022
- projekcije strokovnjakov Eurosistema, junij 2022
- projekcije strokovnjakov Eurosistema, decembra 2019



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljen 8. septembra 2022 na spletnem mestu ECB.

Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja septembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB.

3

Cene in stroški

Inflacija je avgusta še dodatno porasla na 9,1%, pri čemer je inflacija v skupini emergentov ostala najdominantnejša komponenta v skupni inflaciji. Inflacijo še vedno potiskajo navzgor strmo naraščanje cen emergentov in hrane, ozka grla v dobavnih verigah in pritiski s strani povpraševanja v nekaterih sektorjih zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva. Cenovni pritiski se še naprej krepijo in širijo po celotnem gospodarstvu, inflacija pa bi se lahko v bližnji prihodnosti še dodatno zvišala. Ko bodo sedanja gonila inflacije sčasoma izzvenela in bo normalizacija denarne politike začela učinkovati na gospodarstvo in določanje cen, se bo inflacija znižala. Kar zadeva prihodnje obdobje, je bila inflacija v letošnjih septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB popravljena precej navzgor in bo po najnovejših podatkih v povprečju predvidoma znašala 8,1% v letu 2022, 5,5% v letu 2023 in 2,3% v letu 2024. Inflacija brez emergentov in hrane bo po pričakovanjih leta 2022 dosegla 3,9%, leta 2023 3,4% in leta 2024 2,3%. Večina kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je trenutno na ravni okrog dveh odstotkov, čeprav nedavni popravki nekaterih kazalnikov nad ciljno raven narekujejo nadaljnje spremjanje.

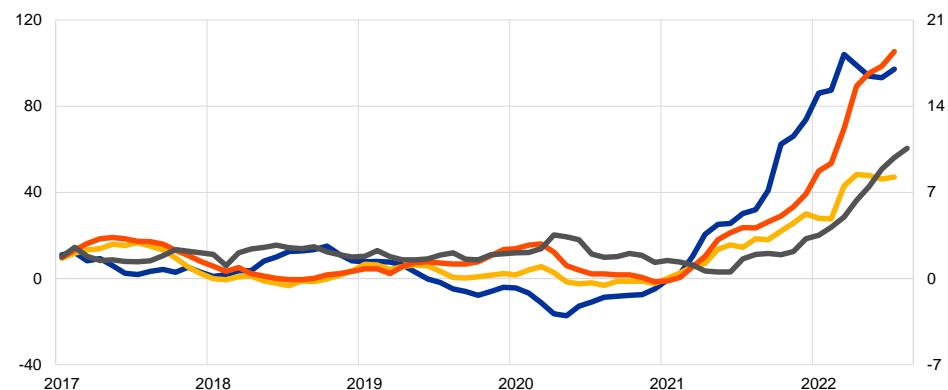
Po Eurostatovi prvi oceni za avgust je inflacija, merjena z indeksom HICP, spet porasla, in sicer na 9,1% v primerjavi z 8,9% v juliju. K zvišanju v avgustu je prispeval predvsem nadaljnji porast inflacije v skupini hrane in inflacije brez emergentov in hrane. Medletna stopnja rasti cen emergentov se je rahlo znižala, vseeno pa je ostala izjemno visoka na ravni 38,3%. Ta komponenta košarice je še naprej predstavljala skoraj polovico skupne inflacije. Inflacija v skupini emergentov je ostala povišana zaradi visokih cen nafte, plina in električne energije ter neobičajno visokih rafinerijskih marž za dizelsko gorivo in distribucijskih marž za goriva za zasebni prevoz. Tržni kazalniki nakazujejo, da se bodo cene nafte v bližnji prihodnosti umirile, medtem ko bodo veleprodajne cene plina ostale izjemno visoke. Inflacija v skupini hrane je znatno porasla z 9,8% v juliju na 10,6% v avgustu, kar je bil odraz visokih svetovnih cen prehrambnih surovin in visokih cen pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju. Na pritiske na cene hrane vse bolj vplivajo višji vhodni stroški za energente in gnojila – kar je razvidno tudi iz dinamike cen pri proizvajalcih (graf 8) – pa tudi motnje v trgovini s prehrambnimi surovinami in neugodne vremenske razmere.

Graf 8

Pritiski s strani vhodnih stroškov energentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih)

- indeks cen pri proizvajalcih – energenti
- cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju
- indeks cen pri proizvajalcih – proizvodnja živil
- inflacija v skupini hrane (lestvica na desni strani)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2022 pri inflaciji v skupini hrane (prva ocena) in na julij 2022 pri ostalih postavkah.

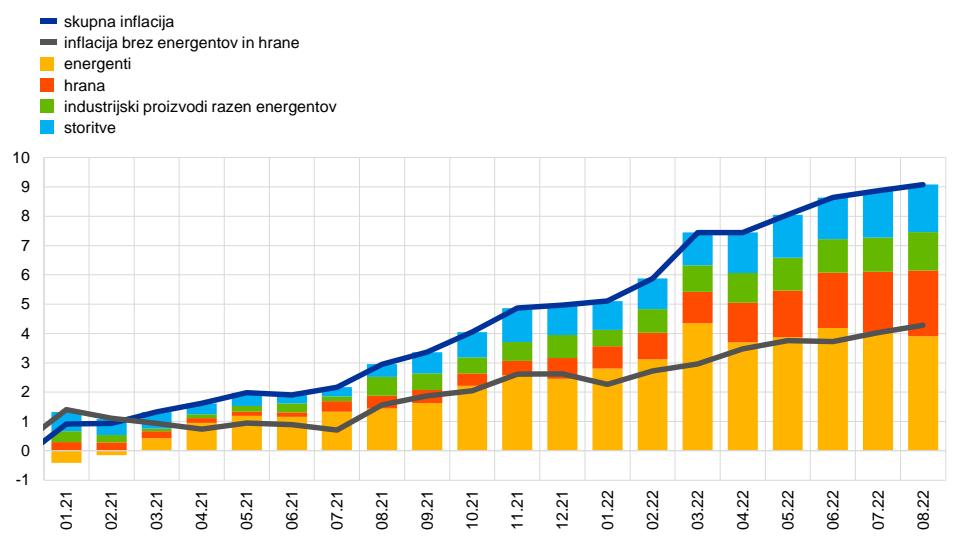
Inflacija brez energentov in hrane se je avgusta še dodatno zvišala na 4,3%, kar je bil odraz višje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov in v skupini storitev (graf 9).

Tudi tu so pomemben dejavnik ostali višji vhodni stroški, ki izhajajo iz skokovitega porasta cen energentov. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je dosegla novo najvišjo raven, kar je bil deloma še vedno odraz motenj v svetovnih dobavnih verigah. Porasla je tudi inflacija v skupini storitev, k čemur je poleg vpliva cen energentov na postavke, kot je prevoz, prispeval tudi vpliv hitrega naraščanja cen hrane na postavke, kot so gostinske storitve, in vpliv ponovnega odpiranja gospodarstva na postavke, kot so nastanitve. Ti učinki so več kot odtehtali začasen zaviralni učinek vladnih ukrepov, kot je bila vozovnica za javni promet v Nemčiji v višini 9 EUR (ta ukrep se je iztekel avgusta).

Graf 9

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2022 (prva ocena).

Merila osnovne inflacije so ostala na povišani ravni (graf 10). To odraža širjenje cenovnih pritiskov po vse več sektorjih in postavkah indeksa HICP, in sicer deloma zaradi vpliva visokih energetskih stroškov v celotnem gospodarstvu. Znotraj širokega nabora kazalnikov se je večina meril z izključitvijo še naprej zviševala. Inflacija brez energentov in hrane je porasla s 4,0% v juliju 2022 na 4,3% v avgustu. Ostala merila so na voljo samo do julija. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve se je julija rahlo zvišala na 3,6%, potem ko se je predhodni mesec znižala. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na ciklična gibanja, se je zvišal s 4,5% v juniju na 4,9% v juliju, medtem ko je modelski kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije julija še dodatno upadel na 5,3%. Medmesečna stopnja vztrajne in skupne komponente inflacije se je večinoma gibala okrog dosežene ravni. Vseeno pa vztrajno visoka medmesečna stopnja vztrajne in skupne komponente inflacije do julija še naprej kaže na močno dinamiko zviševanja osnovne inflacije. Kazalnik domače inflacije, ki predstavlja cenovna gibanja v postavkah indeksa HICP z manjšim uvoznim deležem, se je julija še dodatno zvišal in presegel 4%.² Začasna vozovnica za javni promet v Nemčiji v višini 9 EUR je od junija do avgusta najverjetneje vplivala na znižanje meril osnovne inflacije, kot je inflacija brez energentov in hrane, ta učinek pa se bo septembra po pričakovanjih izničil. Obenem ostaja negotovo, kako dolgo bodo različna merila in kazalniki vztrajali na povišani ravni. Velik del vpliva na zvišanje osnovne inflacije je mogoče pripisati posrednim učinkom, ki izhajajo iz skokovitega porasta cen energentov in hrane ter iz izjemnih sprememb v ravnovesju med ponudbo in povpraševanjem, ki so povezane s pandemijo in rusko invazijo na Ukrajinou.

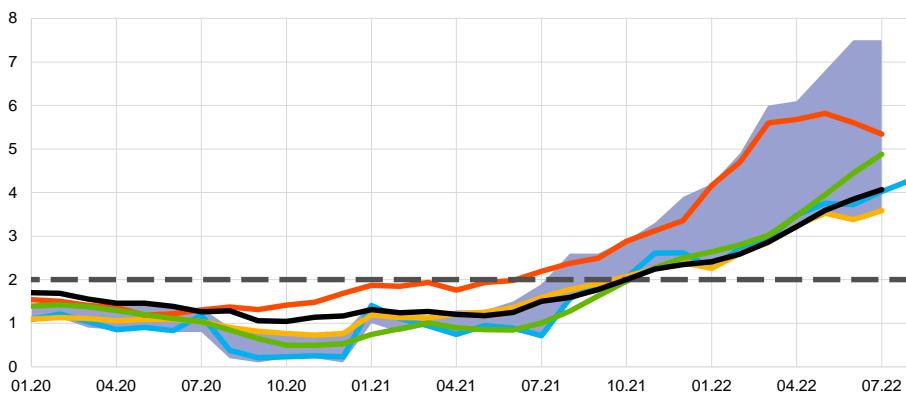
² Glej okvir z naslovom »Novi kazalnik domače inflacije v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2022.

Graf 10

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

- razpon osnovnih kazalnikov
- HICP brez emergentov in hrane
- najožja osnovna inflacija
- inflacija samo v skupini postavk z manjšim uvoznim deležem
- HICP brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve
- kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije



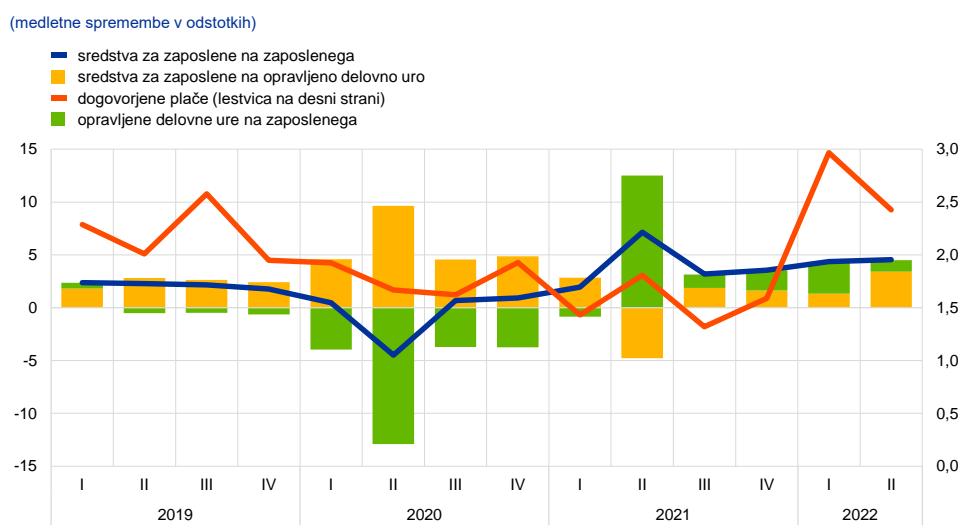
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez emergentov, HICP brez emergentov in nepredelane hrane, HICPXX (HICP brez emergentov in hrane), HICPXXX (HICP brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve), 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino ter tehtano mediano. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2022 pri inflaciji brez emergentov in hrane (prva ocena) in na julij 2022 pri ostalih postavkah.

Najnovejši podatki o dogovorjenih plačah še naprej kažejo na razmeroma umirjeno plačno dinamiko (graf 11). Rast dogovorjenih plač se je v drugem četrtletju 2022 znižala na 2,4%, potem ko je v predhodnem četrtletju znašala 3,0%. Vendar znižanje ne ponazarja v celoti osnovne dinamike, ker plačni dogovori obsegajo tudi enkratna plačila, zaradi katerih lahko pride do znatne volatilnosti medletne stopnje rasti. Na znižanje rasti dogovorjenih plač v drugem četrtletju so vplivali predvsem dinamika v Nemčiji in bazni učinki, ki izhajajo iz velikih enkratnih plačil junija 2021. Novejše informacije o plačnih dogovorih, ki so bili sklenjeni od začetka leta 2022, kažejo določeno mero krepitve dinamike plač, čeprav rast plač ostaja omejena v primerjavi s sedanjo stopnjo inflacije. Gibanje dejanskih plač, ki se meri s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, se je v drugem četrtletju 2022 še dodatno okrepilo in se zvišalo na 4,6% v primerjavi s 4,4% v predhodnem četrtletju. Na to je vplivalo močno zvišanje medletne stopnje rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro, ki je v drugem četrtletju znašala 3,4% v primerjavi z 1,3% v prvem četrtletju 2022 (k rasti so prispevali bazni učinki). Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je še naprej podpiralo povečevanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur. Kazalniki so vse manj izkrivljeni zaradi pandemije, ker se je vpliv vladnih ukrepov, povezanih s programi za ohranitev delovnih mest, še naprej zmanjševal.

Graf 11

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2022.

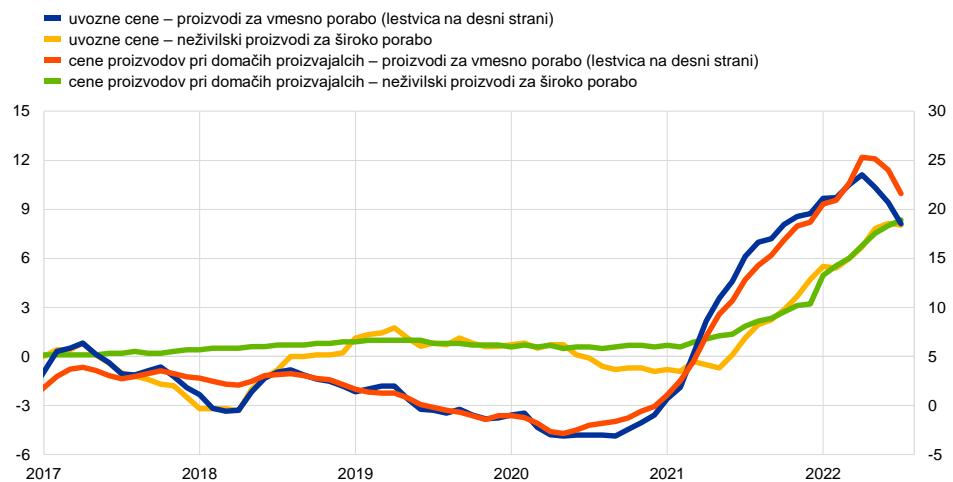
Pritiski iz proizvodne verige na inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov ostajajo močni, prenos stroškov v cene pa je najverjetnejše postal hitrejši (graf 12). Podatki za julij nakazujejo, da so pritiski v zgodnejših fazah cenovne verige pri inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov sicer popustili, vendar so se v poznejših fazah še dodatno zvišali. Medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo se je znižala drugič zapored od sredine leta 2020, in sicer z 20,7% v juniju 2022 na 18,5% v juliju. Medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji se je julija 2022 še nadalje znižala na 21,6% v primerjavi s 23,8% v predhodnem mesecu. Stopnja rasti uvoznih cen in cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri domačih proizvajalcih je kazala nekoliko mešane signale: uvozne cene so se julija rahlo znižale na 8,0%, medtem ko so se cene pri proizvajalcih zvišale na 8,3%. Stopnja ostaja izjemno visoka v primerjavi s povprečno medletno stopnjo (0,5%) v obdobju od leta 2001 do leta 2019. Dinamika uvoznih cen ostaja povišana, kar deloma odraža krepitev inflacijskih pritiskov zaradi depreciacije eura. Najnovejša analiza prenosa cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri proizvajalcih nakazuje, da je prenos zdaj hitrejši kot v preteklosti in da bi bili letos lahko prisotni nadaljnji pritiski na zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov.³ To je v skladu s podatki o pričakovanih prodajnih cenah proizvodov za široko porabo, ki ostajajo povišane, čeprav so se v zadnjih štirih mesecih nekoliko umirile.

³ Glej okvir z naslovom »Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

Graf 12

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2022.

Večina kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je trenutno na ravni okrog dveh odstotkov, čeprav nedavni popravki nekaterih kazalnikov nad ciljno raven narekujejo nadaljnje spremeljanje. Anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so se še naprej postopno zviševala in dosegla raven okrog ali nekoliko nad 2%, medtem ko so tržna merila upadla onkraj zelo kratkih ročnosti ob precešnji volatilnosti (graf 13). Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov iz julija 2022 so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja (za leto 2026) še dodatno porasla na 2,2%, medtem ko so glede na napovedi Consensus Economics julija znašala 2,1% v primerjavi z 1,9% v predhodnem četrletju. Hkrati sta mediana in modus pričakovanj v anketi o napovedih drugih strokovnjakov ostala na 2,0-odstotni ravni. V najnovejši anketi denarnih analitikov, ki jo pripravlja ECB, so srednje- do dolgoročna inflacijska pričakovanja julija ostala nespremenjena na 2,0-odstotni ravni. Anketa o pričakovanjih potrošnikov, ki jo pripravlja ECB, je pokazala, da so se dolgoročnejša (čez tri leta) inflacijska pričakovanja gospodinjstev julija še dodatno zvišala.⁴ V obravnavanem obdobju so tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobačnih izdelkov) sčasoma upadla onkraj zelo kratkih ročnosti ob utrjevanju pričakovanj o nadaljnji normalizaciji denarne politike in zaskrbljjenosti glede upočasnitve gospodarske rasti v prihodnje. Upad meril nadomestila za inflacijo prikriva znatno volatilnost v obravnavanem obdobju. Volatilna so bila predvsem merila s kratkimi ročnostmi, ker so poskočila zaradi strmega naraščanja cen električne energije, potem pa so ponovno upadla ob novici o pobudah politik EU za zajezitev energetske krize. V skladu s temi tržnimi merili se bo po najnovejših podatkih inflacija predvidoma vrnila na raven okrog 2% tekom leta 2024 in zatem ostala blizu te ravni, pri čemer obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let znaša 2,2%. Pomembno je opozoriti, da tržna merila nadomestila

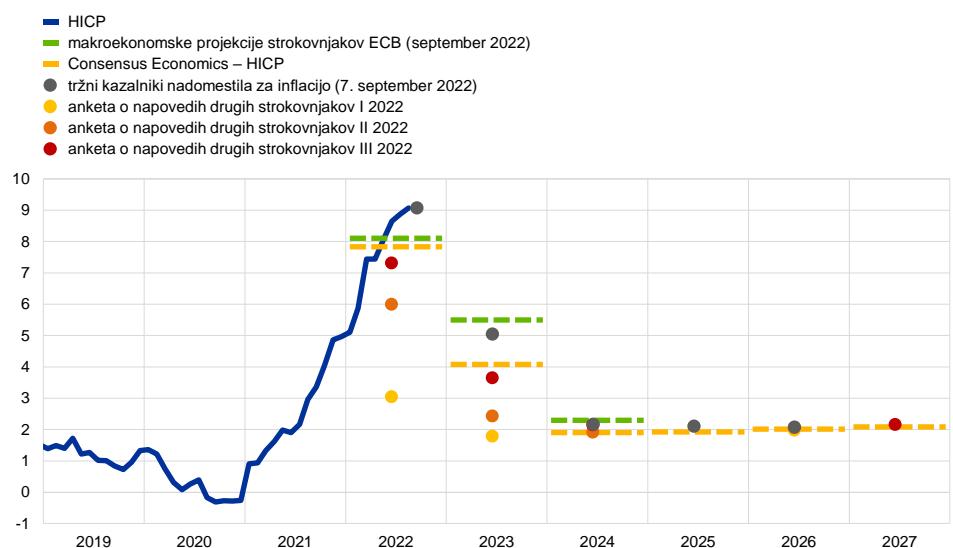
⁴ Glej »ECB Consumer Expectations Survey results – July 2022«, sporočilo za javnost, 2. september 2022.

za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, ker vključujejo premije za inflacijsko tveganje, ki so nadomestilo za negotovost v zvezi z inflacijo. Relativna stabilnost anketnih meril dolgoročnih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, nakazuje, da sedanja volatilnost dolgoročnih tržnih meril večinoma odraža spremembe premij za inflacijsko tveganje.

Graf 13

Anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj in tržni kazalniki nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Serija podatkov o tržnih kazalnikih nadomestila za inflacijo temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije, na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo se nanašajo na 7. september 2022. Anketa o napovedih drugih strokovnjakov za trete četrtletje 2022 je bila izvedena med 1. in 5. julijem 2022. Presečni datum za dolgoročne napovedi Consensus Economics je bil julij 2022 za leta 2024, 2025, 2026 in 2027 in avgust 2022 za leti 2022 in 2023. Presečni datum za podatke v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB je 25. avgust 2022. Zadnji podatki pri indeksu HICP so za avgust 2022 (prva ocena).

Po septembrskih makroekonomske projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo skupna inflacija v bližnji prihodnosti ostala povišana, nato pa bo ponovno upadla na povprečno 5,5-odstotno raven v letu 2023 in 2,3-odstotno raven v letu 2024 (graf 14).

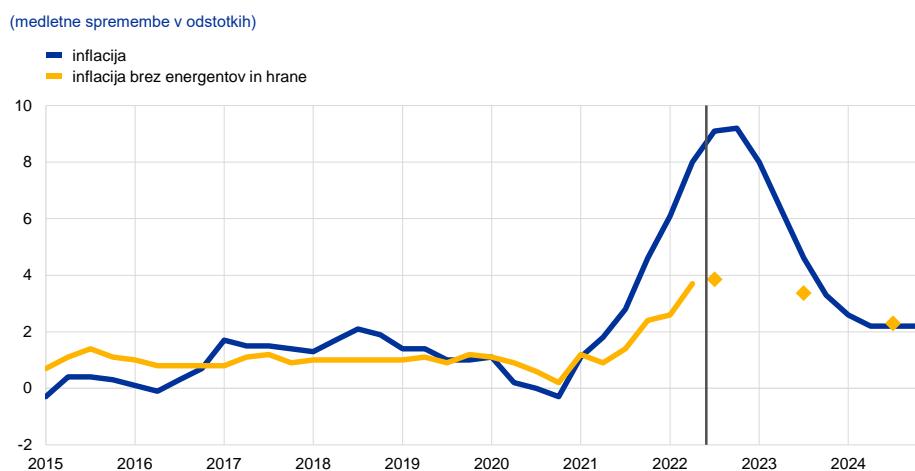
Kar zadeva medletno stopnjo inflacije v zadnjem četrtletju leta, bo po pričakovanjih znašala 9,2% v letu 2022, 3,3% v letu 2023 in 2,2% v letu 2024. Inflacija se še naprej skokovito zvišuje zaradi nadaljnjih velikih šokov na strani ponudbe, ki se v cene živiljenjskih potrebščin prelivajo hitreje kot v preteklosti. Skupna inflacija bo v preostanku leta 2022 predvidoma ostala na ravni nad 9% zaradi izjemno povišanih cen emergentov in prehrambnih surovin, pa tudi zaradi pritiskov na zvišanje, ki izhajajo iz ponovnega odpiranja gospodarstva, pomanjkanja na strani ponudbe in presežnega povpraševanja po delovni sili.

Pričakovan upad inflacije s povprečne 8,1-odstotne ravni v letu 2022 na 5,5% v letu 2023 in 2,3% v letu 2024 je predvsem odraz strmega znižanja inflacije v skupini emergentov in hrane zaradi negativnih baznih učinkov in predvidenega znižanja cen primarnih surovin v skladu s terminskimi cenami. Inflacija brez emergentov in hrane naj bi do sredine leta 2023 ostala na ravni, ki je doslej brez primere, po drugi strani pa bo po pričakovanjih zatem upadla, ko bodo učinki ponovnega odpiranja

gospodarstva popustili ter se bodo sprostila ozka grla v dobavnih verigah in zmanjšali pritiski s strani vhodnih energetskih stroškov. Skupna inflacija bo v letu 2024 predvidoma ostala nad 2-odstotnim ciljem ECB. To je posledica zapoznelyih učinkov visokih cen energentov na druge komponente inflacije razen energentov, nedavne depreciacije eura, ugodnih gibanj na trgih dela in vpliva nadomestila za inflacijo na plače, ki se bodo po pričakovanjih zviševale precej hitreje od dolgoročnega povprečja. V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila skupna inflacija popravljena znatno navzgor za leto 2022 (za 1,3 odstotne točke) in za leto 2023 (2,0 odstotne točke), za leto 2024 pa je bila popravljena rahlo navzgor (0,2 odstotne točke). To odraža nedavne presenetljive podatke, dramatično zvišanje predpostavk o veleprodajnih cenah plina in električne energije, močnejšo rast plač in nedavno deprecacijsko eura. Ti učinki so več kot odtehtali učinek na znižanje inflacije, ki izhaja iz nedavnega upada cen prehrambenih surovin, manj izrazitih ozkih grl v dobavnih verigah, kot je bilo sprva predvideno, in slabših gospodarskih obetov.

Graf 14

Inflacija in inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2022 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2024 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 25. avgust 2022. Pretekli podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane so četrletni. Podatki iz napovedi so četrletni za inflacijo in medletni za inflacijo brez energentov in hrane.

4

Gibanja na finančnih trgih

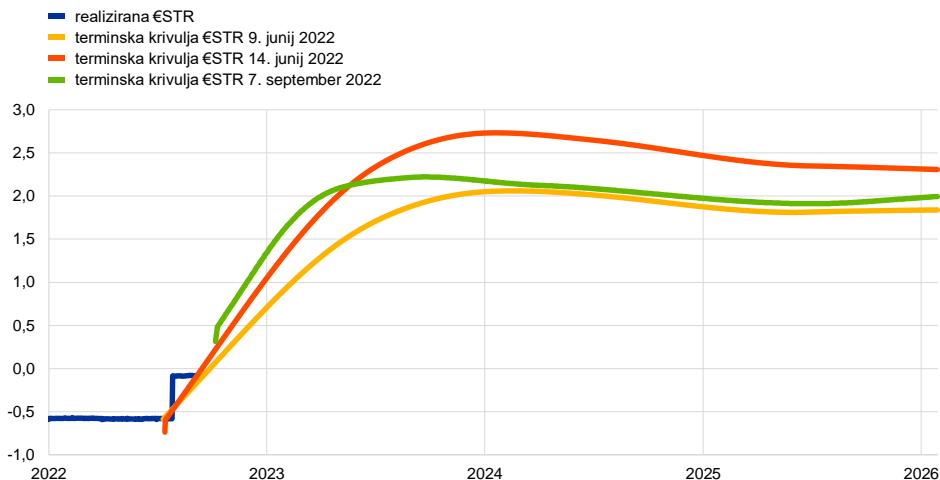
V obravnavanem obdobju (od 9. junija do 7. septembra 2022) so bile cene finančnega premoženja v euroobmočju volatilne, saj so udeleženci na trgu tehtali posledice velikih inflacijskih pritiskov in tveganja recesije za pričakovano prihodnjo usmeritev denarne politike ECB glede obrestnih mer. Na koncu so se netvegane obrestne mere v euroobmočju zvišale, ko so udeleženci na trgu pričakovanja popravili tako, da zdaj pričakujejo hitrejšo in izrazitejšo zaostritev denarne politike. Zvišale so se tudi dolgoročne netvegane obrestne mere. Donosnost državnih obveznic je rasla vzporedno z netveganimi obrestnimi merami, saj so se razmiki v donosnosti državnih obveznic le malo spremenili, hkrati pa so bili v izbranih državah nekoliko volatilni. Višje obrestne mere in vse slabši gospodarski obeti so vplivali na tvegano finančno premoženje podjetij, pri čemer so bili razmiki v donosnosti evropskih podjetniških obveznic na splošno večji, tečaji delnic pa nižji. Zaradi zaskrbljenosti glede rasti v euroobmočju je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, dodatno oslabel, pri čemer je bil tečaj EUR/USD rahlo nižji od paritete.

Od junajske seje Sveta ECB so se kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju zvišale, ko so udeleženci na trgu svoja pričakovanja popravili tako, da zdaj pričakujejo hitrejšo in izrazitejšo zaostritev denarne politike. V obravnavanem obdobju je obrestna mera €STR v povprečju znašala –34 bazičnih točk, presežna likvidnost pa se je zmanjšala za približno 39 milijard EUR na 4.578 milijard EUR. Terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki temelji na referenčni obrestni meri €STR, se je gibala volatilno. Gledano v celoti je omenjena krivulja, ko je zaskrbljenost glede inflacije odtehtala vse večje tveganje recesije, nakazovala pričakovanje o hitrejši in izrazitejši zaostritvi obrestne politike ECB (graf 15). Ob koncu obravnavanega obdobja je terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč nakazovala, da se bodo te obrestne mere do konca leta 2022 kumulativno zvišale za okrog 150 bazičnih točk in proti koncu leta 2023 dosegle najvišjo približno 2,2-odstotno raven.

Graf 15

Termske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

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

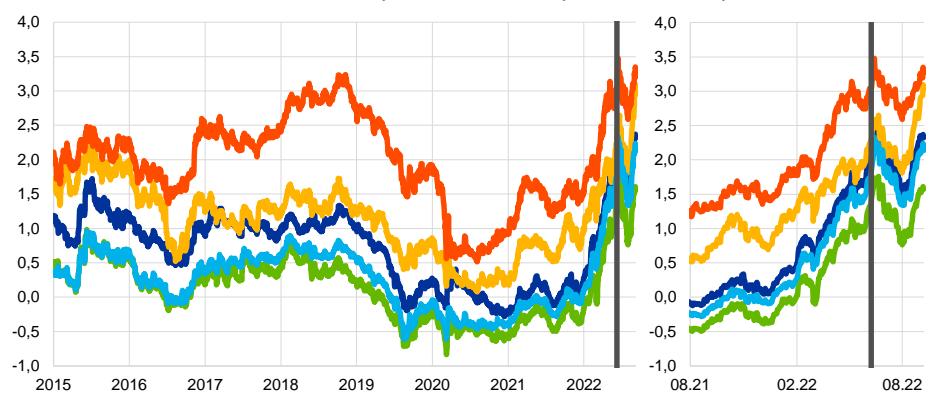
Donosnost dolgoročnih obveznic se je povečala zaradi ocene trgov glede pričakovane prihodnje usmeritve denarne politike (graf 16). V obravnavanem obdobju je globalna donosnost dolgoročnejših obveznic precej nihala, saj so udeleženci na trgu na podlagi novic o inflaciji in gospodarskih obetih ves čas popravljali svoja pričakovanja glede politike centralnih bank. Na splošno se je donosnost dolgoročnih obveznic v euroobmočju nekoliko povečala: povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je povečala na okrog 2,3%, kar je 16 bazičnih točk višje kot v času junijске seje Sveta ECB. Podobno se je donosnost 10-letnih državnih obveznic ZDA povečala za 22 bazičnih točk na okrog 3,3%, donosnost 10-letnih državnih obveznic Združenega kraljestva za 71 bazičnih točk na 3,0%, donosnost nemških 10-letnih državnih obveznic pa za 14 bazičnih točk na 1,6%.

Graf 16

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

(v odstotkih na leto)

- povprečje euroobmočja, tehtano z BDP
- Združeno kraljestvo
- ZDA
- Nemčija
- obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

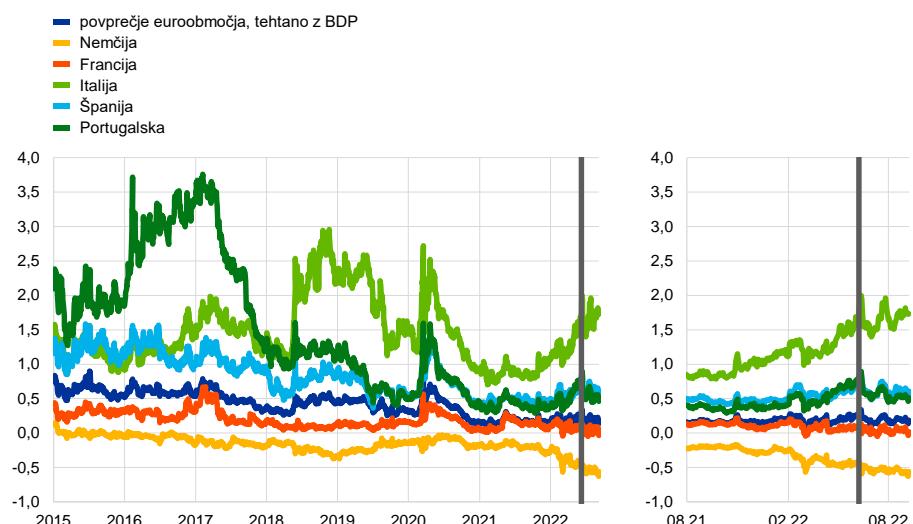
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. junij 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2022.

Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je gibala približno v skladu z netveganimi obrestnimi merami, razmiki v donosnosti teh obveznic pa so ostali skoraj nespremenjeni (graf 17). Medtem ko so netvegane obrestne mere v obravnavanem obdobju precej nihale, je razmik v donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč ostal razmeroma stabilen, pri čemer se je zmanjšal za 12 bazičnih točk. Ob koncu obravnavanega obdobja so bile spremembe posameznih razmikov v donosnosti državnih obveznic med državami nekoliko različne. Razmiki v donosnosti 10-letnih italijanskih in portugalskih državnih obveznic so se denimo zmanjšali za 10 oziroma 29 bazičnih točk, medtem ko se je razmik v donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic zmanjšal še za 14 bazičnih točk. Hkrati je bilo ob zaostrovanju notranjepolitične krize gibanje razmikov v donosnosti italijanskih državnih obveznic volatilno, kar pa je imelo le omejene učinke prelivanja na druge države.

Graf 17

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

(v odstotnih točkah)



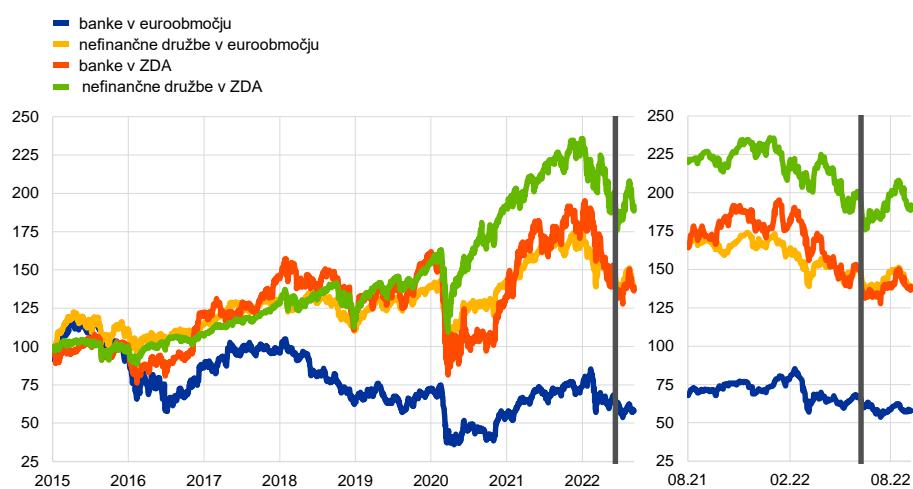
Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. junij 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2022.

Graf 18

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. junij 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 7. september 2022.

Vse večja zaskrbljenost glede gospodarskih obetov in zaostrovanje denarne politike sta še naprej vplivala na razmike v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju, ki so se v obravnavanem obdobju na splošno povečali. V obravnavanem obdobju so se zaradi zaskrbljenosti glede upočasnitve gospodarske rasti v prihodnosti, določenega znižanja pričakovanj o dobičku in bolj zaostrene

pričakovane denarne politike razmiki nekoliko povečali. Na splošno so se razmiki v donosnosti visoko donosnih podjetniških obveznic povečali za 18 bazičnih točk, medtem ko so bili razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda do neke mere odporni in so se do konca obravnavanega obdobja povečali za 2 bazični točki.

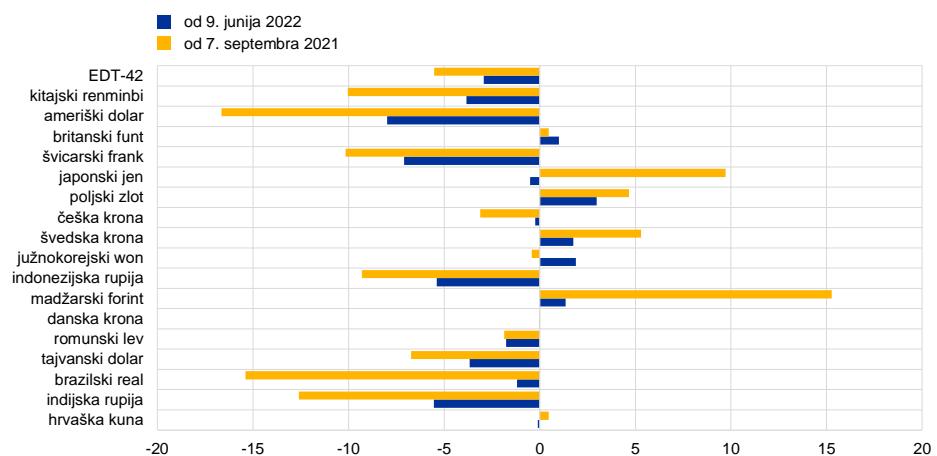
Evropski delniški trgi so v obravnavanem obdobju upadli, na kar so vplivali podobni dejavniki kot pri trgih podjetniških obveznic (graf 18). Gibanja na evropskih delniških trgih so v celotnem obravnavanem obdobju nihala, saj so bili trgi občutljivi na novice o inflacijskih in gospodarskih obetih ter na posledice za politike svetovnih centralnih bank glede obrestnih mer. V obravnavanem obdobju so tako delniški trgi v euroobmočju na splošno upadli. Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se tako znižali za 5,7%, tečaji delnic bank v euroobmočju pa za 11,3%. Na tečaje delnic so negativno vplivali nekateri popravki pričakovanj o dobičku navzdol, precešnje znižanje pričakovane realne rasti BDP v euroobmočju – kar se morda še ni v celoti odrazilo v pričakovanjih o dobičku – in višje dolgoročne obrestne mere. Padec tečajev delnic nefinančnih družb in bank je ublažilo znižanje premije za tveganje lastniškega kapitala (glej razdelek 5). Tudi v ZDA so se tečaji delnic zaradi višjih obrestnih mer in bojazni pred recesijo znižali, in sicer tečaji bančnih delnic za 3,1%, tečaji delnic nefinančnih družb pa le za 0,8%, kar dokazuje, da so slednji odpornejši.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, še naprej slabel (graf 19). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju na splošno znižal za 2,9%. Splošna šibkost eura se je ob vse večji zaskrbljenosti glede gospodarskih obetov v euroobmočju in ob hitrejšem zaostrovjanju denarne politike v ZDA odrazila tudi v 8-odstotni depreciaciji v razmerju do ameriškega dolarja, s katerim se je ob koncu obravnavanega obdobja trgovalo rahlo pod pariteto. Euro je depreciral tudi v razmerju do švicarskega franka (za 7,1%) in japonskega jena (za 0,5%), medtem ko je v razmerju do britanskega funta apreciral (za 1%). Oslabel je tudi v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev, vključno z indijsko rupijo (za 5,5%) in kitajskim renminbijem (za 3,8%).

Graf 19

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 7. septembra 2022.

5

Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Obrestne mere bank za posojila in pogoji financiranja za banke so se od konca maja ob nadaljnji normalizaciji denarne politike zvišali. Stopnja rasti posojil podjetjem je bila nominalno močna, solidna rast posojil gospodinjstvom pa je začela kazati znake umirjanja. V obdobju od 9. junija do 7. septembra so se stroški lastniškega financiranja za podjetja močno zmanjšali, stroški tržnega dolžniškega financiranja pa so se povečali. Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je predvsem zaradi povečanega zadolževanja pri bankah povečal. Rast širokega denarja se je še naprej umirjala zaradi končanja Eurosistemovih neto nakupov vrednostnih papirjev v juliju ter višjih cen energentov za gospodinjstva in podjetja v euroobmočju, ki zmanjšujejo razpoložljivi dohodek.

Stroški financiranja za banke v euroobmočju so bili v zadnjih mesecih ob nadaljnji normalizaciji denarne politike na splošno višji. Trend strmega naraščanja skupnih stroškov dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, zabeležen v začetku leta 2022, se je julija ustavil (graf 20, slika a). Od začetka leta 2022 je zaradi naraščanja netveganih obrestnih mer donosnost bančnih obveznic presegla ravni, zabeležene pred začetkom izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev leta 2015, kljub določeni meri volatilnosti od junajske seje Sveta ECB (graf 20, slika b). Z nedavnim zvišanjem obrestnih mer julija 2022 je ECB prvič po osmih letih odpravila negativne obrestne mere. Večina bank je začela povečevati obrestovanje vlog, ki predstavljajo velik delež financiranja za banke v euroobmočju.

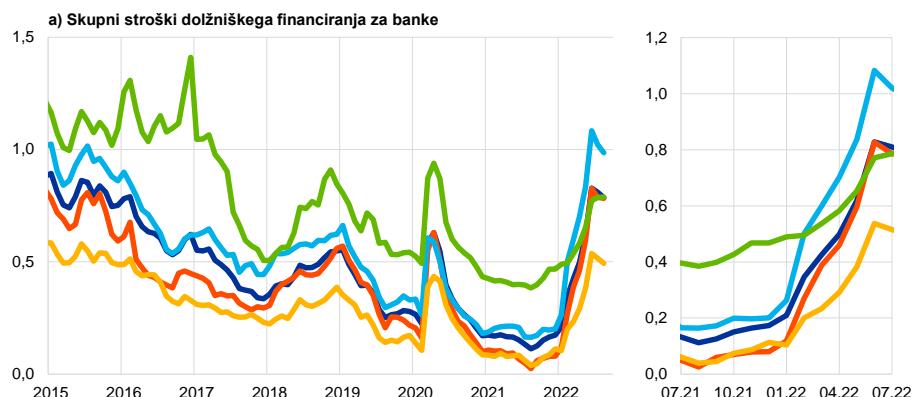
Bilance stanja bank so bile na splošno trdne, vendar se začenjajo kazati posledice slabitve gospodarskega okolja. Kapitalski količniki bank so se vrnili na nižje ravni, kakršne so bile zabeležene pred pandemijo. Donosnost bank ob normalizaciji denarne politike podpirajo tudi višji neto prihodki iz obresti. Medtem ko so banke dosegle nadaljnji napredek pri zmanjševanju deleža nedonosnih posojil, so se nekatera merila kakovosti aktive poslabšala. Nedavno znižanje razmerja med ceno in knjigovodsko vrednostjo ob slabitvi gospodarskih obetov in rasti kreditnega tveganja kaže določeno poslabšanje obetov za banke.

Graf 20

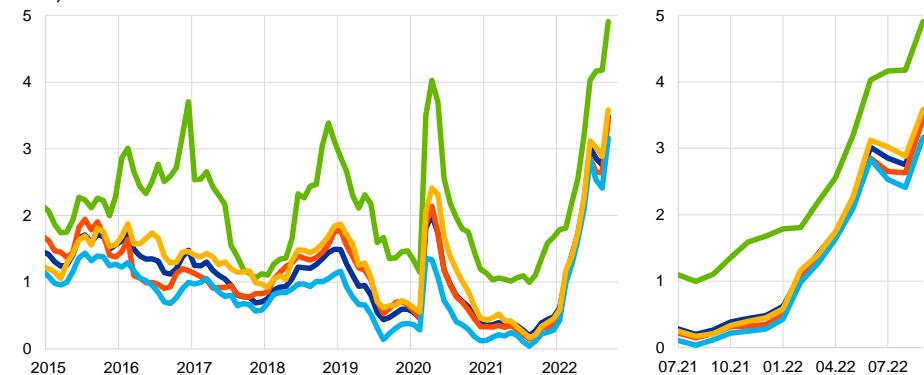
Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah euroobmočja

(odstotki na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



b) Donosnost bančnih obveznic



Viri: ECB, indeksi IHS Markit iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2022 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in 7. september 2022 pri donosnosti bančnih obveznic.

Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se od konca maja še zvišale, ker banke zmanjšujejo ponudbo posojil. S strmmim povečanjem netveganih obrestnih mer in donosnosti državnih obveznic v euroobmočju od začetka leta 2022 so se zvišale tudi obrestne mere za posojila, zlasti za stanovanjska posojila gospodinjstvom (graf 21). Skupne obrestne mere bank za stanovanjska posojila gospodinjstvom so se julija znova močno povečale in so znašale 2,15%. Zaradi mesečnega povečanja za 18 bazičnih točk so se hipotekarne obrestne mere od začetka leta zvišale za skupno 84 bazičnih točk. Medtem so bile obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam volatilnejše in so se julija rahlo zmanjšale za 6 bazičnih točk na 1,77%, potem ko so se od začetka leta 2022 povečale za 41 bazičnih točk. Za prihodnje mesece razpoložljivi podatki kažejo, da se bodo obrestne mere za posojila podjetjem še zvišale zaradi izrazitega povečanja

difuzijskih indeksov.⁵ Na strani ponudbe gibanje obrestnih mer odraža zaostrovanje kreditnih standardov za posojila podjetjem in gospodinjstvom, kot je pokazala julijska anketa o bančnih posojilih v euroobmočju, saj so se navzdol usmerjena tveganja za gospodarske obete povečala, obenem pa poteka normalizacija denarne politike. Na strani povpraševanja so višje cene energetov povečale potrebe podjetij po financiranju in negativno vplivajo na proračun gospodinjstev, zlasti tistih z nizkimi dohodki. Poleg tega so se v skladu z anketo o pričakovanjih potrošnikov zmanjšala pričakovanja potrošnikov glede gospodarske rasti in povečala pričakovanja glede brezposelnosti. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila je blizu ravni, kakršne so bile pred pandemijo, kar kaže, da so ostali pogoji financiranja pri bankah za mala in srednje velika podjetja razmeroma ugodni. Omejena je ostala tudi razpršenost obrestnih mer za posojila podjetjem in gospodinjstvom po državah (graf 21, sliki a in b).

⁵ Ti indeksi, ki so izračunani na podlagi mikropodatkov, merijo neto število bank, ki so zvišale obrestne mere za posojila podjetjem. Poleg tega imajo ponavadi lastnosti vodilnega kazalnika.

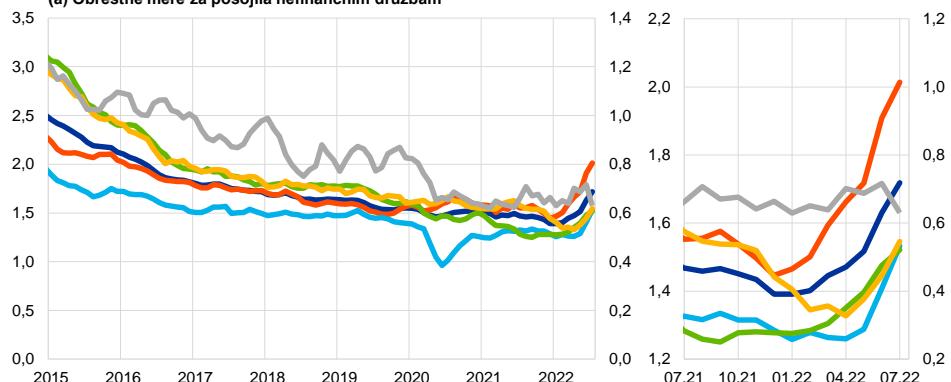
Graf 21

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

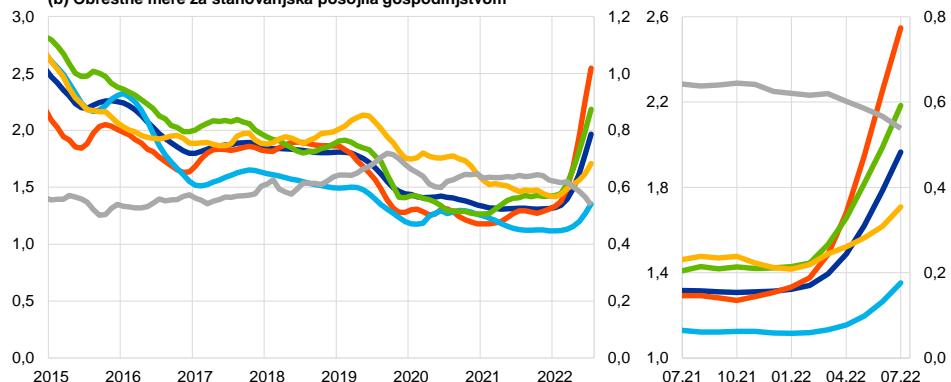
(v odstotkih na leto, 3-mesečna drseča sredina; standardni odklon)

- 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.

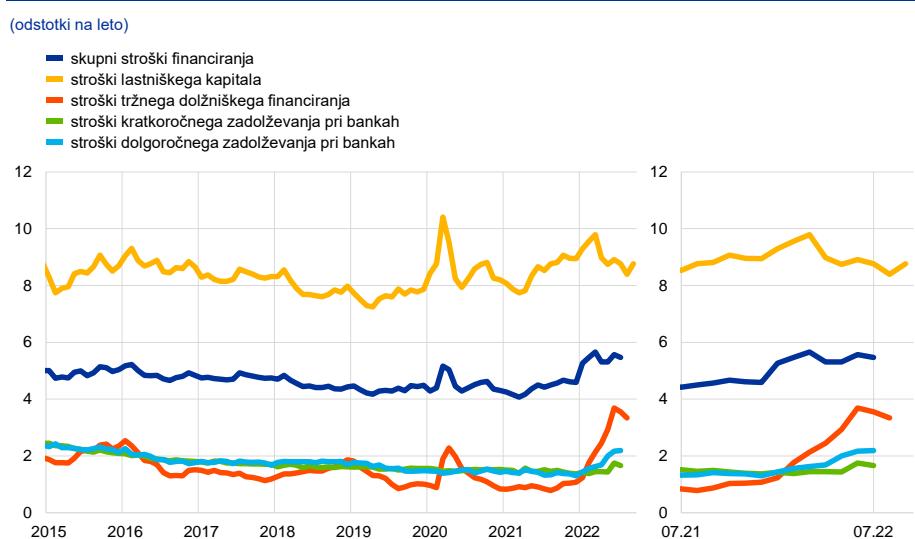
Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2022.

V obdobju od 9. junija do 7. septembra 2022 so se stroški lastniškega financiranja za nefinančne družbe močno zmanjšali, stroški tržnega dolžniškega financiranja pa povečali. Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah je mogoče skupne stroške financiranja za nefinančne družbe, vključno s stroški bančnih posojil, stroški tržnega dolžniškega financiranja in stroški lastniškega financiranja, izračunati samo do julija 2022, ko so se z majskih 5,3% povečali na 5,5%. To je bilo predvsem posledica precejšnjega povečanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja, k povečanju skupnih stroškov financiranja pa so – sicer manj – prispevali tudi stroški bančnih posojil (graf 22). Stroški lastniškega financiranja so ostali do julija 2022 praktično nespremenjeni. Julija 2022 so podatki ostali blizu najvišje vrednosti, ki je bila zabeležena na začetku leta, in bistveno višji od ravni iz preteklih dveh let. V obdobju od 9. junija do 7. septembra so se stroški lastniškega financiranja zmanjšali za okoli 15 bazičnih

točk, medtem ko so se stroški tržnega dolžniškega financiranja povečali za približno enako vrednost. Rahlo zmanjšanje stroškov lastniškega financiranja je posledica znižanja premije za tveganje lastniškega kapitala, to pa je več kot odtehtalo vpliv višje netvegane obrestne mere na stroške lastniškega financiranja. Zvišanje netvegane obrestne mere je prispevalo tudi k dvigu stroškov tržnega dolžniškega financiranja. Pribitki na obveznice, ki so jih izdale nefinančne družbe, so se rahlo zmanjšali v segmentu naložbenega razreda, vendar pa so se močno povečali v segmentu visoko donosnih obveznic.

Graf 22

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah



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

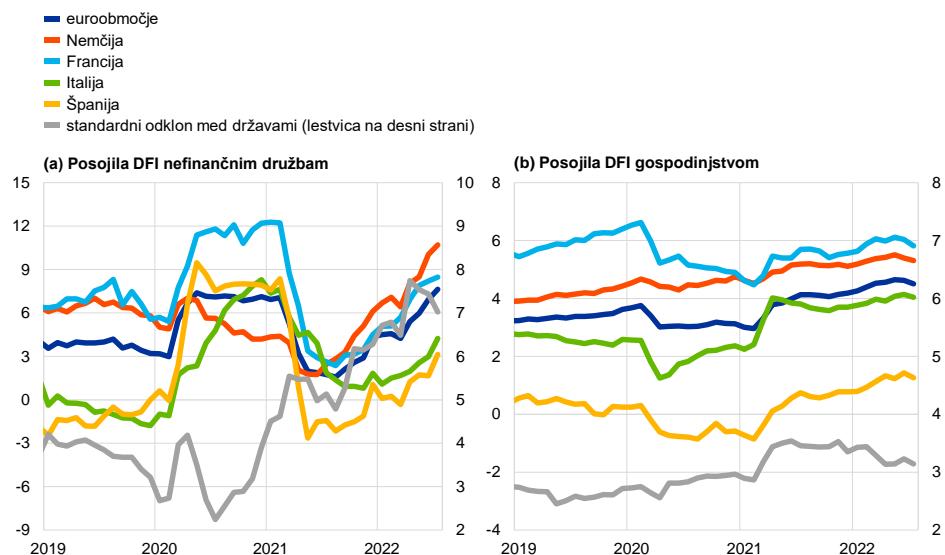
Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Zadnji podatki so za 7. september 2022 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevnih podatkov), za 2. september 2022 pri stroških lastniškega financiranja (tedenski podatki) in za julij 2022 pri stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Julija je bila stopnja rasti posojil podjetjem močna, posojila gospodinjstvom pa so se umirila. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je julija okrepila na 7,7%, potem ko je junija znašala 6,9% in maja 6,0% (graf 23, slika a). Tudi tokrat je bilo to posledica velikega učinka osnove, ki je bil povezan predvsem z daljšimi ročnostmi. Prispevek kratkoročnejših posojil je bil še naprej velik zaradi vztrajnih ozkih grl v dobavnih verigah, višjih vhodnih stroškov in povečane negotovosti, kar prispeva k večjim potrebam podjetij po obrtnem kapitalu. V določeni meri vztrajna rast posojil kaže tudi na odmik od izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, ker so se pogoji tržnega financiranja bolj zaostrili kakor pogoji bančnega financiranja. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je julija rahlo umirila na 4,5%, potem ko je tri mesece zaporedoma doseгла 4,6% (graf 23, slika b). To je bilo predvsem posledica šibkejših stanovanjskih in potrošniških posojil.

Graf 23

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

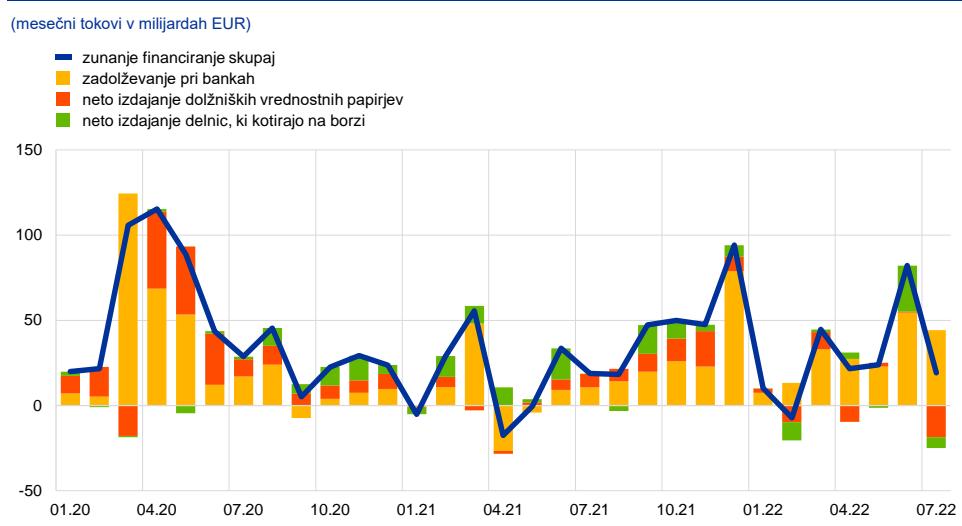
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij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

Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je zlasti zaradi zadolževanja pri bankah še povečal.

Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je zaradi večjih potreb podjetij po financiranju, zlasti kratkoročnih potreb energetsko intenzivnih podjetij, povišala z 2,4% v marcu na 3,2% v juliju. To je bilo najbolj očitno v poletnih mesecih in je sledilo vrsti razmeroma umirjenih tokov v prvih petih mesecih leta 2022 (graf 24). Od začetka leta 2022 je k tokovom zunanjega financiranja prispeval večji obseg bančnih posojil podjetjem, medtem ko je bilo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev šibko zaradi povečanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja. Izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je bilo na splošno umirjeno, vendar se je okreplilo junija zaradi aktivnosti energetsko intenzivnih podjetij, nato pa je postal julija ponovno negativno. Preobrat je mogoče pojasniti z nedavnim povečanjem deleža odkupov in z zmanjšanjem prevzemov in združitev.

Graf 24

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

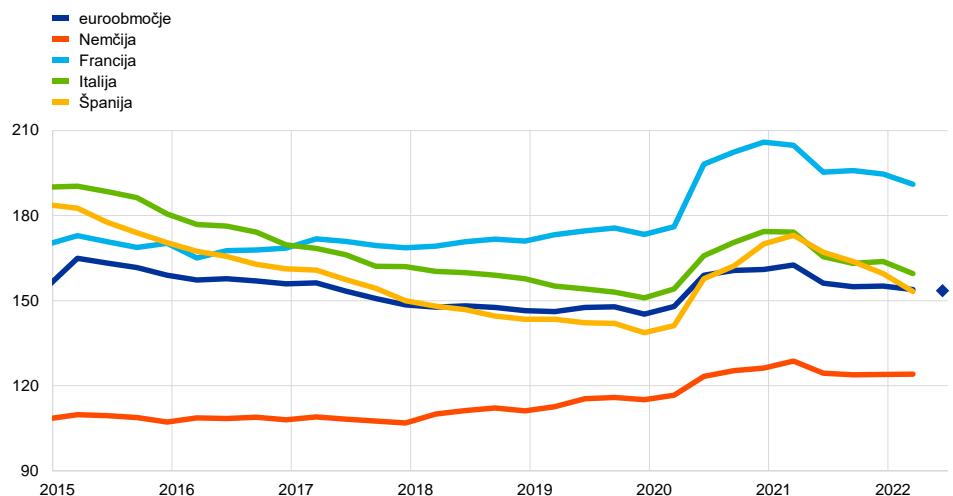
Opombe: Neto zunanje financiranje je vsota zadolževanja pri bankah (posojil denarnih finančnih institucij, DFI), neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2022.

Bruto zadolženost nefinančnih družb v euroobmočju se je še nadalje umirila z visokih ravni, zabeleženih med pandemijo (graf 25). Delež bruto zadolženosti z vidika dodane vrednosti podjetij se je v drugem četrtletju 2022 zmanjšal za 2,8 odstotne točke v primerjavi z letom prej. To je bilo posledica močne rasti dodane vrednosti, s čimer je povečanje od konca leta 2019 upadlo na 8,2 odstotne točke. Splošno razširjeno povečanje bruto zadolženosti nefinančnih družb od začetka leta 2020 je povezano z večjo uporabo dolžniškega financiranja v podjetjih, zlasti v prvi fazi pandemije COVID-19, ko se je bruto zadolženost neenakomerno povečala po različnih vrstah podjetij in državah. Ta gibanja zakrivajo različno izpostavljenost podjetij pandemiji in različne nacionalne odzive. V primerjavi z zadnjo fazo zvišanja obrestnih mer leta 2011 je zadolženost v ranljivejših državah nižja in bi morala prispevati k omejevanju tveganja fragmentacije na strani podjetij. Čeprav so bilance podjetij v večini držav trenutno bolj zdrave kakor med dolžniško in bančno krizo v Evropi, je stopnja bruto zadolženosti nefinančnih družb še vedno visoka v primerjavi s preteklostjo, kar pomeni, da ostajajo podjetja zelo občutljiva na negativne šoke. Zato bo glede na slabšanje gospodarskih obetov in tekočih inflacijskih pritiskov odpornost podjetij verjetno odvisna tudi od nadaljevanja podpornih politik, zlasti davčnih organov.

Graf 25

Bruto zadolženost nefinančnih družb v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih bruto dodane vrednosti nefinančnih družb)



Viri: ECB, Eurostat in ocene ECB.

Opombe: Dolg je opredeljen kot vsota vseh posojil, odobrenih nefinančnim družbam, brez posojil znotraj sektorja, izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in pokojninskih obveznosti. Modra karo oznaka se nanaša na oceno za drugo četrletje 2022. Sicer se zadnji podatki nanašajo na prvo četrletje 2022.

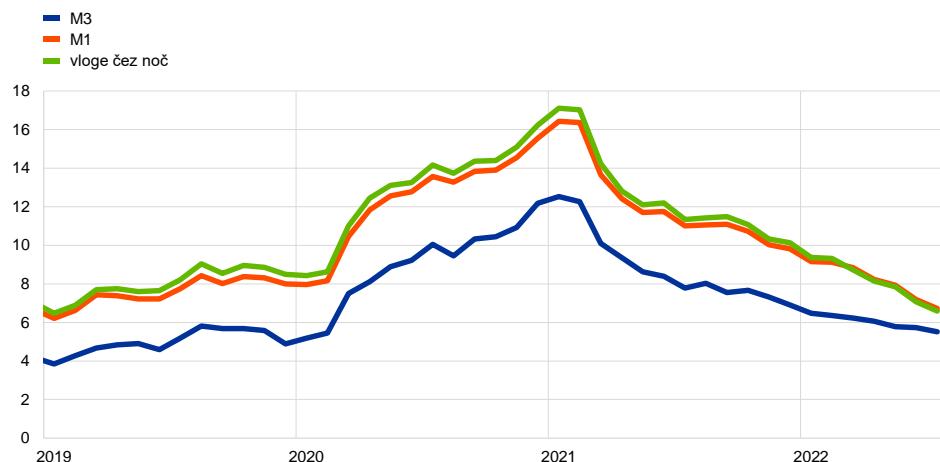
Dinamika akumuliranja vlog čez noč se je upočasnila z visokih ravnih, zabeleženih med pandemijo (graf 26). Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je julija zmanjšala na 6,6% (z junijskih 7,1%). Čeprav višje cene hrane in energentov ustvarjajo pritiske na rezerve gotovine v podjetjih in zmožnost gospodinjstev, da povečajo prihranke, so bili julija mesečni prilivi v kategoriji vlog podjetij in gospodinjstev v agregatu M3 precejšnji, kar je kratkoročno dinamiko približalo ravnem izpred pandemije.⁶ Zadnje okrevanje omenjenih vlog je verjetno posledica previdnostnih razlogov zaradi slabšanja gospodarskih obetov. Hkrati je bila rast vlog v imetju podjetij in gospodinjstev po državah raznolika, kar je posledica razlik v potrebah po likvidnosti in v nacionalnih ukrepih javnofinančne pomoči.

⁶ Glej okvir z naslovom »*Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2022.

Graf 26

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletna stopnja rasti, desezonirana in prilagojena za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2022.

Rast širokega denarja (M3) se je julija še naprej umirjala in približevala dolgoročnemu povprečju.

Dinamika medletne rasti denarnega agregata M3 se je upočasnila, odkar je bila na vrhuncu pandemije dosežena najvišja vrednost. Julija se je medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 v primerjavi z junijem zmanjšala s 5,7% na 5,5% (graf 26). Umiritev medletne rasti agregata M3 je posledica konca izvajanja Eurosistemovih neto nakupov vrednostnih papirjev julija 2022 ter nadaljnjega povečanja cen energentov za gospodinjstva in podjetja v euroobmočju, kar zmanjšuje razpoložljivi dohodek. Na strani komponent so bile glavni dejavnik umirjanja rasti agregata M3 vloge čez noč, vključene v ozki agregat M1, medtem ko so se vezane vloge, vključene v širši denarni agregat M3, julija okrepile. Na strani protipostavki so k medletni rasti agregata M3 največ prispevali krediti zasebnemu sektorju. Pozitiven prispevek Eurosistemovih nakupov državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se je še naprej zmanjševal. Hkrati so rast denarja še naprej zavirali neto denarni odlivi v tujino. To je predvsem posledica negativnega vpliva višjih cen energentov na saldo blagovne menjave euroobmočja.

Javnofinančna gibanja

Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se proračunski saldo euroobmočja v obdobju do leta 2024 vztrajno izboljševal, čeprav nekoliko manj, kot je bilo predvideno v junijskih projekcijah. Javnofinančne projekcije so še naprej zelo negotove, kar je povezano predvsem z vojno v Ukrajini in dogajanjem na trgih energentov, zaradi česar bi lahko vlade sprejele dodatne ukrepe javnofinančne pomoči. V zadnjem času so bili ukrepi javnofinančne pomoči usmerjeni predvsem v preprečevanje naraščanja življenjskih stroškov za potrošnike, zlasti stroškov energije. Poleg tega sta določeno vlogo igrala tudi financiranje novih obrambnih zmogljivosti in pomoč beguncem, ki jih je pregnala ruska vojna v Ukrajini. Kljub temu naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju še naprej zmanjševal, in sicer s 5,1% BDP leta 2021 na 3,8% leta 2022 in nato na 2,7% do konca obdobja napovedi. Po močnem popuščanju javnofinančne politike zaradi koronavirusne krize (COVID-19) v letu 2020 se je lani naravnost javnofinančne politike zaostriila in se bo po napovedih še naprej nekoliko zaostrovala, zlasti v letu 2023, medtem ko naj bi bila v letu 2024 nevtralna. Ob okrepljeni negotovosti in navzdol usmerjenih tveganjih za gospodarske obete zaradi vojne v Ukrajini ter ob naraščanju cen energentov in nadaljnjih motnjah v dobavnih verigah je Evropska komisija 23. maja 2022 priporočila, da se splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast podaljša do konca leta 2023. To bi javnofinančnim politikam po potrebi omogočilo prilaganje novim okoliščinam. Ker javnofinančna neravnoesja hkrati še vedno presegajo ravni izpred pandemije, inflacija pa je izjemno visoka, mora biti javnofinančna politika vse bolj selektivna in ciljno usmerjena, da srednjeročno ne bo povečevala inflacijskih pritiskov in bo hkrati zagotavljala srednjeročno fiskalno vzdržnost.

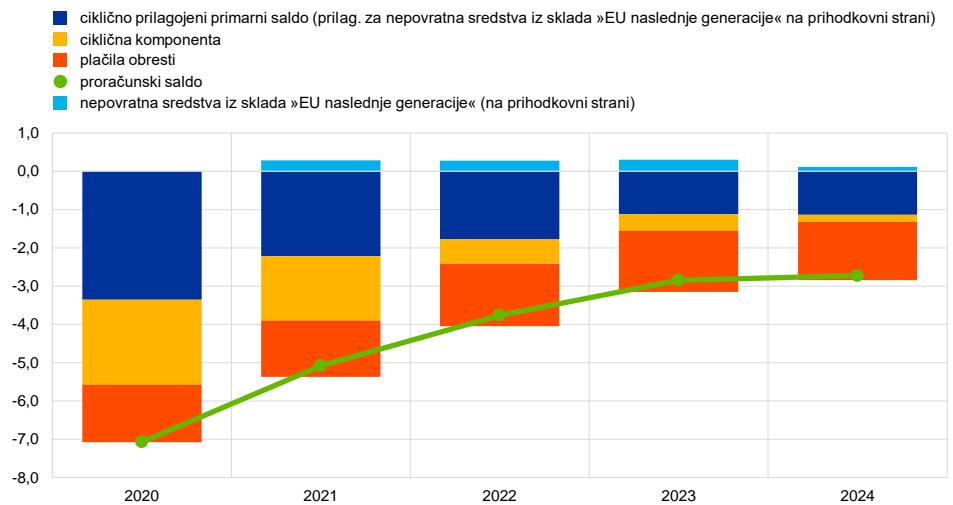
Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju napovedi še naprej izboljševal.⁷ Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju se je leta 2021 znižala na 5,1% BDP, potem ko je v letu 2020 doseglj 7,1%, kar je najvišja raven do zdaj. Po napovedih naj bi se v letu 2022 še znižala na 3,8% BDP in nato v letu 2023 na 2,9% ter v letu 2024 na 2,7% BDP (graf 27). Na nadaljnje izboljševanje proračunskega salda od leta 2022 naj bi vplivala gospodarski cikel in večji ciklično prilagojeni primarni saldo, saj se je začela iztekat veljavnost velikega dela pandemičnih interventnih ukrepov, novi ukrepi pa so manj obsežni. V celotnem obdobju napovedi bodo skupna plačila obresti v euroobmočju kot delež BDP še vedno večinoma skladna s tistimi med letoma 2019 in 2021. To je posledica dejstva, da so se obrestne mere na nove izdaje državnih dolžniških vrednostnih papirjev precej zvišale, vendar pa so še vedno blizu povprečne obrestne mere na obstoječi dolg.

⁷ Glej Septembske makroekonomiske projekcije strokovnjakov EUR za euroobmočje, objavljene 8. septembra 2022 na spletnem mestu ECB.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: ECB in septembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju se je v letu 2021 začela zaostrovati in naj bi se po pričakovanjih zaostrovala do leta 2023, v letu 2024 pa naj bi bila večinoma nevtralna.⁸ V letu 2022 se je naravnost javnofinančne politike rahlo zaostrila predvsem zaradi nadaljnjega odpravljanja precejšnjega dela interventne pomoči za spopadanje s pandemijo, kar bodo le deloma odtehtali dodatni ekspanzivni ukrepi. Ti dodatni ukrepi v letu 2022 znašajo okrog 1,4% BDP (okrog 0,3 odstotne točke več kot v junijskih projekcijah), njihov namen pa je preprečevati naraščanje življenjskih stroškov za potrošnike ter financirati večje obrambne zmogljivosti in zagotavljati pomoč beguncem pred vojno v Ukrajini. Poleg tega naj bi k zmanjševanju zaostrovanja v letu 2022 po napovedih prispevali tudi nediskrecijski dejavniki, ki izhajajo iz le delnega obrata po velikih nepričakovanih prihodkih v letu 2021, k zmanjševanju zaostrovanja pa naj bi prispevali tudi v preostalem delu obdobja napovedi. Kljub temu naj bi bilo javnofinančno zaostrovanje v letu 2023, ko se bo večina ukrepov pomoči predvidoma iztekla, nekoliko večje. Ob koncu obdobja napovedi se predvideva na splošno nevtralna naravnost javnofinančne politike, čeprav bodo še naprej veljali precejšnji ukrepi pomoči gospodarstvu.⁹

⁸ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker višji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

⁹ Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju, prilagojena zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije« (od leta 2021), v letu 2020 po ocenah znaša -4,2 odstotne točke BDP, v letu 2021 pa +1,1 odstotne točke BDP. Po napovedih naj bi v letu 2022 znašala +0,1, v letu 2023 +0,7 in v letu 2024 0,0 odstotne točke BDP. V primerjavi z junijskimi projekcijami je za leto 2022 ostala približno nespremenjena, za leto 2023 (2024) pa je bila popravljena za 0,1 odstotne točke navzgor (navzdol).

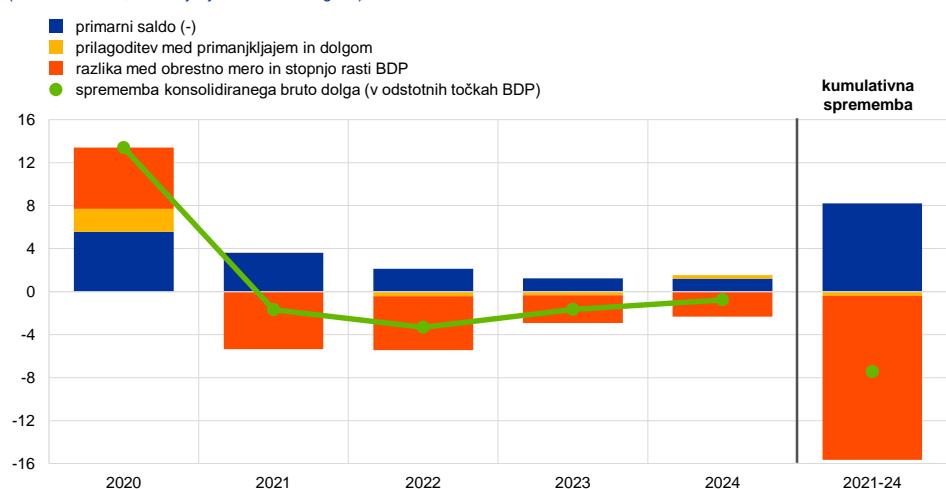
Skupni proračunski saldo euroobmočja za leto 2022 ni bil popravljen, vendar naj bi bil zatem rezultat po pričakovanjih nekoliko bolj neugoden. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bilo razmerje med proračunskim saldom in BDP v euroobmočju v letu 2022 večinoma nespremenjeno, saj so bili začasni dodatni spodbujevalni ukrepi izravnani z izboljšanjem ciklične komponente in dodatnim vplivom nediskrecijskih dejavnikov zaradi močnejših denarnih prihodkov. Proračunski saldo je bil predvsem zaradi pričakovane šibkejše ciklične komponente za leto 2023 popravljen navzdol za 0,2 odstotne točke in za leto 2024 za 0,3 odstotne točke.¹⁰

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki se je leta 2020 zelo povečal, se bo po pričakovanjih do leta 2024 počasi zmanjševal do slabih 90%, vendar bo še vedno večji kot pred krizo. Po zvišanju stopnje dolga v letu 2020 za okrog 13 odstotnih točk na okrog 97% je v letu 2021 vse manjši, a še vedno velik primarni primanjkljaj po ocenah več kot odtehtala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki je precej prispevala k zmanjšanju dolga, zaradi česar se je delež javnega dolga v razmerju do BDP zmerno zmanjšal. Ta delež naj bi se v celotnem obdobju od leta 2022 do leta 2024 po napovedih še naprej počasi, vendar vztrajno zmanjševal, saj bo primarni primanjkljaj, ki povečuje dolg, odtehtala še vedno ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter v prvih dveh letih v manjši meri prilagoditev med primanjkljajem in dolgom (graf 28). Delež javnega dolga v razmerju do BDP naj bi se ob koncu obdobja projekcij leta 2024 stabiliziral na slabih 90%, kar je 6 odstotnih točk več kot pred krizo leta 2019.

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Osnovne javnofinančne projekcije so še naprej zelo negotove, kar je povezano predvsem z vojno v Ukrajini in dogajanjem na trgih emergentov. Pri javnofinančnih predpostavkah so tveganja v osnovnem scenariju usmerjena navzgor

¹⁰ Dodatna državna pomoč zaradi višjih cen emergentov in drugih izdatkov zaradi vojne v Ukrajini leta 2022 po ocenah znaša 0,9% BDP euroobmočja.

k dodatnim javnofinančnim spodbudam v bližnji prihodnosti. Taka tveganja so povezana z nadaljnimi ali razširjenimi kompenzacijskimi ukrepi za energijo in drugimi izdatki zaradi posledic vojne, pri čemer so vlade nekatere od njih objavile že po presečnem datumu za sedanje projekcije.

Javnofinančni ukrepi delno delujejo kot blažilnik šoka zaradi vojne, vendar bi morali biti začasni in vse bolj ciljno usmerjeni, hkrati pa omejevati tveganje dodatnih inflacijskih pritiskov. Ob okrepljeni negotovosti in navzdol usmerjenih tveganjih za gospodarske obete zaradi ruske vojne v Ukrajini ter ob naraščanju cen energentov in nadalnjih motnjah v dobavnih verigah je Evropska komisija 23. maja 2022 priporočila, da se splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast podaljša do konca leta 2023.¹¹ To bi javnofinančnim politikam po potrebi omogočilo prilagajanje na nove okoliščine. Vendar pa je pomembno, da se z javnofinančnimi politikami v vseh državah ohranja vzdržnost dolga. Poleg tega bi morali biti vsi kompenzacijski ukrepi, ki jih države izvajajo za pomoč gospodinjstvom in podjetjem, jasno ciljno usmerjeni ter oblikovani tako, da omejujejo tveganje dodatnih inflacijskih pritiskov v gospodarstvu. Kot je opisano v okvirju z naslovom »Policy responses to address high energy prices and ensure energy security«¹² v članku v tej številki Ekonomskega biltena, bi morali ukrepi na področju energije ostati začasni in spodbujati varčevanje z energijo, hkrati pa učinkovito reševati kratkoročne izzive in ščititi najranljivejša gospodinjstva. Horizontalno znižanje davkov in transferji, ki niso ciljno usmerjeni, so manj stroškovno učinkoviti kot ukrepi na strani odhodkov, ki so usmerjeni na najranljivejše posameznike.

¹¹ Glej Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu, Svetu, Evropski centralni banki, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru, Odboru regij in Evropski investicijski banki: Evropski semester 2022 – pomladanski sveženj ([COM\(2022\) 600 final](#)), Evropska komisija, 23. maj 2022.

¹² Glej okvir 1 v članku z naslovom »Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Okvirji

1 Vloga zaposlenosti v javnem sektorju med krizo zaradi COVID-19

Pripravila Agostino Consolo in António Dias da Silva

Rast zaposlenosti v javnem sektorju je imela pomembno vlogo pri spodbujanju skupne zaposlenosti med pandemijo koronavirusa (COVID-19).¹ V prvem četrtletju 2022 je zaposlenost v javnem sektorju presegla ravni izpred pandemije za okoli 3,5%, v industriji za 0,6% in v tržnih storitvah za 0,2% (graf A, slika a). Podobno je skupno število opravljenih delovnih ur v javnem sektorju v prvem četrtletju 2021 doseglo ravni izpred pandemije in jih v prvem četrtletju 2022 preseglo za 1,7%. Nasprotno je bilo skupno število opravljenih delovnih ur v zasebnem sektorju v prvem četrtletju 2022 za 1,1% nižje kot pred pandemijo (graf A, slika b).² Če pogledamo največje države, je bil v Nemčiji, Španiji in Franciji prispevek zaposlenosti v javnem sektorju zelo pozitiven, v Italiji pa je bil bolj skromen.

¹ V tem okvirju je zaposlenost v javnem sektorju obravnavana kot zaposlenost v dejavnostih od O do Q v skladu s klasifikacijo, ki se uporablja v Eurostatovi anketi o delovni sili v EU, in sicer v javni upravi, obrambi, izobraževanju, zdravstvu in socialnem delu. Leta 2021 je javni sektor predstavljal 25% skupne zaposlenosti ter 23% skupnih opravljenih delovnih ur v gospodarstvu euroobmočja.

² Povprečno število opravljenih delovnih ur ima ponavadi pomembno vlogo pri cikličnem prilagajanju trga dela v euroobmočju. Glej na primer članek z naslovom »Hours worked in the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2021.

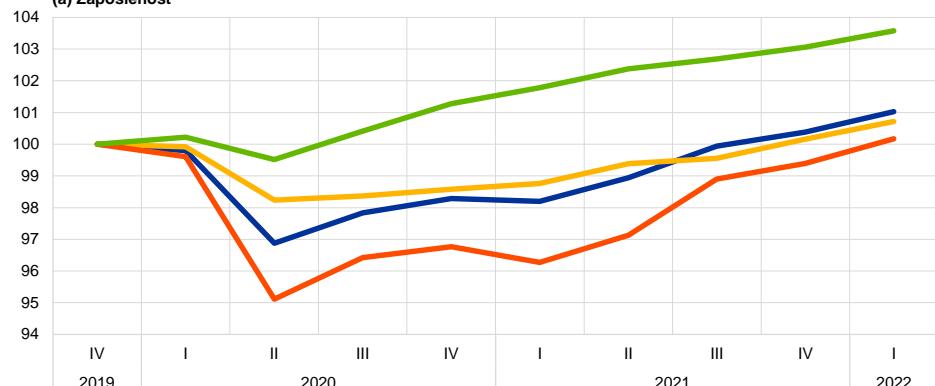
Graf A

Zaposlenost v euroobmočju in skupno število opravljenih delovnih ur po sektorjih

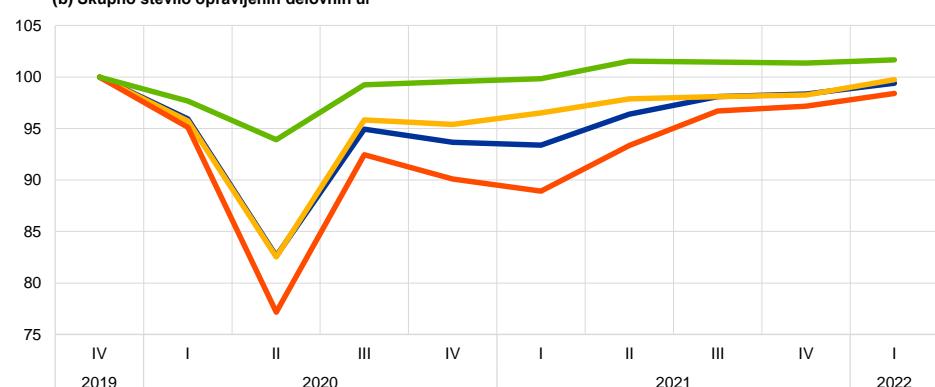
(indeks: IV 2019 = 100)

- gospodarstvo skupaj
- industrija
- tržne storitve
- javni sektor

(a) Zaposlenost



(b) Skupno število opravljenih delovnih ur



Vir: izračuni avtorjev na podlagi podatkov Eurostata.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2022.

Medtem ko se je tudi v preteklih recesijah v euroobmočju zaposlenost v javnem sektorju povečala bolj kot v drugih sektorjih, je tokrat povečanje večje kakor prej. V grafu B so prikazani posamezni prispevki v odstotnih točkah k skupni rasti zaposlenosti po finančni krizi iz leta 2008 in državni dolžniški krizi v euroobmočju. V obeh primerih je bila dinamika zaposlenosti v javnem sektorju podobna tisti, ki je bila zabeležena med okrevanjem po pandemiji COVID-19, in je pozitivno prispevala k skupni rasti zaposlenosti. Vseeno je bilo povečanje zaposlenosti v javnem sektorju med pandemijo večje kakor v preteklih recesijah. Pozitiven prispevek zaposlenosti v javnem sektorju je predvsem posledica pozitivnih dolgoročnih trendov na področju zdravstva in izobraževanja (graf C). Ti pozitivni trendi bi bili lahko povezani s staranjem prebivalstva, kar terja višje izdatke na področju zdravstvenih storitev, in s postopnim naraščanjem deleža terciarnega izobraževanja. Izdatki za zdravstvo so višji pri starejših starostnih skupinah,

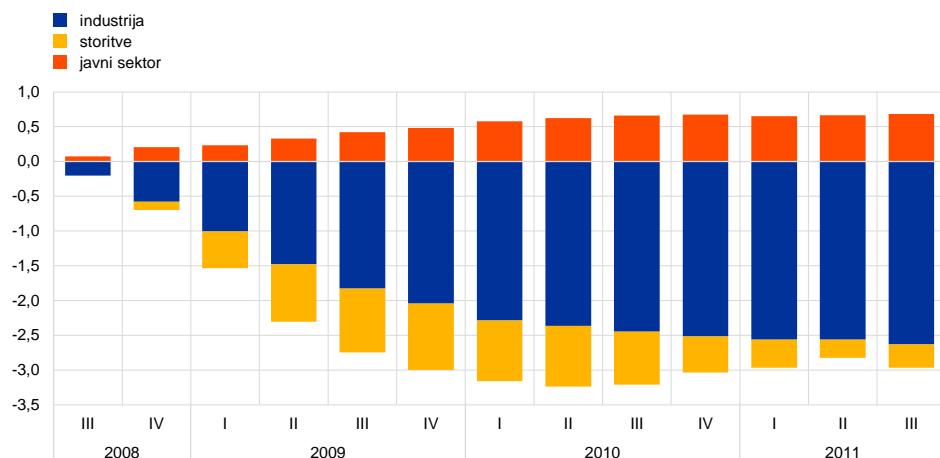
starajoča se družba pa bo terjala višje izdatke za zdravstvene storitve.³ Poleg tega so se v državah OECD stroški na učenca v izobraževalnih ustanovah od primarne do terciarne ravni od leta 2012 do 2018 povprečno povečali za 1,6% letno, medtem ko je ostalo število učencev nespremenjeno.⁴

Graf B

Zaposlenost v euroobmočju med preteklimi recesijami

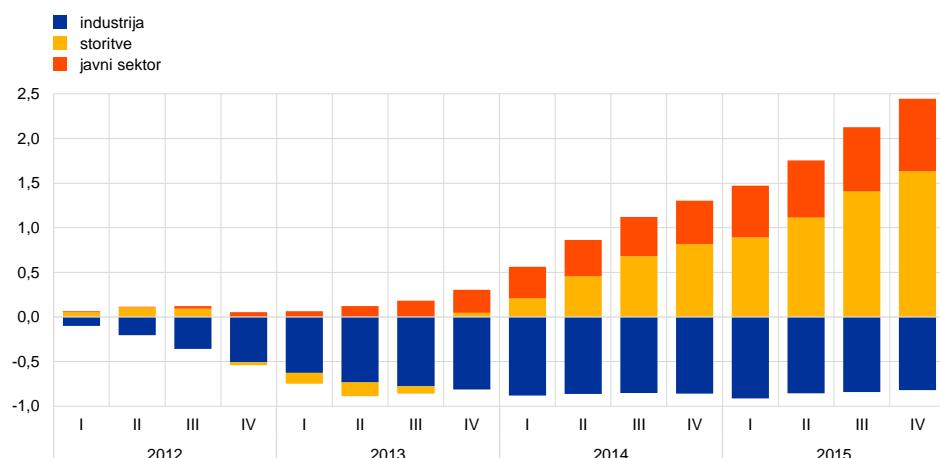
(a) Finančna kriza leta 2008

(indeks: II 2008 = 100)



(b) Državna dolžniška kriza v euroobmočju

(indeks: IV 2011 = 100)



Vir: izračuni avtorjev na podlagi podatkov Eurostata.

V nasprotju s preteklimi epizodami je rast zaposlenosti v javnem sektorju med pandemijo povezana s povečanjem deleža zaposlenih za določen čas. Okoli dve tretjini od 3,1-odstotnega zmanjšanja skupne zaposlenosti na začetku pandemije sta bili posledica 15-odstotnega zmanjšanja zaposlenosti za določen čas, k čemur je

³ Glej na primer *Health at a Glance 2021: OECD Indicators*, OECD, 2021. Poglavlje 8 te publikacije z naslovom »Health workforce« prikazuje povečanje deleža zdravnikov na prebivalca po državah OECD. Glej na primer tudi *Skills forecast: trends and challenges to 2030*, Cedefop reference series, št. 108, Cedefop, Eurofound, 2018. Ta publikacija napoveduje večje povpraševanje po znanju in spremnostih v zdravstvenem sektorju EU zaradi staranja prebivalstva.

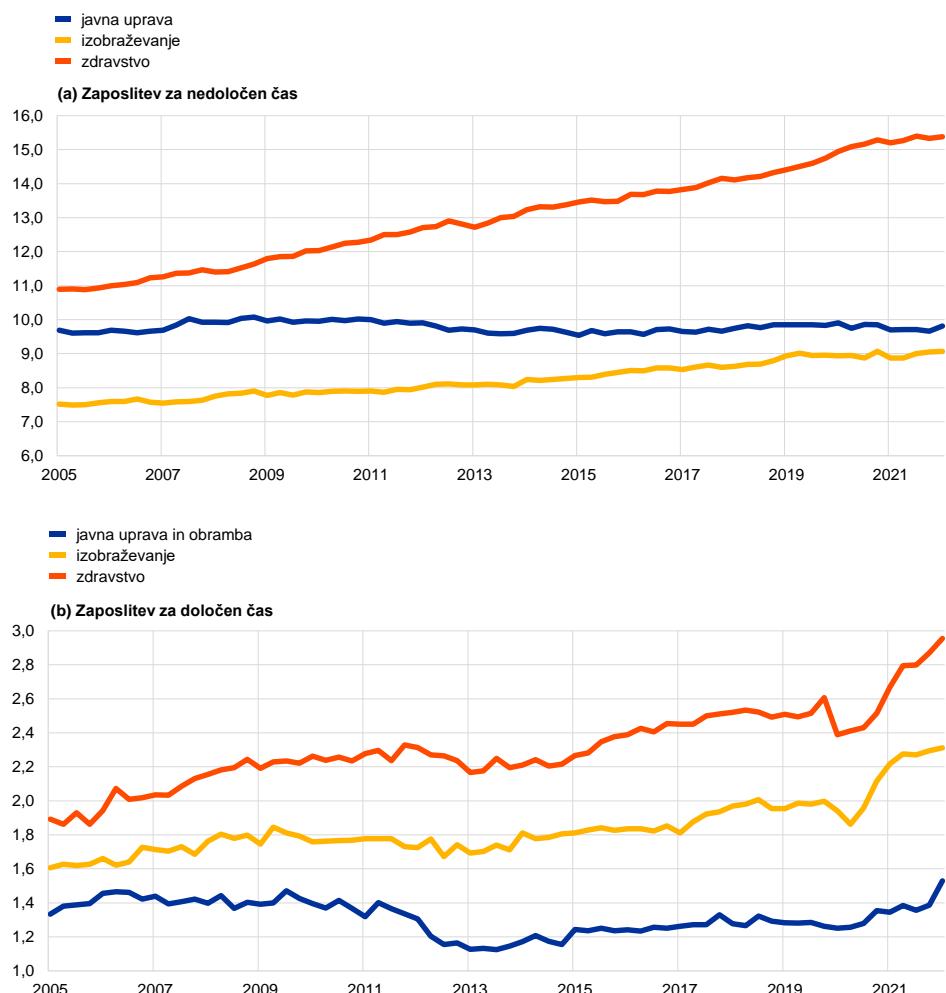
⁴ Glej *Education at a glance*, OECD, 2021.

prispevalo zmanjšanje števila zaposlenih v zasebnem sektorju. To je običajna značilnost recesij, ko so zaposleni s pogodbo o zaposlitvi za določen čas odpuščeni prvi oziroma se jim pogodbe ne podaljšajo. Zaposlenost za določen čas v javnem sektorju med krizo zaradi COVID-19 pa se je gibala drugače kot v zasebnem sektorju in kot v preteklih kriznih obdobjih. V prvem četrtletju 2022 je za 11,5% presegala raven izpred pandemije, skupni delež v javnem sektorju pa se je povečal za 2 odstotni točki. Povečanje je bilo skoncentrirano zlasti na področju zdravstva in izobraževanja (graf C). Število delovnih mest v zdravstvu in izobraževanju se je povečalo za 1,4 milijona (skoraj 1 milijon zaposlenih s pogodbo o zaposlitvi za določen čas), kar je okoli 22% vseh novih delovnih mest od drugega četrtletja 2020 dalje. Med pandemijo COVID-19 je povečanje števila hospitalizacij, testiranj in cepljenj ter ukrepov socialnega distanciranja verjetno povzročilo višjo stopnjo začasnega zaposlovanja v sektorju zdravstva in izobraževanja, kar je omogočilo normalno delo ob začasnih omejitvah zaradi pandemije.

Graf C

Zaposlenost v javni upravi, izobraževanju in zdravstvu

(v milijonih oseb)



Vir: izračuni avtorjev na podlagi podatkov Eurostata.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2022.

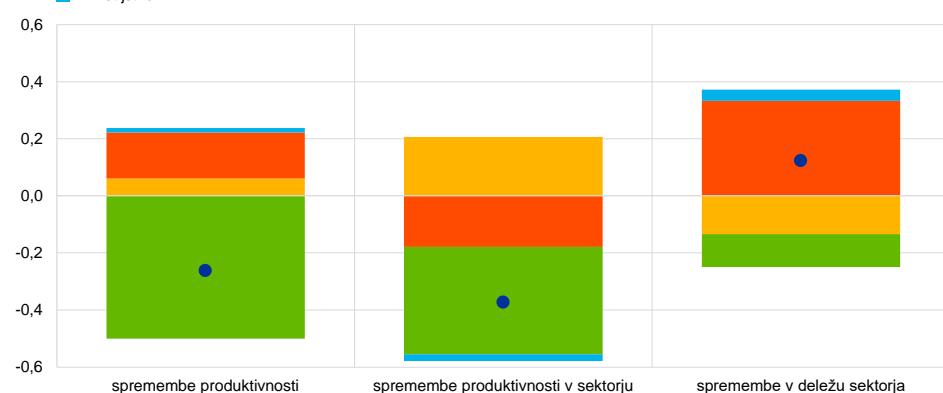
Povečanje števila zaposlenih za določen čas v javnem sektorju je verjetno negativno prispevalo k skupni produktivnosti dela. V času pandemije COVID-19 je prispevek javnega sektorja k spremembi skupne produktivnosti dela znašal $-0,5$ odstotne točke (graf D). Na podlagi analize spremembe deležev je bila večina sprememb od zadnjega četrtletja 2019 do prvega četrtletja 2022 posledica sprememb v javnem sektorju ($-0,4$ odstotne točke) in v manjši meri povečanja deleža zaposlenih v javnem sektorju v celotnem gospodarstvu. Ker je velik del rasti zaposlenosti v javnem sektorju posledica rasti delovnih mest za določen čas, je trend produktivnosti mogoče pripisati velikemu povečanju zaposlenosti za določen čas v izobraževanju in zdravstvu. Zaposleni za določen čas so navadno plačani manj kot zaposleni za nedoločen čas. Na podatke o produktivnosti v netržnih dejavnostih vplivajo predvsem stroški dela. Zmanjšanje rasti produktivnosti v javnem sektorju je mogoče deloma razložiti s povečanjem števila pogodb o zaposlitvi za določen čas, ki so značilne za manj kvalificirana delovna mesta ali delovna mesta z manj delovne dobe.⁵ K temu je prispevalo tudi zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur.

Graf D

Spremembe v produktivnosti

(spremembe v odstotkih od IV 2019 do I 2022)

- gospodarstvo skupaj
- industrija
- tržne storitve
- javni sektor
- kmetijstvo



Vir: izračuni avtorjev na podlagi podatkov Eurostatu.

Opomba: Graf prikazuje analizo spremembe deležev in kumulativni stopnji rasti produktivnosti dela na zaposlenega med spremembami v posameznem sektorju in spremembami deležev po sektorjih (sprememba uteži).

Povečanje zaposlenosti za določen čas v javnem sektorju bi se lahko deloma obrnilo po odpravi zdravstvenih ukrepov zaradi COVID-19, vendar bo to verjetno omejeno na 0,2% delovne sile v euroobmočju. Delo za določen čas v izobraževanju in zdravstvu še naprej presega dolgoročne trende.⁶ Vrnitev k trendni rasti bi pomenila zmanjšanje števila zaposlenih za določen čas v javnem sektorju za

⁵ Ker za javne podsektorje ni na voljo bruto dodana vrednost in podatki o plačah v javnem sektorju niso na voljo za zaposlene za določen in nedoločen čas, kvantitativna razčlenitev produktivnosti ni mogoča.

⁶ Statistični trendi so ocenjeni z uporabo asimetričnega Christiano-Fitzgerald pasovnega filtra in z odpravo frekvenc poslovnega cikla med šest in 32 četrtletji.

okoli 300.000, kar bi verjetno povečalo stopnjo brezposelnosti v euroobmočju za 0,2 odstotne točke, če se ta delovna mesta ne bi preselila v druge sektorje.

2

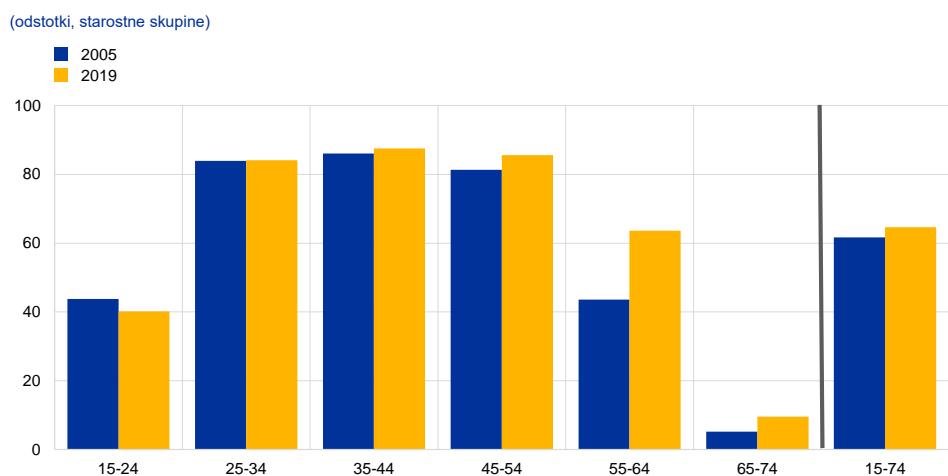
COVID-19 in odhod starejših delavcev v euroobmočju v upokojitev

Pripravila Vasco Botelho in Marco Weißler

Zviševanje stopnje aktivnosti prebivalstva v euroobmočju v zadnjih 15 letih zaznamuje večja aktivnost starejših delavcev. Stopnja aktivnosti prebivalstva v euroobmočju se je zvišala z 61,7% v letu 2005 na 64,6% v letu 2019 (graf A), k čemur je prispevala predvsem večja aktivnost starejših delavcev na trgu dela. Stopnja aktivnosti oseb v starosti od 55 do 64 let se je v tem obdobju povečala za več kot 21 odstotnih točk, stopnja aktivnosti oseb v starosti od 65 do 74 let pa za več kot 4 odstotne točke. Te spremembe so zlasti pomembne v kontekstu starajoče se družbe, saj delovna sila v euroobmočju sčasoma postaja starejša.¹ Delavci, stari 55 let ali več, so v letu 2021 predstavljeni več kot 20% delovne sile, medtem ko je bil v letu 2005 ta delež 12-odstoten.

Graf A

Stopnja aktivnosti prebivalstva v euroobmočju po starostnih skupinah



Viri: Eurostat, anketa EU o delovni sili (EU-LFS) in izračuni strokovnjakov ECB.

Zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19) se je vsaj na začetku aktivnost starejših delavcev na trgu dela v euroobmočju zmanjšala (graf B). Potem ko je med pandemijo dosegel najnižjo točko, je trg dela v euroobmočju v veliki meri okreval, pri čemer so nekateri kazalniki celo presegli vrednosti izpred pandemije. Čeprav je stopnja aktivnosti starejših delavcev presegla raven izpred pandemije, je še vedno nižja od ravni, ki bi jo bilo mogoče pričakovati glede na vse večjo aktivnost starejših delavcev v preteklih letih.² V prihodnjem obdobju naj bi se po napovedih iz poročila Evropske komisije o staranju prebivalstva iz leta 2021 stopnja aktivnosti

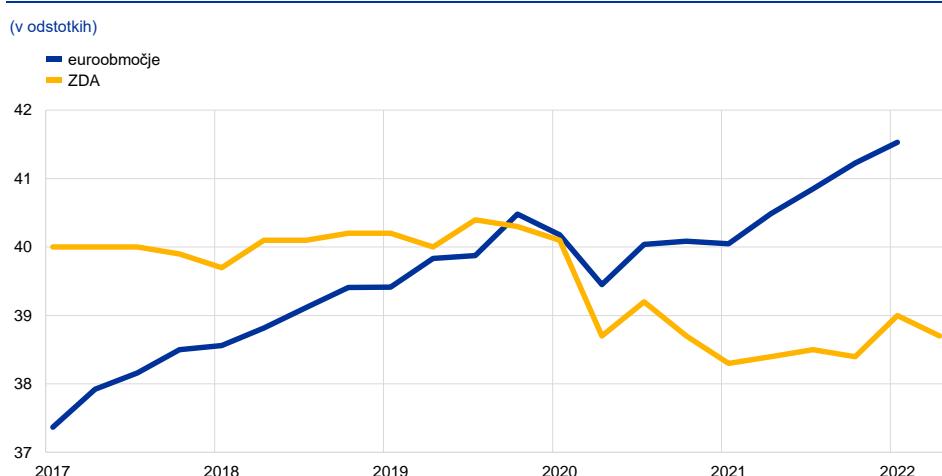
¹ Glej tudi članek z naslovom »*Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020, ter Bodnár, K., in Nerlich, C., »*The macroeconomic and fiscal impact of population ageing*«, *Occasional Paper Series*, št. 296, ECB, junij 2022.

² Glej okvir z naslovom »*Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic*«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021.

starejših delavcev do leta 2040 še naprej povečevala in se nato pri delavcih v starosti od 55 do 64 let počasi stabilizirala na ravni več kot 72%, pri delavcih v starosti od 65 do 74 let pa na ravni okrog 20%.³ Zadnja gibanja v euroobmočju so v ostrem nasprotju s pogosto omenjeno ugotovitvijo za ZDA, in sicer da se stopnja aktivnosti tamkajšnjih starejših delavcev še ni vrnila na raven izpred pandemije, čeprav je bila pred pandemijo večinoma stabilna, medtem ko se je stopnja aktivnosti v euroobmočju vztrajno zviševala in je do konca leta 2019 doseglj ameriško, od leta 2020 pa je od nje višja. Medtem ko nekateri trdijo, da je bila med pandemijo stopnja predčasnega upokojevanja v ZDA zelo visoka, zato je bila tudi stopnja aktivnosti znižana, pa tega učinka v euroobmočju ni mogoče opazovati neposredno.⁴

Graf B

Stopnja aktivnosti starejših delavcev v ZDA in euroobmočju



Viri: Eurostat, EU-LFS, U.S. Bureau of Labor Statistics Current Population Survey in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Starejši delavci so osebe v starosti od 55 do 74 let v euroobmočju in v starosti 55 let in več v ZDA.

Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2022 za euroobmočje in na drugo četrletje 2022 za ZDA.

Gledano v celoti se je v letu 2020 po izbruhu pandemije COVID-19 število letnih prehodov starejših delavcev v upokojitev le malenkostno povečalo. Število upokojencev se v euroobmočju povečuje, čeprav počasi. Povečevanje je večinoma skladno z demografskimi trendi, kot je staranje prebivalstva, pri čemer ostajajo letne stopnje prehoda v upokojitev v letu 2020 bolj ali manj nespremenjene v primerjavi z ravnimi pred pandemijo (graf C). V prvem letu pandemije je bilo presežno število upokojencev omejeno – ne glede na to, koliko so bili delavci izpostavljeni tveganju okužbe na delovnem mestu. Poleg tega še vedno obstaja možnost, da bi se nekateri od presežnega števila upokojencev pozneje vrnili na trg dela. V ZDA se delež upokojencev, ki se vrnejo na trg dela, ponovno približuje predkriznim ravnem.⁵ To pomeni, da se bodo ob okrejanju gospodarstva nekateri starejši delavci postopoma

³ Glej »The 2021 Ageing Report«, *Institutional Paper*, št. 148, Evropska komisija, 2021. V tem poročilu je navedeno, da k temu prispevajo predvsem nadaljnje povečevanje stopnje aktivnosti žensk in različne pokojninske reforme, s katerimi se dviguje dejanska upokojitvena starost.

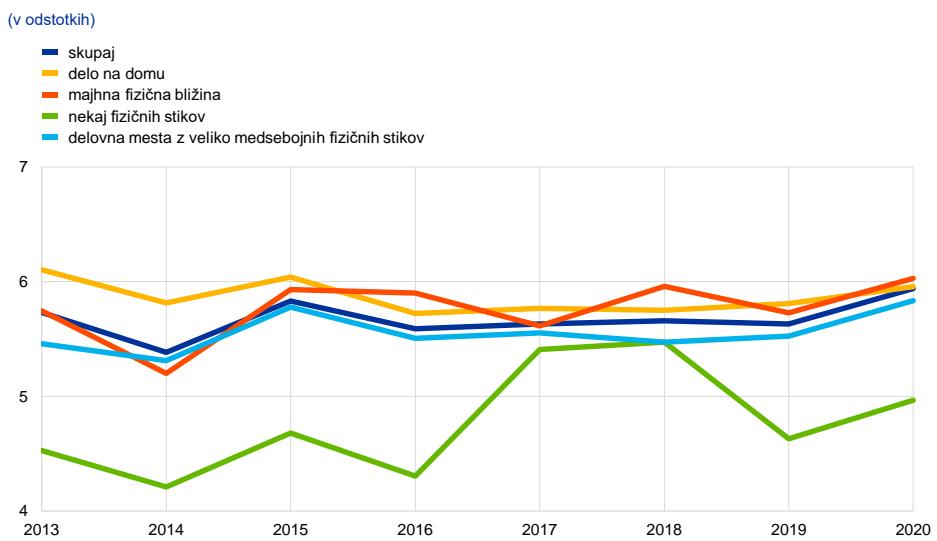
⁴ Glej Faria-e-Castro, M., »The COVID Retirement Boom«, *Economic Synopses*, št. 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021, ter Domash, A., in Summers, L. H., »How tight are U.S. labor markets?«, *NBER Working Paper Series*, št. 29739, National Bureau of Economic Research, 2022.

⁵ Glej na primer Bunker, N., »'Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work«, Indeed Hiring Lab, april 2022.

vrnili na trg dela, ob predpostavki, da se bodo zdravstvena tveganja še naprej zmanjševala.

Graf C

Letni prehodi v upokojitev po kategorijah poklicev



Viri: Eurostat, EU-LFS, O*NET in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Delavec, ki se upokoji, ni več aktiven, je v zadnjem letu zapustil zaposlitve in zanj velja, da je zaposlitve zapustil zaradi (predčasne) upokojitve. V vseh opredelitvah so delavci stari od 55 do 74 let, prehodi v upokojitev pa so izračunani kot delež aktivnega prebivalstva v prebivalstvu, starem od 55 do 74 let, v prejšnjem letu v vseh državah euroobmočja. Kategorije poklicev temelijo na Basso, G., Boeri, T., Caiumi, A., in Paccagnella, M., »*Unsafe jobs, labour market risk and social protection*«, *Economic Policy*, 37, številka 110, 2022, str. 229–267. Pri tej klasifikaciji poklicev je upoštevano, koliko so delavci izpostavljeni tveganju okužbe z virusi, ki se prenašajo po zraku.

Iz podrobnejših podatkov je razvidno, da je malenkostno povečanje števila upokojitev zadevalo okrog 175.000 delavcev, k čemur je prispevala predvsem sprememba trenutka sprejetja odločitve za upokojitev. K vsakemu vplivu pandemije na prehod starejših delavcev v upokojitev v euroobmočju so verjetno prispevali različni dejavniki, kot so zaprtje javnega življenja in s tem povezani zaježitveni ukrepi, povečanje ekonomske in zdravstvene negotovosti ter odločni ukrepi javnofinančne podpore in politike trga dela, ki so vključevali razširjeno uporabo programov za ohranitev delovnih mest. Na podlagi podatkov iz ankete o zdravju, staranju in upokojevanju v Evropi (SHARE), opravljene med osebami v starosti od 55 do 74 let marca in aprila 2020 ter junija 2021, je mogoče kvantificirati, kako je pandemija vplivala na odločitev nekaterih starejših delavcev za upokojitev.⁶

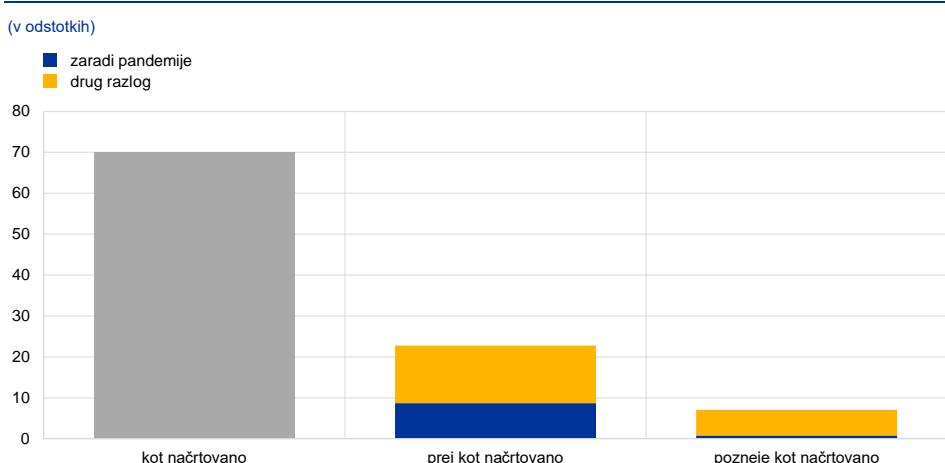
⁶ V tem prispevku so uporabljeni podatki iz devetega vala ankete SHARE (10.6103/SHARE.w9ca800); za podrobnosti o metodologiji SHARE glej Börsch-Supan, A. et al., »Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE)«, *International Journal of Epidemiology*, 42, številka 4, avgust 2013, str. 992–1001.

Zbiranje podatkov za anketo SHARE je financiral Generalni direktorat Evropske komisije za raziskave in inovacije prek FP5 (QLK6-CT-2001-00360), FP6 (SHARE-I3: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) in Obzorja 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924) ter Generalni direktorat Evropske komisije za zaposlovanje, socialne zadeve in vključevanje prek VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 in VS 2020/0313. Iskreno se zahvaljujemo za dodatno financiranje, prejeto od nemškega ministrstva za izobraževanje in raziskave, Združenja za napredek v znanosti Maxa Plancka, Nacionalnega inštituta ZDA za staranje (U01_AG09740-13S2, P01_AG005842, P01_AG08291, P30_AG12815, R21_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG_BSR06-11, OGHA_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A) in iz različnih virov nacionalnega financiranja (glej www.share-project.org).

V anketi je 70% upokojencev poročalo, da so se v tem obdobju upokojili takrat, kot so prvotno načrtovali, 23% se jih je upokojilo prej, 7% pa pozneje, kot so načrtovali (graf D). Ti odstotki pomenijo, da na večino delavcev, ki so se upokojili, pandemija večinoma ni vplivala. Nasprotno 38% tistih, ki so se upokojili prej, kot so načrtovali, navaja, da so to storili zaradi pandemije. To pomeni, da se je od 5,5% vseh aktivnih delavcev, ki so se upokojili po izbruhu pandemije, 8,7% upokojilo predčasno neposredno zaradi pandemije. To je le okrog 0,5% delovne sile v starosti od 55 do 74 let oziroma približno 175.000 oseb, kar je v skladu z le malenkostnim povečanjem števila upokojitev, kot je razvidno iz agregatnih podatkov. Hkrati se je le zelo majhen delež starejših delavcev zaradi pandemije upokojil pozneje, kot so načrtovali, kar pomeni, da večina starejših delavcev povečane gospodarske negotovosti ni kompenzirala z odložitvijo svoje upokojitve.⁷

Graf D

COVID-19 in trenutek sprejetja odločitve starejših delavcev za upokojitev



Vir: anketa o zdravju, staranju in upokojevanju v Evropi (SHARE), deveti val.

Predčasno upokojevanje je bilo najizrazitejše pri delavcih, ki so bili relativno slabšega zdravja, saj so ocenili, da so izpostavljeni velikim tveganjem za zdravje, ki izhajajo iz pandemije. Dejavni, kot so sociodemografske ali zdravstvene značilnosti, so pomembni pri ocenjevanju odločitev starejših delavcev za upokojitev.⁸ Pomemben dejavnik, povezan s predčasnim upokojevanjem, je posameznikova ocena glede lastnega zdravstvenega stanja (graf E). Po izbruhu pandemije se je okrog 30% starejših delavcev, ki so svoje zdravje ocenili kot razmeroma slabo, upokojilo prej, kot so najprej načrtovali. Po drugi strani se je predčasno upokojilo le 12% tistih, ki so navedli, da so odličnega zdravja. Ti vzorci so precej izrazitejši pri delavcih, ki niso cepljeni proti COVID-19. Med necepljenimi

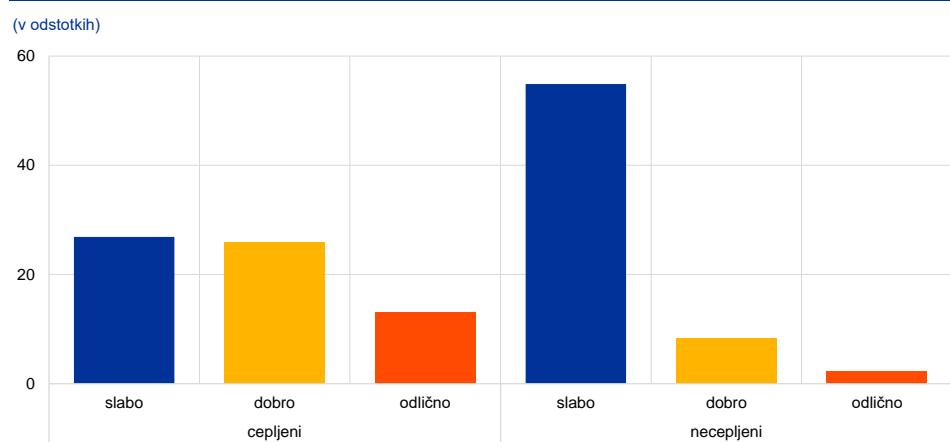
⁷ Glej okvir z naslovom »[COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjstev: previdnostno ali prisilno?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020, in okvir z naslovom »[COVID-19 and the increase in household savings: an update](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021, pri čemer avtorji v obeh okvirjih ugotavljajo, da so se zaradi pandemije COVID-19 močno povečali prihranki gospodinjstev. To je lahko pomemben dejavnik zmanjševanja morebitnega strahu pred prihodnjimi dohodkovnimi tveganji, ki pomembno vpliva na trenutek odločitve za upokojitev.

⁸ Glej na primer Beydoun, H., Beydoun, M., Weiss, J., Gautam, R., Hossain, S., Alemu, B., in Zonderman, A., »[Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study](#)«, *Scientific Reports* 12, članek številka 4396, 2022.

starejšimi delavci se je več kot polovica tistih, ki so bili slabega zdravja, upokojila prej, kot so načrtovali, medtem ko se je predčasno upokojilo manj kot 10% tistih, ki so bili dobrega zdravja, in manj kot 5% tistih, ki so bili odličnega zdravja. Te ugotovitve poudarjajo pomembno povezavo med zdravstvenim stanjem delavcev in njihovo odločitvijo za upokojitev.

Graf E

Delež upokojencev, ki so se po izbruhu pandemije upokojili prej, kot so načrtovali, glede na njihovo zdravstveno stanje in to, ali so cepljeni ali ne



Vir: anketa o zdravju, staranju in upokojevanju v Evropi (SHARE), deveti val.
Opombe: Tehtani podatki iz ankete SHARE so reprezentativni za prebivalstvo, staro 50 let in več. Zdravje je opredeljeno kot odlično, če so anketiranci navedli, da so zelo dobrega ali odličnega zdravja (26,2% starejšega prebivalstva), dobro, če so navedli, da so dobrega zdravja (43,9%), in slab, če so navedli, da so še kar dobrega ali slabega zdravja (29,9%). Med starejšimi delavci slabega zdravja jih je 86,3% navedlo, da so cepljeni, pri čemer delež cepljenih starejših anketirancev dobrega zdravja znaša 87%, delež cepljenih starejših anketirancev odličnega zdravja pa 84,7%.

Na splošno v analizi ugotavljamo, da so h gibanju aktivnosti starejših delavcev na trgu dela do neke mere prispevale spremembe pri odločitvi za upokojitev, ki so bile posledica pandemije. Zaradi pandemije se je aktivnost starejših delavcev na trgu dela v euroobmočju začasno zmanjšala, okrog 175.000 delavcev pa se je za upokojitev odločilo prej. Razmeroma nizko število pomeni, da v nasprotju z gibanji v ZDA pandemija na odločitev starejših delavcev za upokojitev v euroobmočju ni zelo močno vplivala. Vendar pa se zdi, da je k trenutku odločitve starejših delavcev za upokojitev prispevala zaskrbljenost glede zdravja. Te ugotovitve so pomembne za analizo trga dela v euroobmočju, saj dokazujejo, da se veliki, eksogeni zdravstveni šoki prenašajo v gospodarsko aktivnost. To kaže na potencialno vlogo strukturnih politik pri krepitevji odpornosti delovne sile v euroobmočju z izboljšanjem zdravja delavcev ali spodbujanjem delovnega okolja, ki upošteva zdravje.

3

Ali rep maha s psom? Podrobnejša analiza nedavnega gibanja porazdelitve inflacijskih pričakovanj

Pripravila Lucyna Górnicka in Aidan Meyler

Potem ko se je porazdelitev posameznih dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov v obdobju od prvega četrletja 2019 do drugega četrletja 2021 znižala pod 2%, se je po najnovejših podatkih ponovno ustalila na ravni okrog 2% in je zdaj zelo podobna povprečni porazdelitvi, zabeleženi v obdobju od tretjega četrletja 2003 do prvega četrletja 2014 (graf A).^{1,2} Vseeno pa izstopa ena razlika: občuten »rep« porazdelitve anketirancev zdaj navaja dolgoročnejša inflacijska pričakovanja na ravni 2,5% ali nad to ravnijo. V anketi o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrletje 2022 se je ta delež povečal na 17% (kar predstavlja osem od 46 anketirancev, ki so posredovali dolgoročnejša inflacijska pričakovanja).³ Ta okvir podrobneje analizira pričakovanja anketirancev na zgornjem repu porazdelitve, da bi ugotovili, ali je nedavna splošna odebeline repa lahko znanilec gibanja preostanka porazdelitve.⁴

¹ Skupino anketirancev v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov, ki je bila oblikovana leta 1999, sestavljajo strokovnjaki za makroekonomske napovedi, ki delujejo v Evropi. Trenutno aktivna sestava skupine obsega 75 do 80 institucij, od katerih se jih v vsakem krogu ankete odzove okrog 60 – od teh pa v povprečju 75% oziroma 45 institucij posreduje dolgoročnejša inflacijska pričakovanja.

² To referenčno obdobje je bilo izbrano, ker se začne po pregledu strategije denarne politike ECB v letu 2003, v katerem je bil določen srednjeročni inflacijski cilj na ravni pod 2%, vendar blizu te meje. Leta 2014 (ko je ECB začela izvajati program nakupa vrednostnih papirjev) se je znižalo število anketirancev, ki so navedli pričakovanja na ravni 2,0%, in zvišalo število anketirancev, ki so navedli pričakovanja na ravni 1,7%.

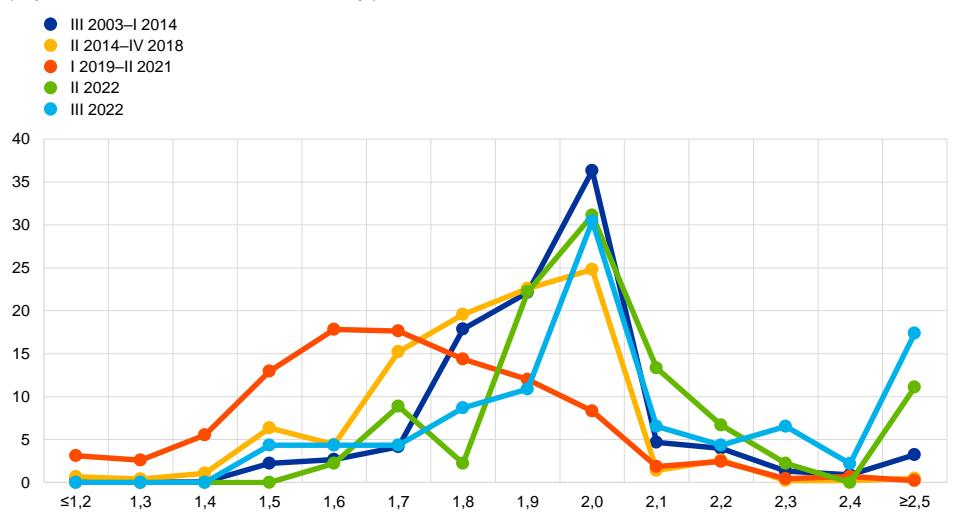
³ Še nikoli prej ni več kot 10% anketirancev v anketi o napovedih drugih strokovnjakov navedlo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja na 2,5-odstotni ali višji ravni. Edino drugo obdobje (daljše od enega kroga ankete), v katerem je več kot 5% anketirancev navedlo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja na 2,5-odstotni ali višji ravni, je bilo obdobje od drugega četrletja 2011 do tretjega četrletja 2013, ko je takšna pričakovanja navedlo 7% do 9% (oziroma trije ali štirje anketiranci).

⁴ Argument, zakaj bi bilo gibanje presečne porazdelitve inflacijskih pričakovanj lahko zgodnje opozorilo o odsidranju, je v Reis, R., »[Losing the Inflation Anchor](#)«, *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 9. september 2021.

Graf A

Histogram posameznih dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov

(os y: odstotek anketirancev; os x: odstotek inflacije)



Opombe: V anketi o napovedih drugih strokovnjakov so anketiranci napolnjeni, da navedejo točkovne napovedi in ločeno pripisujejo stopnjo verjetnosti različnim razponom podatkov. V grafu je prikazan razmik točkovnih napovedi anketirancev.

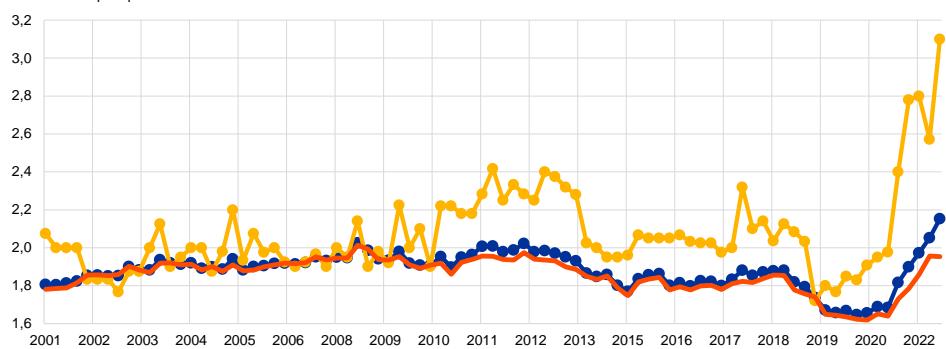
Od leta 2010 so bila dolgoročnejša inflacijska pričakovanja skupine na sedanjem repu porazdelitve višja in bolj volatilna kot pričakovanja preostalih anketirancev (graf B). Inflacijska pričakovanja skupine na sedanjem repu porazdelitve so bila v povprečju 0,3 odstotne točke višja od pričakovanj preostalih anketirancev (2,15% v primerjavi z 1,85%). Vendar se je vrzel v zadnjih štirih krogih ankete povečala. Tudi volatilnost (merjena s standardnim odklonom) inflacijskih pričakovanj skupine na repu porazdelitve je od leta 2010 veliko večja (0,3 odstotne točke v primerjavi z 0,1 odstotne točke). Vseeno pa je glede na majhnost vzorca (osem anketirancev v najnovejšem krogu, v povprečju pa se je od leta 2010 v vsakem krogu odzvalo le pet anketirancev) potrebna previdnost pri interpretaciji teh podatkov.

Graf B

Gibanje dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov

(medletne spremembe v odstotkih)

- celotna skupina anketirancev
- skupina na sedanjem repu porazdelitve
- skupina preostalih anketirancev



Opomba: »Skupina na sedanjem repu porazdelitve« se nanaša na osem anketirancev, ki so v krogu za tretje četrtletje 2022 navedli dolgoročnejša pričakovanja na 2,5-odstotni ali višji ravnini.

Skupina na sedanjem repu porazdelitve pričakuje, da bo sedanji skok inflacije vztrajal dlje časa. Razloge za to je mogoče osvetliti, če se preučijo najnovejša pričakovanja skupine o drugih spremenljivkah. V tabeli A so navedena samo dolgoročnejša pričakovanja glede drugih spremenljivk, vendar je celotno obdobje napovedi le informativno. Skupina na repu porazdelitve pričakuje, da bo sedanji skok skupne inflacije vztrajnejši, obenem pa v primerjavi s preostalimi anketiranci v anketi o napovedih drugih strokovnjakov pričakuje tudi višjo in vztrajnejšo osnovno inflacijo. To se odraža v višjih pričakovanjih skupine na repu porazdelitve glede skupne in osnovne inflacije v vseh obdobjih napovedi, od kratkoročnih do dolgoročnejših. Pričakovanja skupine na repu porazdelitve glede stroškov dela so višja od naslednjega koledarskega leta dalje, pričakovanja o stopnji brezposelnosti pa so na splošno nižja (tj. skladna s presežnim povpraševanjem po delovni sili na dolgi rok) kot so pričakovanja skupine preostalih anketirancev. Pri nobeni od skupin ni jasne povezave s pričakovanji glede realne rasti BDP. Gledano v celoti se zdi, da razlike v pričakovanjih glede stopnje brezposelnosti – čeprav so pričakovanja skladna s stališčem o večjem presežnem povpraševanju po delovni sili – niso dovolj velike, da bi bilo z njimi mogoče pojasniti vrzel med dolgoročnejšimi inflacijskimi pričakovanji skupine na repu porazdelitve in drugih strokovnjakov za napovedi.

Tabela A

Dolgoročnejša pričakovanja glede različnih makroekonomskih spremenljivk v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrletje 2022

	Inflacija	Inflacija brez energentov in hrane	Realna rast BDP	Stopnja brezposelnosti	Rast stroškov dela
Skupina na repu porazdelitve <i>(brez skrajnega osamelca)</i>	3,1% (2,6%)	3,2% (2,5%)	1,8% (1,6%)	6,1% (6,2%)	4,3% (3,0%)
Število anketirancev	8	5	8	7	4
Skupina preostalih anketirancev	2,0%	1,9%	1,4%	6,4%	2,5%
Število anketirancev	38	25	35	30	12
Celotna skupina anketirancev <i>(brez skrajnega osamelca)</i>	2,2% (2,1%)	2,2% (2,0%)	1,5% (1,5%)	6,4% (6,4%)	3,0% (2,6%)
Število anketirancev	46	30	43	37	16

Opomba: Kjer so odstotki prikazani v oklepajih, označujejo vrednost brez enega skrajnega osamelca, medtem ko odstotek brez oklepaja vključuje tudi osamelca.

Strokovnjaki za napovedi, ki trenutno navajajo najvišja dolgoročnejša inflacijska pričakovanja, so bili v preteklosti bolj občutljivi na realizirano inflacijo. Pri ocenjevanju korelacji z inflacijo in rastjo (realizirane vrednosti in kratkoročna pričakovanja) tekom časa se zdi, da dolgoročnejša inflacijska pričakovanja bolj korelirajo z realizirano inflacijo in posameznimi kratkoročnimi pričakovanji pri skupini na repu porazdelitve kot pri skupini preostalih strokovnjakov za napovedi, medtem ko pri nobeni skupini ni jasne povezave z realizirano rastjo ali kratkoročnimi pričakovanji glede rasti.⁵

Ali torej pričakovanja skupine na repu porazdelitve vplivajo na pričakovanja preostalih anketirancev? To se lahko preveri z Grangerjevimi testi vzročnosti za povprečna pričakovanja skupine na repu porazdelitve za dolgoročno obdobje in naslednje leto v primerjavi s povprečnimi pričakovanji skupine preostalih anketirancev.⁶ Analiza ne pokaže jasnih znakov Grangerjeve vzročnosti na nobeni strani oz. povedano drugače, na podlagi preteklih podatkov se zdi, da rep ne maha s psom.

Naša analiza torej kaže, da pričakovanja skupine na repu porazdelitve niso vplivala na gibanje pričakovanj preostalih strokovnjakov za napovedi. Nekatere novejše raziskave kažejo, da desni rep porazdelitve strokovnjakov za napovedi sestavljajo osebe, ki se hitro učijo, kar pomeni, da so pozorne na nove podatke in dogajanja.⁷ V skladu s tem stališčem znajo strokovnjaki za napovedi, ki so zgodaj

⁵ To oceno potrjujejo tudi regresije dolgoročnih inflacijskih pričakovanj glede pretekle realizirane inflacije, rasti BDP in brezposelnosti, opravljene na ravni strokovnjakov za napovedi (kontroliranje za fiksne učinke pri strokovnjakih za napovedi). Medtem ko se na realizirano inflacijo odziva tako skupina na repu porazdelitve kot tudi skupina preostalih anketirancev, je odziv skupine na repu porazdelitve občutno večji kot odziv skupine preostalih anketirancev. Tako se ob zvišanju inflacije za 1 odstotno točko zvišajo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja skupine na repu porazdelitve za 0,2 odstotne točke v primerjavi z le 0,03 odstotne točke pri skupini preostalih anketirancev.

⁶ Granger, C. W. J., »Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods«, *Econometrica*, 1969.

⁷ Reis, R., »Inflation expectations: rise and responses«, govor na forumu ECB o centralnem bančništvu, 29. junij 2022.

prilagodili svoje mnenje, dobro predvideti prihodnost. Naše ugotovitve kažejo, da so anketiranci v skupini na repu porazdelitve bolj občutljivi na aktualna gibanja kot drugi strokovnjaki za napovedi in da bi kratkoročno dinamiko inflacije lahko močneje in vztrajneje ekstrapolirali na dolgoročnejše obdobje.

4

Vpliv naraščanja hipotekarnih obrestnih mer na stanovanjski trg v euroobmočju

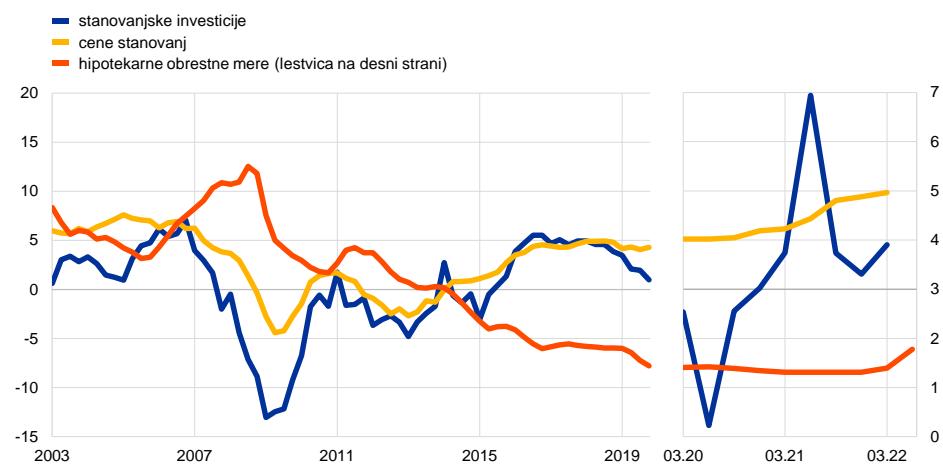
Pripravili Niccolò Battistini, Johannes Gareis in Moreno Roma

Hipotekarne obrestne mere v euroobmočju so se od začetka leta 2022 precej zvišale, potem ko so leta 2021 dosegle zgodovinsko nizko raven. V zadnjih dveh letih je bil stanovanjski trg v euroobmočju živahen, k čemu so prispevale ugodne hipotekarne obrestne mere (graf A).¹ Skupna medletna rast cen stanovanj v euroobmočju se je pospešila z okrog 4% ob koncu leta 2019 na skoraj 10% v prvem četrtletju 2022, kar je najvišja stopnja rasti od začetka leta 1991. Hkrati so se stanovanjske investicije po upadu zaradi pandemije v letu 2020 hitro okrepile in so bile v letošnjem prvem četrtletju za okrog 6% višje od predkrizne ravni. Sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja gospodinjstev za nakup stanovanja se je septembra 2021 znižal na zgodovinsko nizko raven (1,3%) in je do decembra 2021 ostal večinoma nespremenjen.² V prvi polovici letošnjega leta pa so se hipotekarne obrestne mere precej zvišale (za 63 bazičnih točk), kar je doslej največje 6-mesečno zvišanje.

Graf A

Stanovanjske investicije, cene stanovanj in hipotekarne obrestne mere

(lestvica na levi strani: medletne spremembe v odstotkih; lestvica na desni strani: odstotki)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Hipotekarne obrestne mere se nanašajo na sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja gospodinjstev za nakup stanovanja in so izražene kot četrtletno povprečje.

¹ Ocena gibanja na stanovanjskem trgu v euroobmočju med pandemijo koronavirusa (COVID-19) je v članku z naslovom »[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021. Razprava o tveganjih na stanovanjskem trgu je v Iganc, D., Kohlscheen, E. in Rungcharoenkitkul, P., »[Housing market risks in the wake of the pandemic](#)«, *BIS Bulletin*, št. 50, BIS, marec 2022.

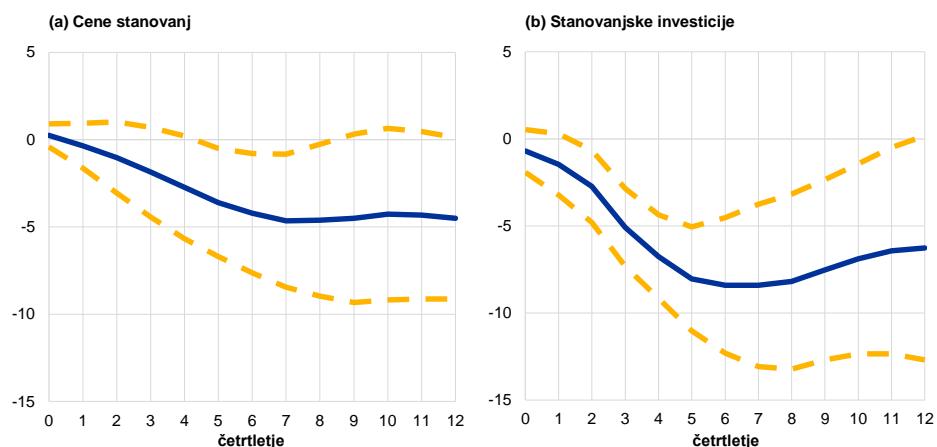
² V tem okvirju se hipotekarne obrestne mere nanašajo na sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja gospodinjstev za nakup stanovanja.

Empirični podatki kažejo, da je dinamika na stanovanjskem trgu zelo občutljiva na hipotekarne obrestne mere. Vpliv, ki ga imajo vse višje hipotekarne obrestne mere na cene stanovanj in stanovanjske investicije v euroobmočju, je mogoče osvetliti s pomočjo okvira linearnih lokalnih projekcij.³ V skladu z ocenjenim modelom zvišanje hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko povzroči – če vse drugo ostane nespremenjeno – približno 5-odstotni padec cen stanovanj po približno dveh letih (graf B).⁴ Enako zvišanje hipotekarne obrestne mere v odstotnih točkah pa ima večji vpliv na stanovanjske investicije, saj povzroči 8-odstotno zmanjšanje po približno dveh letih.

Graf B

Ocenjena delna elastičnost cen stanovanj in stanovanjskih investicij na zvišanje hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko

(v odstotkih)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Grafa prikazujeta »zglajeno« ocenjeno delno elastičnost cen stanovanj in stanovanjskih investicij na zvišanje hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko s pomočjo linearnih lokalnih projekcij. Projekcije vključujejo realni BDP, HICP, kratkoročno obrestno mero in stanovanjska posojila kot kontrolne spremenljivke ter so ocenjene za obdobje od prvega četrletja 1995 do zadnjega četrletja 2019 (t.j. brez obdobja krize zaradi COVID-19). »Zglajena« se nanaša na centrirano drsečo sredino ocenjene delne elastičnosti v treh obdobjjih brez začetnih in končnih točk. Črtkane črte se nanašajo na 90-odstotni razpon zaupanja.

Vpliv naraščanja hipotekarnih obrestnih mer na cene stanovanj in stanovanjske investicije je večji v okolju nizkih obrestnih mer. Teorija cen premoženja pravi, da nižje ko so hipotekarne obrestne mere, bolj občutljive so cene stanovanj na spremembe v hipotekarnih obrestnih merah, saj nižje hipotekarne

³ Model vključuje odloge pri vsaki stanovanjski spremenljivki ter odloge pri sklopu dodatnih spremenljivk, s katerimi se kontrolira za stanje gospodarstva ter razmere na finančnih in kreditnih trgih, kot so realni BDP, HICP, kratkoročna obrestna mera in stanovanjska posojila. Do odloga nič so vključene tudi te kontrolne spremenljivke, tako da ocenjena občutljivost cen stanovanj in stanovanjskih investicij na spremembe v hipotekarnih obrestnih merah održa samo vpliv »šoka v zvezi s hipotekarnim pribitkom«, ki ga povzroča kak drug dejavnik, ki ga kontrolne spremenljivke ne zajemajo, med katerimi so na primer spremembe v tveganosti posojilojemalcev in časovne premije za dolgoročne obrestne mere. Podoben model za ameriški stanovanjski trg je predstavljen v Liu, H., Lucca, D., Parker, D. in Rays-Wahba, G., »The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates«, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, september 2021.

⁴ Vse modelske spremenljivke so izražene v logaritmičnih vrednostih, pomnoženih s 100, razen pri obrestnih merah, ki so izražene v odstotkih. Zato ocenjena občutljivost cen stanovanj in stanovanjskih investicij meri odstotno spremembo cen stanovanj in stanovanjskih investicij v odziv na spremembo hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko. To se običajno imenuje »delna elastičnost«.

obrestne mere povzročijo večji diskontni učinek na prihodnje najemnine in cene.⁵ Večja občutljivost cen stanovanj lahko po drugi strani pomeni tudi večjo občutljivost stanovanjskih investicij prek dobičkonosnosti stanovanj in vrednosti zastavljenega premoženja, saj oboje pomembno prispeva k stanovanjskim investicijam in je pod vplivom gibanja cen stanovanj.⁶ Da bi se zajela takšna nelinearnost, je model prilagojen tako, da vključuje kazalnik, ki kontrolira za raven hipotekarnih obrestnih mer.⁷ Rezultati takšnega nelinearnega modela kažejo, da je v okolju nizkih obrestnih mer v odziv na dvig hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko ocenjen padec cen stanovanj in stanovanjskih investicij približno 9% oziroma 15% po približno dveh letih. To je približno dvakrat toliko, kot kažejo linearni rezultati (graf C).⁸

⁵ Glej na primer Himmelberg, C., Mayer, C., in Sinai, T., »Assessing High House Prices:Bubbles, Fundamentals and Misperceptions«, *Journal of Economic Perspectives*, letnik 19, št. 4, jesen 2005, str. 67–92.

⁶ Povezava med dobičkonosnostjo stanovanj in stanovanjskimi investicijami je na primer predstavljena v Jud, G. D. in Winkler, D. T., »The Q Theory of Housing Investment«, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, št. 27, november 2003, str. 379–392.

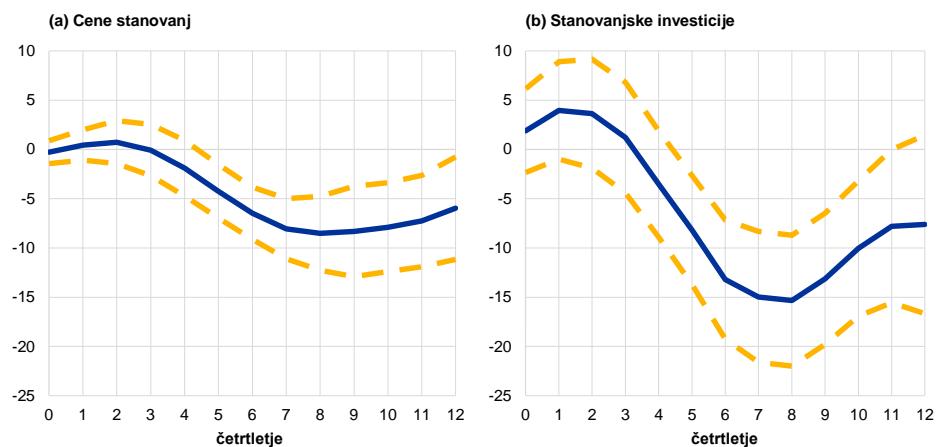
⁷ Kazalnik meri verjetnost, da se nahajamo v okolju nizkih obrestnih mer, in je določen z logistično funkcijo, pri čemer je 12-četrtletna drseča sredina hipotekarne obrestne mere spremenljivka stanja, prag okolja nizkih obrestnih mer pa je določen na ravnini mediane te spremenljivke, kar pomeni 4,5-odstotno obrestno mero. Parameter hitrosti prehoda je določen na 5. Različne uporabe te tehnike so na primer predstavljene v Auerbach, A.J. in Gorodnichenko, Y., »Fiscal Multipliers in Recessions and Expansion«, v Alesina, A., Giavazzi, F. (ur.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, str. 63–102, tudi v Tenreyro, S. in Thwaites, G., »Pushing on a String:US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, letnik 8, št. 4, oktober 2016, str. 43–74.

⁸ Več dokazov o večji občutljivosti gibanj na stanovanjskem trgu v euroobmočju na spremembe v hipotekarnih obrestnih merah v okolju nizkih obrestnih mer je v okvirju z naslovom »Drivers of rising prices and the risk of reverse«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2022, ki kaže, da se realne cene stanovanj znižajo za 280 bazičnih točk več v odziv na zvišanje realnih hipotekarnih obrestnih mer za 1 odstotno točko s sedanjih ravnin, če se upoštevajo nelinearna razmerja. Večji vpliv pri nizkih obrestnih merah potrjujejo tudi simulacije s pomočjo modela ECB-BASE, čeprav v precej šibkejši obliki. Model ECB-BASE je predstavljen v Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M., Zimic, S., »Introducing ECB-BASE:The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area«, *Working Paper Series*, št. 2315, ECB, september 2019. Pomemben zadržek pri nelinearnih lokalnih projekcijah se nanaša na pomislek glede endogenosti spremenljivke stanja, ki je bil nedavno izpostavljen v Gonçalves, S., Herrera, A. M., Kilian, L., in Pesavento, E., »When State-Dependent Local Projections Work?«, *Research Department Working Papers*, št. 2205, Federal Reserve Bank of Dallas, maj 2022. Zaradi teh pomislekov spremenljivka stanja temelji na predpostavki o dolgem odlogu (glej prejšnjo opombo).

Graf C

Ocenjena delna elastičnost cen stanovanj in stanovanjskih investicij na zvišanje hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko v okolju nizkih obrestnih mer

(v odstotkih)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Grafa prikazujeta »zglajeno« ocenjeno delno elastičnost cen stanovanj in stanovanjskih investicij na zvišanje hipotekarne obrestne mere za 1 odstotno točko v okolju nizkih obrestnih mer s pomočjo nelinearnih lokalnih projekcij. Projekcije vključujejo realni BDP, HICP, kratkoročno obrestno mero in stanovanjska posojila kot dodatne spremenljivke ter so ocenjene za obdobje od prvega četrtletja 1995 do zadnjega četrtletja 2019 (tj. brez obdobja krize zaradi COVID-19). »Zglajena« se nanaša na centrirano drsečo sredino ocenjene delne elastičnosti v treh obdobjih brez začetnih in končnih točk. Črtkane crte se nanašajo na 90-odstotni razpon zaupanja.

Na gibanja na stanovanjskem trgu pa poleg hipotekarnih obrestnih mer vplivajo tudi drugi dejavniki – vključno s tistimi, ki so strukturne narave.

Medtem ko empirični podatki iz lokalnih projekcij kažejo na potencialno velike popravke navzdol pri stanovanjskem trgu v euroobmočju, je treba upoštevati tudi druge dejavnike, ki jih modeli ne zajamejo. Takšni dejavniki bi lahko povečali negotovost, ki spremlja stanovanjske obete.⁹ Zdi se, da gospodinjstva po pandemiji COVID-19 pripisujejo večjo vrednost bolj prostornim nepremičninam, ki ljudem omogočajo delo od doma, in se jim zdijo lokacije, ki so bolj oddaljene od pisarne, privlačnejše.¹⁰ Preliminarni podatki kažejo, da so se od pandemije COVID-19 v nekaterih državah euroobmočja, za katere so na voljo podatki, individualne hiše bolj podražile (graf D, slika a). Poleg tega so se od pandemije COVID-19 cene nepremičnin zunaj glavnih mest držav v euroobmočju bolj zvišale, delež prebivalstva v euroobmočju, ki živi v individualnih hišah, pa se je leta 2020 povečal (graf D, slika b).¹¹ Stanovanjske investicije bi lahko podprla tudi želja prebivalcev po več prostora. Spremembe v stanovanjskih željah, ki jih je povzročila pandemija, bi lahko

⁹ Med drugim se bo privlačnost stanovanjskih nepremičnin za naložbene namene verjetno zmanjšala zaradi relativno stabilne donosnosti najemnin v primerjavi z zabeleženim povečanjem donosnosti obveznic. Ta učinek pa bi lahko deloma odpravila višja inflacija, ki razporejanje naložb usmerja k »realnemu premoženju«, kakršna so stanovanja.

¹⁰ Glej na primer Bottero, M., Bravi, M., Caprioli, C., Dell'Anna, F., Dell'Ovo, M., in Oppio, A., »New housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment«, *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, september 2021, str. 120–129, tudi Tajani, F., Morano, P., Di Liddo, F., Guarini, M. R. in Ranieri, R., »The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy)«, *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, september 2021, str. 50–62.

¹¹ Treba je poudariti, da takšne spremembe v željah vplivajo bolj na relativne cene nepremičnin kot na skupne cene nepremičnin.

nevtralizirale višje hipotekarne obrestne mere, s čimer je mogoče deloma pojasniti tudi odpornost stanovanjskega trga v euroobmočju.

Graf D

Rast cen individualnih hiš v primerjavi z rastjo cen vrstnih hiš, skupne cene stanovanj v euroobmočju in cene stanovanj v glavnih mestih držav v euroobmočju ter delež/spremembe v deležu prebivalstva, ki živi v individualnih hišah

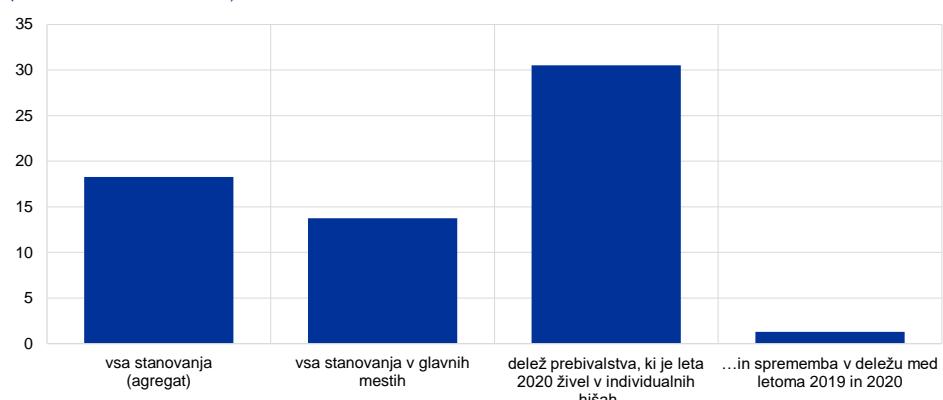
(a) Rast cen individualnih hiš v primerjavi z rastjo cen vrstnih hiš

(razlike v odstotnih točkah od prvega četrtletja 2020)



(b) Cene stanovanj in delež/spremembe v deležu prebivalstva, ki živi v individualnih hišah, v euroobmočju

(odstotne spremembe cen od prvega četrtletja 2021; delež prebivalstva kot odstotek celotnega prebivalstva, spremembe v deležu prebivalstva v odstotnih točkah)



Viri: OECD, BIS, Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika (a): Za Nemčijo in Belgijo se podatki nanašajo na razliko med cenami hiš in stanovanj. Podatki za Nemčijo, Estonijo, Irsko in Litvo se nanašajo na vsa stanovanja (nova in obstoječa), za druge države pa se nanašajo na obstoječa stanovanja. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2022, razen za Luksemburg, Avstrijo in Finsko, za katere se nanašajo na zadnje četrtletje 2021. Slika (b): Agregatna serija podatkov o cenah stanovanj v euroobmočju je tehtano povprečje na podlagi uteži BDP ter vključuje Belgijo, Nemčijo, Estonijo, Irsko, Španijo, Francijo, Italijo, Nizozemsko, Avstrijo, Slovenijo in Finsko.

5

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 20. aprila do 26. julija 2022

Pripravili Ioana Duca-Radu in Juliane Kinsele

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2022.

Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 20. aprila 2022 do 26. julija 2022 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju povečala za 34,1 milijarde EUR in dosegla rekordno raven v višini 4.523,1 milijarde EUR. Skupno povečanje presežne likvidnosti je bilo predvsem posledica neto nakupov vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in je bilo delno izravnano s povečanjem neto avtonomnih dejavnikov. Povprečna presežna likvidnost se je povečala predvsem v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, medtem ko se je v četrtem obdobju zmanjšala, in sicer zlasti zaradi odplačil v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) in končanja neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev s 1. julijem 2022.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 25,3 milijarde EUR na 2.602,8 milijarde EUR.

Povečanje je bilo skoraj v celoti posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 21,6 milijarde EUR na 2.443,7 milijarde EUR (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), medtem ko so se obvezne rezerve povečale le za 3,7 milijarde EUR na 159,1 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 63,4 milijarde EUR na 3.385,3 milijarde EUR, k čemur je prispevalo povečanje drugih avtonomnih dejavnikov in bankovcev v obtoku. Drugi avtonomni dejavniki (več informacij je v spodnji tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povečali za 42,3 milijarde EUR na 1.145,7 milijarde EUR. Bankovci v obtoku so se povečali za 33,6 milijarde EUR na 1.596,9 milijarde EUR, kar pomeni, da se ponovno gibljejo z enako dinamiko kot pred pandemijo. Povečano previdnostno povpraševanje v nekaterih jurisdikcijah po ruski invaziji na Ukrajino se je ob koncu drugega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv umirilo. To je pomenilo, da povprečni obseg bankovcev v obtoku v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv ni sledil tipičnemu sezonskemu vzorcu, za katerega je navadno značilno vračanje bankovcev po božičnem obdobju in koncu leta. Vloge države so se le rahlo zmanjšale za povprečno 12,4 milijarde EUR in se ustalile na povprečni ravnini 642,7 milijarde EUR. To je v nasprotju z rekordno visoko povprečno vrednostjo 749,0 milijarde EUR v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020, ko

so države euroobmočja zaradi izbruha pandemije koronavirusa (COVID-19) ter velike negotovosti glede prihodkov in odhodkov povečale svoje previdnostne likvidnostne rezerve.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 42,0 milijarde EUR na 942,0 milijarde EUR. Povečanje teh avtonomnih dejavnikov je bilo predvsem posledica povečanja neto tuje aktive za 38,1 milijarde EUR. Na splošno je ta gibanja več kot odtehtalo povečanje avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti, tako da so neto avtonomni dejavniki prispevali k zmanjšanju presežne likvidnosti.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov¹ in njihovih sprememb.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 20. april 2022–26. julij 2022				Prejšnje obravnavano obdobje: 9. februar 2022– 19. april 2022	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. april–14. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. junij–26. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni likvidnostni dejavniki	3.385,3 (+63,4)	3.346,9 (-8,6)	3.436,4 (+89,5)	3.321,9 (+149,9)		
Bankovci v obtoku	1.596,9 (+33,6)	1.591,5 (+15,6)	1.604,0 (+12,4)	1.563,2 (+32,2)		
Vloge države	642,7 (-12,4)	624,1 (-43,7)	667,6 (+43,6)	655,2 (+50,0)		
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	1.145,7 (+42,3)	1.131,4 (+19,5)	1.164,9 (+33,5)	1.103,5 (+67,7)		
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	3.843,0 (+84,3)	3.888,3 (+117,8)	3.782,5 (-105,9)	3.758,7 (+85,7)		
od tega izvzete presežne rezerve po dvostenjskem sistemu	942,2 (+19,1)	935,5 (+5,1)	948,9 (+13,4)	923,0 (+0,4)		
od tega neizvzete presežne rezerve po dvostenjskem sistemu	2.893,2 (+57,6)	2.952,8 (+112,7)	2.833,6 <i>(-119,2)</i>	2.835,6 (+85,3)		
Obvezne rezerve²⁾	159,1 (+3,7)	157,8 (+1,0)	160,9 (+3,1)	155,4 (+0,6)		
Priznano izvzetje³⁾	954,6 (+22,3)	946,6 (+5,9)	965,1 (+18,5)	932,3 (+3,3)		
Odperta ponudba mejnega depozita	680,2 (-50,2)	681,3 (-33,5)	678,7 (-2,7)	730,4 (-9,2)		
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)		

Vir: ECB.

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

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

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

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

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

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 20. april 2022–26. julij 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 9. februar 2022– 19. april 2022
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. april–14. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. junij–26. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
	942,0 (+42,0)	936,3 (+27,6)	949,7 (+13,4)	900,1 (+68,7)			
Avtonomni likvidnostni dejavniki							
Neto tuja aktiva	938,3 (+38,1)	934,2 (+21,0)	943,7 (+9,5)	900,2 (+41,8)			
Neto aktiva v eurih	3,7 (+3,9)	2,1 (+6,6)	6,0 (+3,9)	-0,1 (+26,9)			
Instrumenti denarne politike	7.125,9 (+59,5)	7.138,4 (+49,1)	7.109,1 (-29,3)	7.066,4 (+158,1)			
Operacije odprtega trga	7.125,9 (+59,5)	7.138,4 (+49,1)	7.109,1 (-29,3)	7.066,4 (+158,1)			
Kreditne operacije	2.178,3 (-22,5)	2.199,3 (-0,7)	2.150,3 (-49,0)	2.200,8 (-4,5)			
Operacije glavnega refinanciranja	0,7 (+0,4)	0,5 (+0,2)	1,0 (+0,5)	0,3 (+0,1)			
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,3 (+0,2)	0,2 (+0,1)	0,4 (+0,2)	0,1 (+0,0)			
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	2.174,6 (-22,6)	2.195,7 (-0,8)	2.146,4 (-49,4)	2.197,2 (-5,0)			
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	2,8 (-0,4)	2,9 (-0,2)	2,6 (-0,3)	3,2 (+0,4)			
Dokončni portfelji	4.947,6 (+82,0)	4.939,1 (+49,9)	4.958,8 (+19,7)	4.865,6 (+162,7)			
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,0 (-0,0)	0,0 (-0,0)	0,0 (-0,0)	0,0 (-0,4)			
Drugi program nakupa kritih obveznic	0,5 (-0,5)	0,7 (-0,1)	0,2 (-0,5)	1,0 (-1,2)			
Tretji program nakupa kritih obveznic	300,2 (+3,9)	298,8 (+2,2)	302,1 (+3,3)	296,3 (-1,4)			
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	3,4 (-0,9)	3,3 (+0,0)	3,4 (+0,0)	4,2 (-2,3)			
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	26,0 (-0,9)	26,5 (-0,6)	25,4 (-1,1)	27,0 (-1,4)			
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.579,8 (+54,2)	2.572,3 (+38,8)	2.589,8 (+17,6)	2.525,6 (+37,9)			
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	341,1 (+14,5)	338,7 (+8,1)	344,2 (+5,5)	326,5 (+16,4)			
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	1.696,6 (+11,6)	1.698,8 (+1,5)	1.693,7 (-5,1)	1.685,1 (+115,1)			
Odperta 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 najbližjih 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 20. april 2022–26. julij 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 9. februar 2022– 19. april 2022	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. april–14. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. junij–26. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	2.602,8 (+25,3)	2.568,8 (-35,1)	2.648,0 (+79,2)	2.577,4 (+81,8)				
Neto avtonomni dejavniki ²⁾	2.443,7 (+21,6)	2.411,1 (-36,1)	2.487,2 (+76,1)	2.422,1 (+81,2)				
Presežna likvidnost ³⁾	4.523,1 (+34,1)	4.569,7 (+84,3)	4.461,1 (-108,5)	4.489,1 (+76,4)				

Vir: ECB.

Opomba: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najboljših 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 tekočih računov nad obveznimi rezervami in uporabe odprtne ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteata uporaba odprtne ponudbe mejnega posojila.

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 20. april 2022–26. julij 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 9. februar 2022– 19. april 2022	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. april–14. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. junij–26. julij	Prvo in drugo 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)	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)	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)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)
ESTR	-0,583 (-0,003)	-0,584 (-0,002)	-0,581 (+0,003)	-0,579 (-0,003)				
Indeks RepoFunds Rate Euro	-0,646 (-0,008)	-0,642 (+0,002)	-0,652 (-0,010)	-0,638 (+0,108)				

Vira: ECB in CME Group.

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

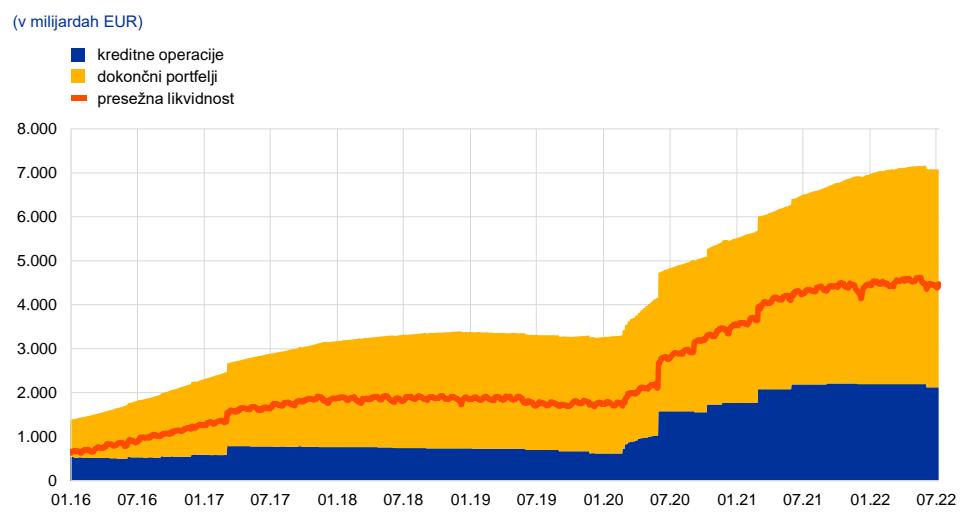
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 59,5 milijarde EUR na 7.125,9 milijarde EUR (graf A). Ta znesek se je povečal predvsem v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv zaradi nadaljevanja neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. V četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv so se neto nakupi v okviru omenjenega programa 1. julija končali in poravnana so bila

prostovoljna odplačila v okviru tretje serije CUODR, zaradi česar se je presežna likvidnost zmanjšala.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 26. julij 2022.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 22,5 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo predvsem posledica prostovoljnih odplačil v okviru tretje serije CUODR v višini 74,1 milijarde EUR, opravljenih konec junija, katerih polni učinek na povprečje obravnavanega obdobja se bo pokazal šele v naslednjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej le postransko vlogo, pri čemer se je od prejšnjega obravnavanega obdobja povprečna uporaba teh operacij rahlo povečala na 0,4 milijarde EUR oziroma 0,2 milijarde EUR.

Hkrati so se zaradi neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev dokončni portfelji povečali za 82,0 milijarde EUR na 4.947,6 milijarde EUR. H gibanju v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev so prispevali predvsem neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, ki so se v povprečju povečali za 54,2 milijarde EUR na 2.579,8 milijarde EUR. Neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja so se v povprečju povečali za 14,5 milijarde EUR na 341,1 milijarde EUR. Pri ostalih programih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev so bile spremembe le malenkostne. Povprečna imetja v izrednem programu nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) znašajo 1.696,6 milijarde EUR. Čeprav so se neto nakupi v okviru programa PEPP ob koncu marca 2022 prenehali izvajati, se ponovno investiranje zapadlih zneskov glavnice nadaljuje. Zaradi zapadlosti vrednostnih papirjev v portfelju neaktivnih programov, vključno s programom v zvezi s trgi vrednostnih papirjev ter prvim in drugim programom nakupa kritih obveznic, se je skupni obseg dokončnih portfeljev zmanjšal za 1,4 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 34,1 milijarde EUR na nov rekordni znesek v višini 4.523,1 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve (presežne rezerve), so se povečala za 84,3 milijarde EUR na 3.843,0 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa se je zmanjšala za 50,2 milijarde EUR na 680,2 milijarde EUR. Dnevna presežna likvidnost je najvišjo vrednost, in sicer 4.622,4 milijarde EUR, dosegla 14. junija, na zadnji dan tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Presežne rezerve, ki so po dvostopenjskem sistemu² izvzete iz obrestovanja po negativni obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, so se povečale za 19,1 milijarde EUR na 942,2 milijarde EUR. Neizvzeta presežna likvidnost, ki vključuje odprto ponudbo mejnega depozita, se je rahlo povečala za 7,4 milijarde EUR na 3.573,4 milijarde EUR. Skupna stopnja izkoriščenosti maksimalnega priznanega izvzetja, tj. razmerje med izvzetimi rezervami in najvišjim izvzetim zneskom,³ je od tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 ostala višja od 98%. V sedanjem obravnavanem obdobju je bila malenkostno nižja na ravni 98,7%, v primerjavi z 99,0% v prejšnjem obravnavanem obdobju. Delež izvzetih presežnih rezerv v celotni presežni likvidnosti je znašal 20,8%, medtem ko je bil v prejšnjem obravnavanem obdobju 20,6-odstoten.

Gibanje obrestnih mer

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala približno nespremenjena na ravni –58,3 bazične točke. Zaradi velike presežne likvidnosti je €STR še naprej razmeroma neodzivna, med drugim tudi na precejšnja nihanja likvidnosti. 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. Dvig ključnih obrestnih mer ECB za 50 bazičnih točk je začel veljati po koncu obravnavanega obdobja, njegov vpliv pa bo obravnavan v naslednjem okvirju o likvidnostnih razmerah.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je prav tako ostala približno nespremenjena, in sicer na ravni –64,6 bazične točke. Čeprav je bila povprečna vrednost še vedno večinoma nespremenjena, je bil vzorec konca četrletja posebej izrazit ob koncu junija, ko je indeks RFR Euro dosegel –1,145%, kar je, razen ob koncu leta, najnižja vrednost po oktobru 2014.

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

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

6

Skupni minimalni standardi za upoštevanje podnebnih tveganj v internih bonitetnih sistemih Eurosistema

Pripravila Julia Körding in Florian Resch¹

Da bi bilo zavarovanje, ki je zastavljeno v operacijah denarne politike, vedno ustrezne kakovosti, morajo interni bonitetni sistemi upoštevati vse relevantne dejavnike tveganja, kar pomeni tudi tveganja v zvezi s podnebnimi spremembami. Podnebne spremembe in prehod v bolj zeleno gospodarstvo so pomembni za naš glavni cilj vzdrževanja cenovne stabilnosti, ker vplivajo na gospodarstvo ter na tveganost in vrednost sredstev v bilanci stanja Eurosistema. ECB je 8. julija 2021 objavila [akcijski načrt](#), ki mu je priložen [podroben časovni razpored ukrepov](#) za vključitev vprašanj v zvezi s podnebnimi spremembami v strategijo in operacije denarne politike. Eden od vidikov, ki so obravnavani v tem dokumentu, je tudi ocena podnebnih tveganj v sklopu priprave bonitetne ocene zavarovanja. Pri ocenjevanju kreditnega tveganja je treba upoštevati tako tveganja v zvezi s prehodom v zeleno gospodarstvo kot tudi fizična tveganja, ki obstajajo zaradi podnebnih sprememb, saj lahko oboja vplivajo na rast, finančno uspešnost, tržni položaj in poslovni model podjetja ter s tem na njegovo kreditno sposobnost. Eurosistem je zato razvil skupne minimalne standarde za vključevanje podnebnih tveganj v bonitetne ocene, ki jih pripravlja interni bonitetni sistemi. Te standarde je sprejela ECB, veljati pa bodo začele do konca leta 2024, kot [je bilo napovedano](#) 4. julija 2022.

Interni bonitetni sistemi – interni vir Eurosistema za ocenjevanje bančnih posojil

V okviru sistema za zavarovanja terjatev v Eurosistem so interni bonitetni sistemi (ICAS), ki jih je razvilo sedem nacionalnih centralnih bank euroobmočja, pomemben vir ocen kreditnega tveganja, ki obstaja pri netržnem zavarovanju (bančnih posojilih).² Nasprotne stranke lahko uporabijo bonitetno oceno ICAS, kadar želijo kot zavarovanje uporabiti posojila nefinančnim družbam, med drugim tudi posojila malim in srednje velikim podjetjem, ki jih zunanje bonitetne institucije v večini primerov ne zajemajo. Ob koncu leta 2021 so interni bonitetni sistemi ocenili 34% vrednosti netržnega zavarovanja po odbitkih. Sklop pravil na ravni Eurosistema zagotavlja, da ti sistemi uporabljajo poenotene procese in v svoje ocene vključujejo relevantne ključne dejavnike tveganja. V postopku priprave bonitetne ocene se uporabi statistični model, ki običajno vključuje finančne količnike,

¹ Ta okvir temelji na obsežnem delu v zvezi z razvojem skupnih minimalnih standardov za vključevanje tveganj, povezanih s podnebnimi spremembami, v bonitetne ocene internih bonitetnih sistemov. Poleg zgornjih avtorjev so k njegovi pripravi prispevali tudi naslednji kolegi iz ECB in nacionalnih centralnih bank: L. Auria, J. Braun, S. Caleiro, S. Ciunimo, T. Fluteau, P.-Y. Gauthier, F. Giovanelli, A. Maldonado, F. Monterisi in S. Wukovits.

² Auria, Bingmer, Caicedo Graciano et al., »[Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#)«, *ECB Occasional Paper Series*, št. 284, Frankfurt, oktober 2021.

sledi pa mu izvedenska analiza, ki zajema kvalitativne informacije in dodatne kvantitativne podatke. Izvedenci v okviru analize pregledajo prednosti in slabosti družbe ter njene povezave z matično in hčerinskimi družbami. Ocenijo tudi njen vodenje ter analizirajo panožno in splošno gospodarsko okolje. Sistemi ICAS so v svojih analizah že začeli prepoznavati podnebne spremembe kot enega od dejavnikov tveganja. Svet ECB je uskladil sklop skupnih minimalnih standardov, da bi se tveganja v zvezi s podnebnimi spremembami lahko upoštevala v bonitetnih postopkih. Standardi se bodo začeli uporabljati do konca leta 2024.

Temeljna načela za vključevanje podnebnih tveganj v bonitetne ocene ICAS

Skupni minimalni standardi določajo, da mora analiza podnebnih tveganj izpolnjevati enake visoke standarde kakovosti in zanesljivosti kot ocena vseh drugih dejavnikov tveganja in mora biti vključena v redni postopek bonitetnega ocenjevanja. Standardi določajo zahteve za vire podatkov ter za metodologijo in postopke, ki jih je treba uporabiti. Ker se bonitetne ocene ICAS v evropskem bonitetnem okviru uporabljo kot vir za ocenjevanje kreditnega tveganja, bodo sistemi ICAS upoštevali koncept ene same pomembnosti, tj. upoštevali bodo samo tveganja, ki so relevantna in pomembna za kreditno sposobnost podjetja. V ocenah bodo razlikovali med tveganjem prehoda in fizičnim tveganjem ter upoštevali različne transmisijske kanale. Analizo je treba vedno, ko so na voljo zadostni in zanesljivi podatki, izvesti na ravni družbe. Opredelitev podnebnih tveganj in vključitev v bonitetni postopek za oceno njihovega finančnega vpliva sta skladna s priporočili projektno skupino Odbora za finančno stabilnost (FSB) za finančna razkritja.³

Bonitetne ocene podnebnih tveganj, ki jih bodo pripravljali sistemi ICAS, se bodo pripravljale predvsem za tista podjetja, na katera imajo podnebna tveganja največji vpliv in ki zaradi svoje velikosti predstavljajo največje tveganje za Eurosistem. Analiza teh podjetij bo zato obsežnejša. Upoštevanje načela sorazmernosti je skladno s pričakovanjem, da bo po sprejetju predlagane direktive o poročanju podjetij o trajnostnosti (direktiva CSRD) na voljo več podatkov.⁴ Pri izvajanju analize podnebnih tveganj, ki vplivajo na kreditno sposobnost nefinančnih družb, bodo podjetja obravnavana po naslednjem vrstnem redu:

- velika podjetja iz sektorjev, ki močno onesnažujejo;
- mala in srednje velika podjetja iz sektorjev, ki močno onesnažujejo, za katera so na voljo podatki na ravni podjetja;
- druga velika podjetja;
- druga mala in srednje velika podjetja, za katera so na voljo podatki na ravni podjetja.

³ Projektna skupina za finančna razkritja, [Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#), Basel, junij 2017.

⁴ Predlog [direktive o poročanju podjetij o trajnostnosti](#), april 2021.

Za vsa druga podjetja se sisteme ICAS močno spodbuja, da izvedejo oceno na ravni panoge/regije.

Podatki in metodologije za vključevanje podnebnih tveganj

Sistemi ICAS bodo za oceno podnebnih tveganj skušali pridobiti informacije na ravni podjetja. V postopku ocenjevanja bodo morali za vsako vrsto podnebnega tveganja povezati podatke o dejavnikih tveganja v podjetju (npr. cena ogljika), izpostavljenosti tveganju (npr. emisije toplogrednih plinov) in ranljivosti po ukrepih za zmanjšanje tveganj (npr. tehnologija za zmanjšanje emisij). Pridobivanje zanesljivih in primerljivih podatkov bo izv takoz za sisteme ICAS kot tudi za druge vire bonitetnih ocen, zlasti v kratkoročnem obdobju. Zahteve glede razkritja, predlagane z direktivo CSRD, predstavljajo velik korak naprej v smeri usklajenega obravnavanja tega vprašanja. Sistemi ICAS bodo kot glavni vir podatkov o podnebnih tveganjih takoj, ko bodo na voljo, uporabljali razkritja podjetij na podlagi direktive CSRD. Prav tako je zelo priporočljivo, da podatke na ravni podjetij pridobijo iz drugih virov (npr. iz razkritij na podlagi direktive o nefinančnem poročanju⁵ ali iz sistema EU za trgovanje z emisijami) ter da uporabljajo sektorske ali regionalne informacije, kadar informacij na ravni podjetij ni mogoče pridobiti.

Sistemi ICAS se zavedajo težav, ki obstajajo, ko se posledice dolgoročnejših podnebnih tveganj skuša oceniti v enoletnem napovedovalnem obdobju bonitetne ocene. Ta metodološki izv nameravajo reševati s pripravo ocene v dveh korakih. V prvem koraku bodo ugotovili in ocenili relevantna podnebna tveganja, ki obstajajo v daljšem obdobju, kot se obravnava v oceni za kreditno tveganje. V drugem koraku pa bodo ocenili pomembnost teh tveganj glede na to, v kolikšni meri vplivajo na kratkoročno kreditno tveganje podjetja.

Metode za oceno podnebnih tveganj bodo temeljile na najsodobnejših tehnikah.

Sistemi ICAS bodo upoštevali metode in merila, ki temeljijo na usklajenih razkritijih in panožnih standardih. Hkrati bodo uporabljali tudi v prihodnost usmerjene pristope. Pričakuje se, da bodo v razkritijih na podlagi direktive CSRD podjetja vedno, ko bo to mogoče, objavljala obsežen sklop kazalnikov, pridobljenih po standardiziranih in primerljivih metodologijah.⁶ Ti podatki se lahko neposredno uporabijo v metriki ali kombinirajo s podatki iz drugih virov. Ker je pričakovane učinke podnebnih tveganj mogoče v historičnih podatkih opazovati z manjšo frekvenco in amplitudo, se bodo v metodah in metrikah uporabljali v prihodnost usmerjeni pristopi. Ti bodo temeljili na usklajenih scenarijih, vzetih iz panožnih standardov, kot so scenariji mreže za ozelenitev finančnega sistema (NGFS),⁷ da bi različni sistemi ICAS ocene izvajali enotno.

⁵ Direktiva 2014/95/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 22. oktobra 2014 o spremembji Direktive 2013/34/EU glede razkritja nefinančnih informacij in informacij o raznolikosti nekaterih velikih podjetij in skupin (UL L 330, 15. 11. 2014, str. 1).

⁶ Evropska svetovalna skupina za računovodsko poročanje, [Climate standard prototype](#), Bruselj, september 2021.

⁷ Mreža za ozelenitev finančnega sistema, [NGFS Scenarios Portal](#).

Ocene podnebnega tveganja, ki jih bodo pripravljali sistemi ICAS, bodo transparentne in objektivne. Sistemi ICAS bodo dokumentirali vire podatkov in njihovo uporabo ter metode in postopke, ki so bili uporabljeni v oceni podnebnih tveganj. Za vsako bonitetno oceno bosta dokumentirana rezultat ocene podnebnega tveganja in prilagoditev bonitetne ocene ICAS, ki je bila opravljena zaradi te ocene. Te informacije se lahko uporabijo pri letnem pregledu ustreznosti ocen kreditnega tveganja, ki jih pripravijo sistemi ICAS, in kot pomoč pri preverjanju veljavnosti ocen podnebnega tveganja. Zaradi pomanjkanja historičnih podatkov za vzvratno testiranje je to testiranje na kratki rok lahko omejeno na primerjalne analize in kvalitativne ocene.

Uporaba in nadaljnji razvoj

Skupni minimalni standardi za interne bonitetne sisteme ICAS predstavljajo mejnik v prizadevanjih za boljšo integracijo tveganj v zvezi s podnebnimi spremembami v sistem zavarovanja terjatev Eurosistema. Z eksplisitno vključitvijo v bonitetne ocene minimalni standardi prispevajo k enotnemu ocenjevanju teh tveganj in olajšujejo izvajanje s tem povezanih odločitev oddelka za upravljanje tveganj. Sistemi ICAS se zdaj pospešeno pripravljajo za upoštevanje podnebnih tveganj v svojih bonitetnih ocenah. Vsi bodo skupne minimalne standarde uporabljali od konca leta 2024 dalje. Ko bodo v večjem obsegu na voljo zanesljivi in primerljivi podatki ter boljše metode, bo po pričakovanjih prišlo do nadaljnega razvoja najboljših praks. Sistemi ICAS si ves čas prizadevajo, da bi prispevali k temu razvoju, in bodo preučili možnost vključitve sorodnih vidikov, kot so okoljska tveganja in tveganja za biotsko raznovrstnost. Zato bodo skušali voditi z zgledom in bodo sprejeli kulturo bonitetnega ocenjevanja, ki odraža enega ta čas naših največjih izzivov: tveganja v zvezi s podnebnimi spremembami.

Članek

1 Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area

Prepared by Mar Delgado-Téllez, Marien Ferdinandusse and Carolin Nerlich

1 Introduction

Mitigating climate change is a matter of urgency, which requires sustained and comprehensive policy efforts, including implementing fiscal measures. Under the European Green Deal, Member States committed to reducing EU greenhouse gas emissions by 55% – compared with 1990 levels – by 2030 and to reaching carbon neutrality by 2050, in line with the Paris Agreement.¹ Delivering on these commitments will require additional sustained and frontloaded policy efforts in many areas.²

Many of these climate change initiatives have a clear fiscal angle. These can be directly linked to fiscal policy, mainly through public spending or taxation, and these can also have an indirect influence on macroeconomic and fiscal outcomes. On the revenue side, the EU emissions trading system (ETS), national carbon taxes and other national environmental taxes, such as excise taxes on fossil fuels, are key climate policies in euro area countries that – directly or indirectly – put a price on carbon emissions. Economic theory suggests that carbon pricing should be a core element of any successful climate change policy. On the expenditure side, green public investment, climate-focused subsidies and transfers to the private sector as well as the withdrawal of environmentally harmful subsidies are among the measures intended to contribute to the green transition by stimulating the use of clean energy, fostering green innovation and improving energy efficiency. In addition, there is an interplay between these different fiscal policies to mitigate climate change and non-fiscal policies, such as regulations to increase energy efficiency.

This article provides an overview of existing, required and expected climate-related fiscal policy measures to accelerate the green transition in the euro area. The article examines the climate-related fiscal measures currently in place, which represent relatively small shares in government revenues and expenditures. The focus is on two potent fiscal instruments, namely carbon pricing and public

¹ European Commission, [The European Green Deal](#), Communication and Annex, December 2019.

² The European Commission has submitted a set of proposals to bring the respective EU policies up to par for reducing net greenhouse gas emissions by at least 55% by 2030, compared with 1990 levels, in the Fit for 55 package. See European Commission, ['Fit for 55': delivering the EU's 2030 Climate Target on the way to climate neutrality](#), July 2021.

green investment. Finally, the article discusses compensatory measures to ensure a more equitable green transition.³

2 Existing fiscal measures to mitigate climate change

At present, environmental taxes represent only a modest part of total public revenues. While most countries have higher energy taxes than the minimum mandated by the EU Energy Taxation Directive⁴, this Directive has not been revised since 2003. Energy taxes in the euro area amounted to 4.8% of total public revenues in 2019 (Chart 1, panel a). Transport taxes generally target the most polluting vehicles through, for instance, higher registration or circulation fees.⁵ Transport taxes represented on average around 1.2% of revenues in the euro area in 2019. Furthermore, most energy and transport taxes are not proportional to the greenhouse gas emissions generated.

Emissions trading schemes and carbon taxes explicitly target carbon emissions, although the limited sectoral coverage and initially low permit prices have resulted in limited public revenues. The EU ETS was launched in 2005, and in 2021 it covered 1.73 gigatonnes of CO₂-equivalent greenhouse gas emissions from 31 jurisdictions, amounting to 3.2% of the global total.⁶ Because of low auction prices for emission permits and the free allocation of permits during the first phases of its implementation, revenues were initially not significant (Chart 1, panel a). The surge in auction prices in 2021 and at the beginning of 2022 has increased revenues. However, the caveat remains that the EU ETS does not cover several carbon-intensive economic sectors, and a large share of emission permits has been given away freely rather than auctioned, to contain the risk of carbon leakage.⁷ In addition to the EU ETS, some countries have explicit carbon taxes: Finland's carbon tax, for example, has existed since 1990. But many of these national taxes tend to be relatively insignificant in terms of emissions coverage and price (Chart 1, panel b). In 2021, Germany introduced a national ETS for the transport and buildings sectors, which are not covered by the EU ETS.

³ Measures to adapt to the impact of climate change, which also have a strong fiscal angle, fall outside the scope of this article.

⁴ Council Directive 2003/96/EC of 27 October 2003 restructuring the Community framework for the taxation of energy products and electricity ([OJ L 283, 31.10.2003](#)), p. 51.

⁵ European Commission, Directorate-General for Mobility and Transport, El Beyrouty, K., Gatto, M., Essen, H. et al., *Transport taxes and charges in Europe: an overview study of economic internalisation measures applied in Europe*, European Commission, 2019.

⁶ See the box entitled “EU emissions allowance prices in the context of the ECB’s climate change action plan”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021. The jurisdictions participating in the EU ETS are the EU countries, Iceland, Liechtenstein, Norway and the United Kingdom.

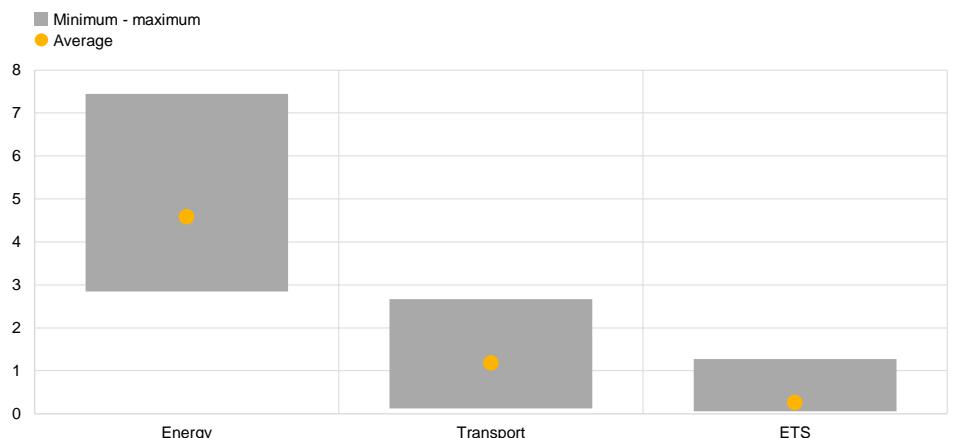
⁷ Carbon leakage refers to the displacement of business to jurisdictions with laxer emissions constraints to avoid costs. This phenomenon reduces the impact of climate policies on global emissions.

Chart 1

The impact of climate policies in terms of government budget revenue

a) Environmental taxes and EU emissions trading system revenues in the euro area

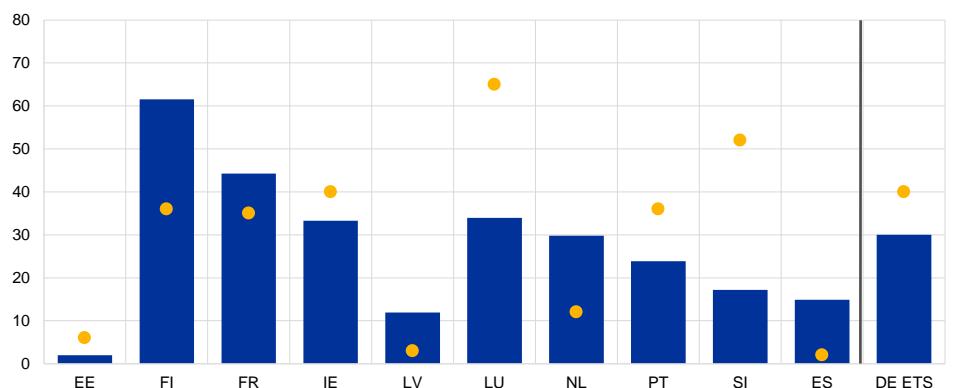
(percentages of total public revenues)



b) Revenues from national carbon taxes and emissions trading schemes by country

(carbon tax rate in EUR per tonne of CO₂ equivalent greenhouse gas emissions; emissions covered as percentages of total emissions)

■ Carbon tax rate
● Emissions covered



Sources: Eurostat, World Bank and own calculations.

Notes: Chart 1, panel a shows environmental taxes in 2019 (before the coronavirus (COVID-19) crisis). "Minimum-maximum" represents the euro area country with the lowest and highest share of environmental tax revenues or emissions trading system (ETS) receipts over total revenues. "Average" represents the euro area average share. Chart 1, panel b shows the euro area countries with either an explicit national carbon tax or national emissions trading scheme. Germany's national ETS was implemented in January 2021. In some countries, certain sectors are subject to both national carbon taxes and the EU ETS (the latter is not included in the chart).

Government investment towards clean energy, energy efficiency of buildings and public transport is limited. Only a quarter of total public investment can be identified as being climate-related (transport, energy and environmental investment), amounting to around 1% of euro area GDP. Transport investment and environmental protection represent the two largest areas of public investment (Chart 2, panel a).

Albeit declining, fossil fuel subsidies still play a role. These subsidies may take the form of tax credits for fossil fuel-producing companies or subsidies to reduce the cost of fossil fuels for the consumer. The IMF distinguishes between explicit and implicit subsidies (Chart 2, panel b). Explicit subsidies occur when there is a negative difference between the fuels' supply cost and the retail price, when this underpricing is due to direct public support to producers. Implicit subsidies are broader, as they

cover externalities related to fossil fuel use, such as climate change, urban pollution and traffic congestion. There are more implicit than explicit subsidies in all euro area countries except Estonia, which presents both the highest level of explicit subsidies and energy tax revenues in the euro area. Several countries continue to explicitly support the use of fossil fuels through fiscal policies, although this amounts to less than 2% of total expenditure.

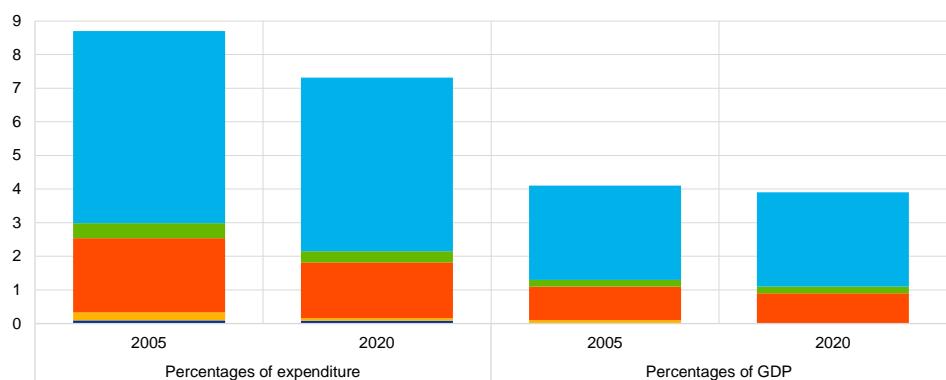
Chart 2

Climate policies in terms of expenditure

a) Total public investment in the euro area

(percentages of total expenditure and of GDP)

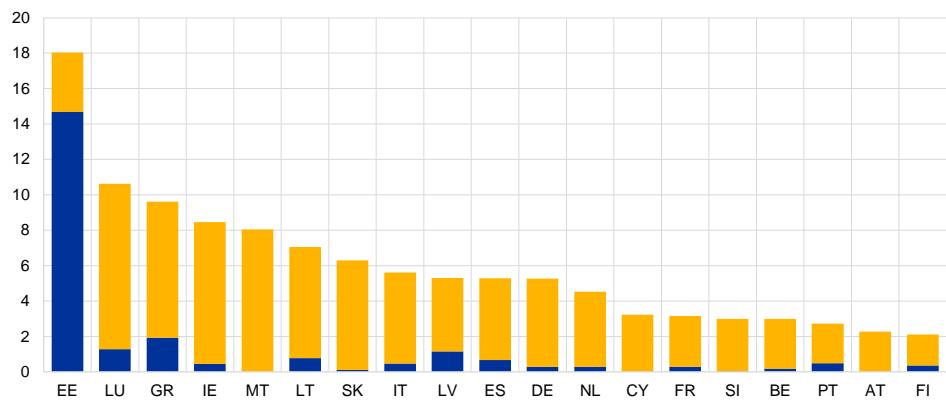
- Fuel and energy
- Mining, manufacturing and construction
- Transport
- Environmental protection
- Other



b) Subsidies for the use of fossil fuel

(percentages of total expenditure in 2019)

- Explicit
- Implicit



Sources: Chart 2, panel a: Eurostat (Data from the Classification of the functions of government – COFOG); Chart 2, panel b: Parry, I., Black, S., Vernon, N., "Still Not Getting Energy Prices Right: A Global and Country Update of Fossil Fuel Subsidies", International Monetary Fund, September 2021, and own calculations.

Note: In Chart 2, panel a, investment includes total capital formation and investment grants.

Box 1

Policy responses to address high energy prices and ensure energy security

Prepared by Steffen Osterloh, Christoph Zwick and Miles Parker

Russia's war in Ukraine has led governments to take fiscal measures to address increased energy prices and has accelerated legislative activity relating to the green transition at the European level. Member States have implemented temporary fiscal measures that are predominantly aimed at helping households.⁸ In May 2022 the REPowerEU plan was put forward to safeguard European energy security, which will support the EU's climate change targets.⁹

Current national fiscal measures are either targeted to the most vulnerable households or broad-based, and have been taken on both the revenue and expenditure sides. On the revenue side, these are mostly related to cuts to value added tax and excise duties on energy, as well as cuts to other taxes or fees related to energy consumption. As it is difficult to target tax cuts to vulnerable households, the bulk of these measures are broad-based. On the expenditure side, some measures are linked to energy consumption in the form of fuel discounts or energy price caps subsidised by the state, or fuel or electricity vouchers which reduce the energy price for consumers. While fuel discounts are provided to all consumers, spending can be targeted in the form of rebates or vouchers to selected households. To avoid incentivising the increased consumption of fossil fuels, direct support on the spending side can also be given as lump-sum payments unrelated to individual energy consumption. Such income support can be targeted to different groups and be adjusted to the individual's mobility needs. Finally, the state can provide subsidies to substitute energy-consuming activities, such as for the use of public transport.

Energy measures should remain temporary and incentivise energy saving while efficiently addressing the short-term challenges and protecting the most vulnerable households. Both horizontal tax cuts and untargeted transfers are less cost-efficient than spending measures which focus the benefit on the most vulnerable individuals. This is due to the fact that targeted spending measures reduce dead weight losses from subsidising consumers that do not need help. Cost-efficient targeting should account for social criteria and energy needs, as in the case of subsidising individual energy consumption. Finally, measures should incentivise energy saving and be temporary to be consistent with decarbonisation targets. Tax cuts (or exemptions from excise taxes on fossil fuel) and spending to subsidise the use of fossil fuels and carbon-intensive products are problematic, also as they do not incentivise efficient energy use and investment in energy saving. Subsidies should preferably be in the form of lump-sum income support or be linked to individual energy replacements, such as a commuter allowance. Subsidies for public transport or green investments can have a particularly positive impact on energy substitution, but these are difficult to target to vulnerable households.

REPowerEU includes important initiatives to accelerate the green transition. It foresees boosting the roll-out of renewable energies, with the 2030 target for the share of renewables increasing from 40% under the Fit for 55 package to 45%. Actions to reach this higher target include simplifying the permitting procedures for renewable energy projects and frontloading investment to install solar panels on buildings. Moreover, the European Commission proposes to raise the 2030 energy

⁸ See the box entitled "Euro area fiscal policy response to the war in Ukraine and its macroeconomic impact", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

⁹ See REPowerEU plan, Communication and Annexes, European Commission, May 2022.

efficiency target from 9% under the Fit for 55 package to 13% and has proposed concrete measures to reach this, such as an accelerated roll-out of high-efficiency heating systems.

This drive for energy independence is likely to change the timeline of carbon emission reduction. Shifting away from Russian fossil fuels will probably involve some of the existing coal capacities in the euro area being used for longer than previously foreseen. This, together with the envisaged sale of additional emission allowances from the market stability reserve – worth €20 billion in total, spread equally over four years – will likely mean that REPowerEU will be detrimental to emission reduction targets in the near term. But, if the proposed measures to promote energy efficiency and renewable energy are fully implemented and become increasingly effective, emissions could fall faster towards the end of the decade.

Improved permitting procedures for renewable energies could give an important boost to the share of clean energy in the total energy supply. Currently, slow and complex permit-granting processes are a key obstacle to the roll-out of renewables. The proposed acceleration of permitting procedures under REPowerEU will be essential for speeding up the energy transition. This includes introducing designated “go-to areas” in which permit-granting deadlines would be limited to a maximum of one year, instead of the current nine years for wind energy projects. This is even more important given that over the past decade the costs of renewable energy technologies have fallen by around 85% for solar panels and by over 50% for wind power, making those technologies a competitive alternative to fossil fuel.

3 Reducing the policy gap and fiscal consequences

To meet the goals of the Paris Agreement, euro area countries need to significantly accelerate their efforts to reduce greenhouse gas emissions. On average, the 2020 EU targets for emission reduction, renewable energy and energy consumption were met, with the economic impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic playing a major part. However, considerable additional efforts will be needed to meet the more ambitious 2030 targets, which are the next milestones under the EU Green Deal.¹⁰ Carbon pricing and green investment will have to play a key role to reduce the policy gap and accelerate the green transition.

The role of carbon pricing

Carbon pricing can be a very effective and efficient tool to mitigate climate change. Well-designed and sufficiently high carbon pricing should underpin a successful climate change policy. It provides a continuous incentive for reducing emissions – including through innovation in green technologies – while generating revenues that can be reinvested and used for social transfers. With carbon pricing, in contrast to regulation, companies can make a choice on the level and type of additional efforts they make to cut emissions, which ensures that emissions are cut in the most efficient way and that innovation is incentivised. These advantages of

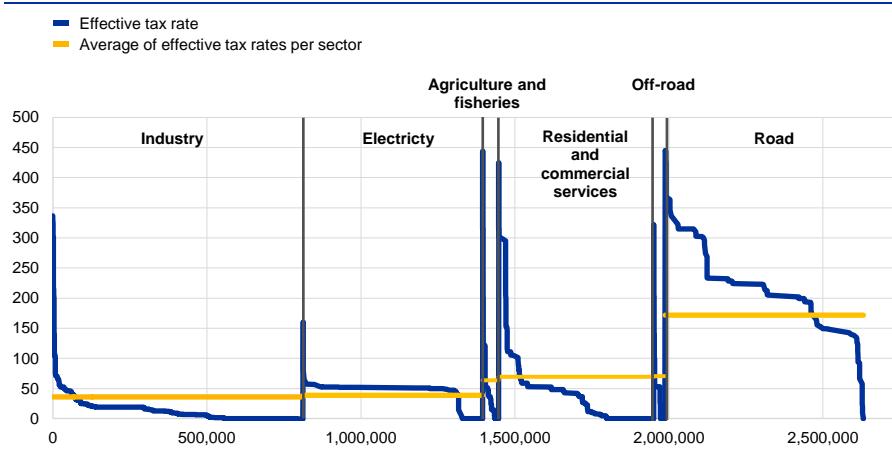
¹⁰ Trends and projections in Europe 2021, European Environment Agency, October 2021.

carbon pricing are magnified the larger and more uniform the carbon pricing is across the economy, since more economic agents will then determine their carbon emissions based on carbon pricing.

Effective carbon rates, which provide a useful indicator for the carbon pricing gap, vary widely in the euro area. Effective carbon rates are based on a concept by the OECD that reflects the price of carbon emissions resulting from three different sources: tradeable emission permit prices, carbon taxes and fuel excise taxes. They are calculated for six sectors, covering almost the entire economy.¹¹ As a consequence of the large heterogeneity in national tax rates and the partial coverage of the EU ETS (Section 2), effective carbon rates vary widely in and between economic sectors in euro area countries (Chart 3) and across countries. While the highest effective carbon rate in some sectors exceeds €300 per tonne of CO₂, a large share of carbon emissions is priced at a very low level or not taxed at all. The euro area average effective carbon rate of €77 per tonne of CO₂ is above rates in many other countries, but is well below the rate of €120 per tonne of CO₂ that would be needed in 2030 to decarbonise by 2050, according to recent estimates.¹²

Chart 3

Effective carbon tax rates in the euro area in 2021



Sources: OECD and own calculations.

Notes: Effective carbon tax rates reflect the price on carbon emissions that results from three different sources, i.e. from tradeable emission permit prices, carbon taxes and fuel excise taxes, and are calculated based on the energy content of different fuel sources. They are calculated for six sectors: road transportation; off-road transportation (excluding international aviation and shipping); industry; agriculture and fisheries; residential and commercial services and electricity generation, based on tax rates on 1 April 2021 and the auction-weighted EU ETS price for 2021. The horizontal axis represents the cumulative total emissions (based on data from 2018, with an adjustment for the German emissions trading system introduced in 2021), divided into the six sectors for which the effective carbon tax is calculated.

Reaching net-zero emissions by 2050 effectively requires a higher level and broader coverage of carbon pricing. The European Commission has made a number of proposals to support this, primarily in the Fit for 55 package. These include extending the scope of the ETS, creating a separate ETS for the buildings and transport sectors, reducing the number of allowances and gradually phasing out

¹¹ These sectors comprise industry; electricity; agriculture and fisheries; residential and commercial services; off-road transportation and road transportation.

¹² See OECD, *Taxing Energy Use 2022*, forthcoming. In earlier studies, the OECD considered €30 per tonne of CO₂ as the historic low-end benchmark and €60 per tonne of CO₂ as the low-end estimate for carbon costs in 2030. The IMF has advocated for a carbon price floor of USD 75 per tonne of CO₂ for advanced economies. See [IMF Fiscal Monitor](#), IMF, April 2022.

the number of freely allocated emissions permits. The package also includes a proposal to revise the Energy Taxation Directive that aims to promote clean technologies and introduce higher levels of taxation for fossil fuels. If adopted, these proposals will likely increase the effective carbon rates and their coverage. On average, an increase of effective carbon rates by €10 per tonne of CO₂ is estimated to reduce emissions by 7.3% in the long term.¹³ However, this effectiveness also depends on the availability of green technologies and the timeline for tax increases. The short-term effects of a higher effective carbon rate on output and inflation depend on the speed of increase, which sectors see an increase in carbon pricing and how additional tax revenues are used (Box 2).

Box 2

Model-based analysis of the short-term impact of increasing the effective carbon tax on euro area output and inflation

Prepared by Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Georg Müller and Carolin Nerlich

This box presents a model-based analysis of the short-term impact of increasing effective carbon rates on euro area output and inflation in two scenarios.¹⁴ The “gradual carbon pricing” scenario assumes a steady and linear increase of the average effective carbon rates to €120 per tonne of CO₂ by 2030 in all sectors except road transportation, for which an increase to €200 per tonne of CO₂ is assumed.¹⁵ The “frontloaded carbon pricing” scenario assumes a steeper increase in effective carbon rates, which is equal across all sectors (around €18 per tonne of CO₂ per year), reaching levels consistent with the net-zero target by 2024.

The macroeconomic implications of the increase in the effective carbon rates are considered through two transmission channels: taxation of household consumption and firms’ energy inputs. The macroeconomic implications are evaluated using the ECB’s New Multi-Country Model (NMCM), which is well-suited to analysing short-term developments around the three-year baseline projection horizon.¹⁶ While the NMCM neither features an explicit role for the energy input into production nor the taxation of energy input, it is still possible to map the effective rate instrument onto two different channels. First, consumption taxation is modelled as a conventional value added tax shock directly affecting household consumer prices. The second channel, which represents carbon pricing for firms, is modelled as a shock on imported energy,¹⁷ which indirectly feeds into final consumer

¹³ D’Arcangelo, F., Pisu, M., Raj, A. and Van Dender, K., “Estimating the CO₂ emission and revenue effects of carbon pricing: new evidence from a large cross-country dataset”, *OECD Economics Department Working Paper Series*, forthcoming.

¹⁴ This exercise gauges inflationary pressures which abstracts from endogenous monetary policy responses by the central bank.

¹⁵ See Section 3.1. and footnote 12. A higher tax floor is considered for the road sector, as the effective carbon rate is already above €120 per tonne of CO₂ and because some of the EU policy proposals imply further increases.

¹⁶ Dieppe, A., González Pandiella, A., Hall, S. and Willman, A., “Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model”, *Economic Modelling*, Vol. 33, Issue C, 2013.

¹⁷ The carbon price in this sense can be thought of as a tax on the value of fossil resources, where the euro area is assumed to be fully reliant on imports. In the model, fossil resources trigger a pricing effect alone: higher import prices then lead to a loss of households’ purchasing power and therefore a decrease in the consumption of goods.

prices. The mapping of the channels is based on the six sectors for which the effective carbon tax rates are calculated.¹⁸

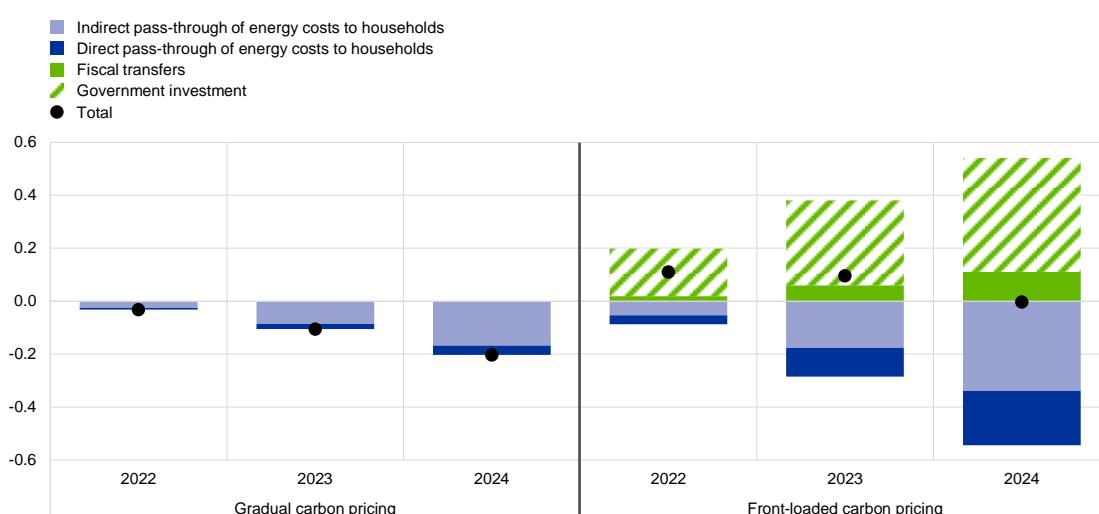
The results point to limited but non-negligible macroeconomic effects from a gradual increase in effective carbon rates, and considerably stronger effects under the second scenario with a more frontloaded increase in carbon pricing. Because households already face relatively high implicit carbon taxes (mostly on road transport), the gradual carbon pricing scenario largely means additional input pricing costs for firms. The simulations imply a pass-through from producer costs and prices onto final consumer prices, which results in HICP inflation being around 0.15 percentage point higher per year (Chart A, panel b). The increased energy costs are transmitted towards HICP excluding energy inflation as well. The second scenario, however, shows more sizeable increases in HICP inflation of over 0.4 percentage point in 2022-23 and 0.3 percentage point in 2024.¹⁹ This is partly owing to the input channel playing a stronger role compared with the first scenario, but also due to a stronger increase in the consumption taxation paid by households than in the first scenario. The more sizeable nominal impact in the second scenario, which triggers real income losses and therefore a decline in consumption, translates into a strong GDP decrease of 0.5% by 2024 without fiscal measures (Chart A, panel a).

Chart A

Impact of an increase in effective carbon taxes on the euro area economy

a) GDP level

(percentage point deviations from baseline level)

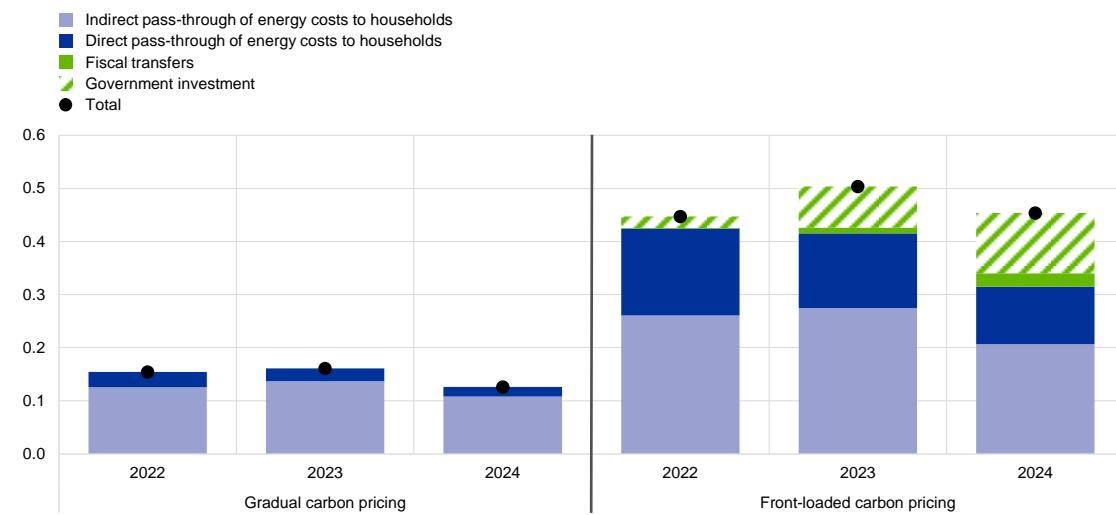


¹⁸ The industry, agriculture and fisheries and off-road transportation sectors are considered relevant for firms' taxation, and the road transportation sector is linked to household consumption. The tax increase from residential and commercial services and electricity production is split between households and firms, based on their relative energy consumption in these sectors, with households accounting for 75% of emissions from residential and commercial services, and 25% of emissions from electricity production.

¹⁹ These figures do not include the impact of fiscal measures such as fiscal transfers or government investment.

b) HICP inflation

(percentage point deviations from baseline growth rates)



Sources: OECD and ECB calculations.

Notes: The simulations are based on the ECB's New Multi-Country Model (NMCM). In the "frontloaded carbon pricing" scenario, the amount of transfers to households equals the revenues collected from taxes paid by consumers. The amount of government investment equals the revenues collected from the carbon taxes paid by firms. The simulations are conducted under exogenous monetary policy, without automatic fiscal stabilisers, and without additional trade spillovers.

Recycling the additional revenues could mitigate the output effects but would increase the inflationary impact of increasing effective carbon taxes. Instead of debt reduction, as simulated in the first scenario, governments could use the additional carbon tax revenues to reduce other taxes or to increase other expenditures. We simulate the recycling of fiscal revenues in the second scenario in the form of transfer payments back to the household sector and as government investment. This would counteract the negative impact on output but would amplify inflationary effects through additional demand (Chart A, panel a). If the tax revenues from higher effective carbon rates were used to lower other indirect taxes on goods and services, this would reduce the upward pressure on inflation and the downward pressure on output.

These results can be considered as an upper bound for the short-term impact on output and inflation of increasing effective carbon rates. The exercise relies on several assumptions. First, the exercise strongly simplifies the complexity of actual energy cost transmission through the production chain and to households, with possibly strong heterogeneity across countries and sectors.²⁰ Second, the exercise assumes that the policies are introduced during the relatively short period analysed here. However, there is currently uncertainty regarding the timing of the implementation of EU policy proposals to reach net zero by 2050 and the stringency of carbon prices. In particular, the "frontloaded carbon pricing" scenario is more ambitious than current policy proposals. Third, while the scenarios assume a decline in emissions that is in line with meeting EU targets, potential responses of economic agents to the increase in carbon prices are not explicitly modelled. Finally, this analysis does not consider the potential impact of global climate policies on energy commodity prices.

²⁰ Cross-country differences in the pass-through depend on differing shares of primary energy sources, the importance of different industries across regions and the legal and contractual frameworks around pricing in the electricity market.

The role of public investment

To support the transition to a low-carbon economy, substantial additional green investment will be needed. The European Commission estimated the additional public and private green investment needs in the EU at around €520 billion per year (around 3.7% of 2019 GDP) over the period 2021-30.²¹ This includes annual additional investment in energy systems of around €390 billion, which corresponds to an increase of 57% compared with the average annual investment spending between 2011 and 2020 (Chart 4, panel a).²² These estimates are based on the assumption of higher carbon pricing and a moderate increase in energy efficiency, renewable energy and green transport policies to reach the CO₂ emission reduction target of 55% by 2030. The total investment needs also include €130 billion per year to meet wider environmental objectives such as environmental protection and resource management.

The largest energy investment gaps are found in the building and transport sectors. The European Commission identified most of the additional annual investment needs to foster energy efficiency in the transport sector (€175 billion) and in the residential buildings sectors (€92 billion) (Chart 4, panel a).²³ The additional investment needs identified in the renewable energy sector (power grid and plants) amount to €54 billion, while this will need to be scaled up further to account for the more ambitious renewable energy target under REPowerEU.²⁴

Green investment needs differ across countries. Based on countries' self-reported National Energy and Climate Plans (NECPs) for the period 2021-30, the annual investment gap ranges from 7% of GDP in Portugal to well below 1% of GDP in Finland (Chart 4, panel b). However, the investment needs set out in the NECPs would need to be scaled up to account for the more ambitious 55% emission reduction target by 2030, as they were made before the target was revised.

²¹ See [The EU economy after COVID-19: implications for economic governance](#), European Commission, October 2021 and [Impact assessment for the revision of the Renewable Energy Directive](#), European Commission, July 2021.

²² These estimates may underestimate the investment needs, as they do not include further investment in adaptation (for example, due to a higher frequency of extreme weather events). Also, they do not include the investment needs for decreasing dependence on fossil fuels as part of REPowerEU.

²³ See European Commission (2021b), op. cit.

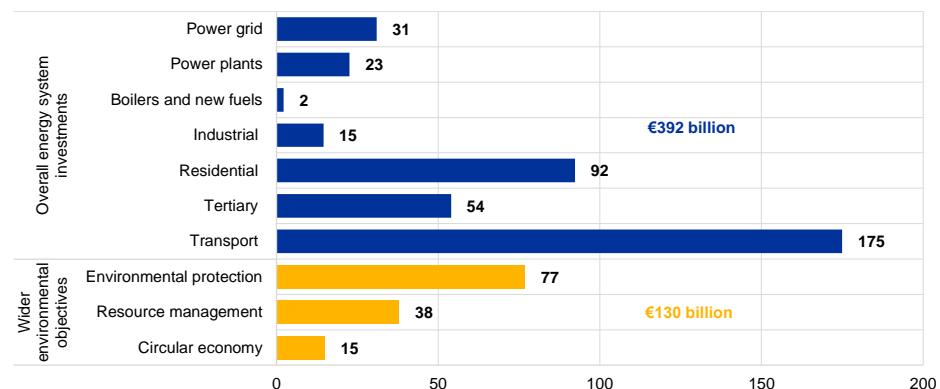
²⁴ For more details on REPowerEU, see Box 1.

Chart 4

Green investment gap

a) Sectoral breakdown of energy system investment gap in the EU

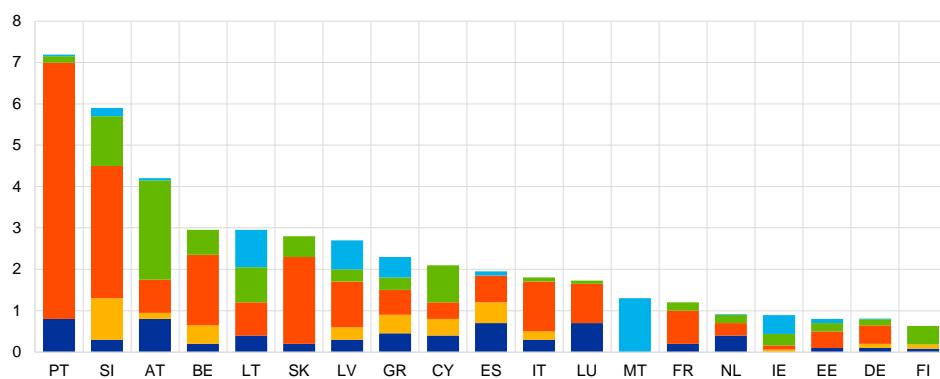
(EUR billions, annually for the 2021-30 period)



b) Green investment needs by category in euro area countries

(percentages of GDP, annually for the 2021-30 period)

- Renewables
- Grid
- Energy efficiency
- Transport
- Other



Sources: Chart 4, panel a: European Commission (2021a and 2021b); Chart 4, panel b: European Investment Bank and the 2019 euro area National Energy and Climate Plans (NECPs).

Notes: The additional investment needs for energy systems are projected compared to the 2011-20 average investment levels and for the wider environmental objectives compared to 2016 levels. REPowerEU investment plans are not included. Panel b is based on the 2019 National Energy and Climate Plans (NECPs).

The public sector has a crucial role to play in supporting these investment needs.

Although the largest share of the additional green investment will need to be provided by the private sector, the public sector will have to act as a catalyst for the transition. This could either be through direct public investment or through other means such as co-financing, private-public partnerships or state guarantees.

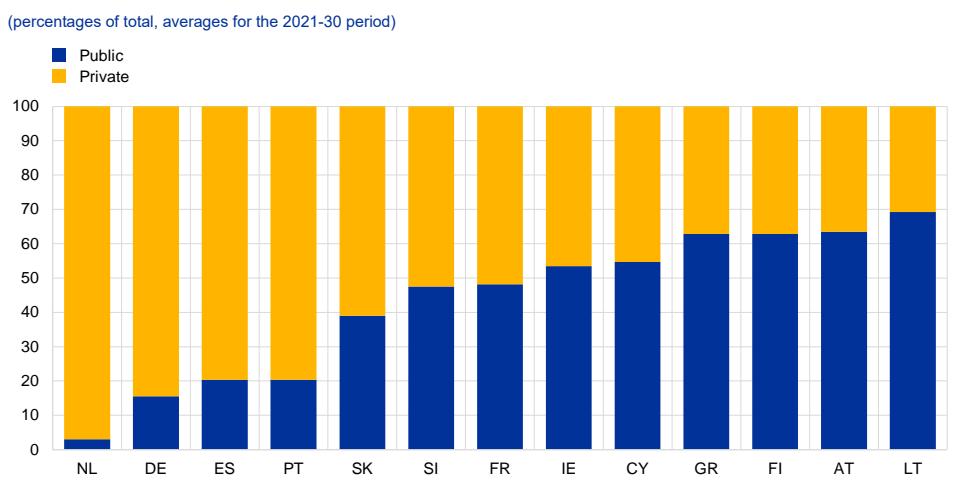
Moreover, investing in research and development would facilitate innovation in clean technologies.²⁵ Based on the NECPs, the unweighted share of public green investment amounts to 45% of total additional green investment needs in the EU on

²⁵ See Aghion, P., Boneva, L., Breckenfelder, J., Laeven, L., Olovsson, C., Popov, A., and Rancoita, E., "Financial markets and green innovation", *Working Paper Series*, ECB, July 2022.

average, but there are large discrepancies across countries (Chart 5).²⁶ Based on this share and if adjusted for the more ambitious 2030 target, between 1% and 1.8% of EU GDP would be required in annual additional green public expenditure in the period 2021-30. One proposal to incentivise governments to increase green investment spending is to implement a green golden rule (Box 3). Ways of mobilising additional private resources would involve advancing the EU's sustainable finance framework and pushing for a green capital markets union.

Chart 5

Public and private sources of additional green investment needs



Source: European Investment Bank

Notes: The data are based on the euro area National Energy and Climate Plans (NECPs) from 2019 to reach the 40% emission reduction target by 2030. No data are available for the more ambitious 55% target. Data on the breakdown between public and private investment are not available for all euro area countries.

While NextGenerationEU (NGEU) will contribute to the financing of green investment needs, its share is limited in scope and duration. Green investment financed through NGEU will account for around 5% of the estimated total green investment required to meet the EU's 2030 climate target.²⁷ Based on the recovery and resilience plans (RRPs), the total amount requested for climate measures is €159 billion for the euro area countries (i.e. 1.3% of euro area GDP in 2019 and slightly below 40% of the recovery and resilience facility funds requested so far).²⁸ There are large differences across Member States in GDP terms, ranging from more than 5% in Greece to less than 0.5% in Germany (Chart 6, panel a). As regards policy areas, on average around 75% of available resources will be devoted to sustainable mobility, energy efficiency and clean energy and networks (Chart 6, panel b).

²⁶ The GDP-weighted share of public green investment amounts to around 25%. This is similar to the estimates for additional public green investment of between 0.5% and 1% of EU GDP, which assume that only 28% of green investment will be supplied by the public sector, in Darvas, Z. and Wolff, G., “A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation”, *Policy Contribution*, Vol. 18, Bruegel, 2021.

²⁷ It is assumed that the amount is distributed linearly over the course of the six-year programme (2021-26).

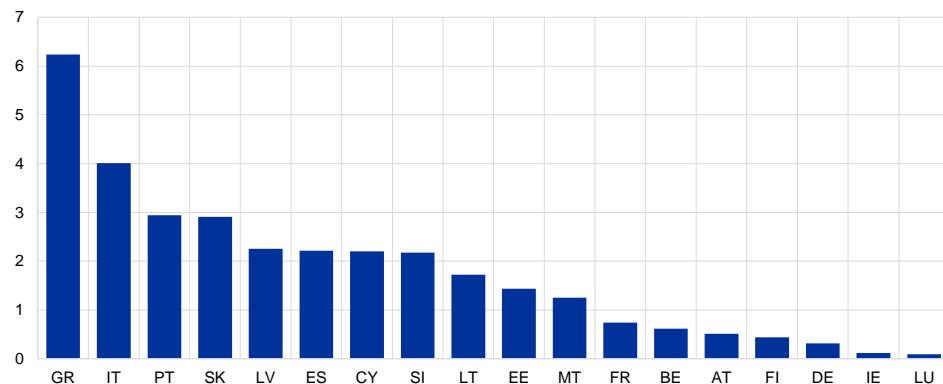
²⁸ This is well above the required 37% of the total allocation to support the climate objectives.

Chart 6

Green elements of the recovery and resilience plans

a) Amount requested in the RRP for climate measures per country

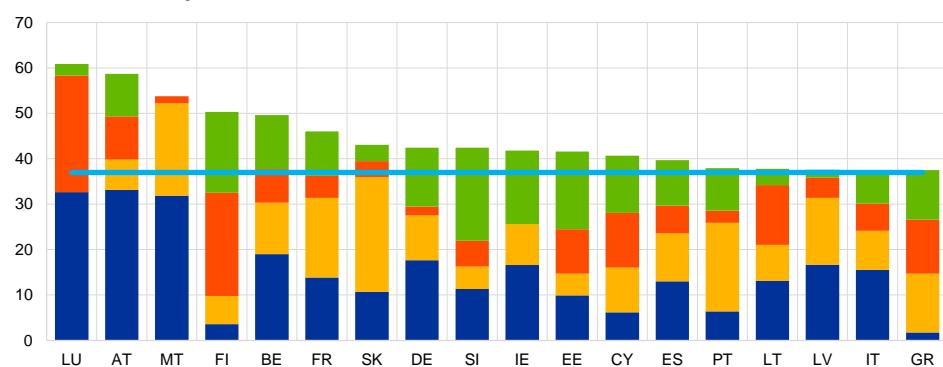
(percentages of GDP in 2019, period 2021-26)



b) Expenditure towards climate objectives in the RRP per policy area and country

(percentages of total expenditure, period 2021-26)

- Sustainable mobility
- Energy efficiency
- Clean energy and networks
- Other climate measures
- 37% climate target



Source: European Commission.

Notes: The recovery and resilience plans (RRPs) are shown for all euro area countries, except for the Netherlands, where it had not been endorsed by early August 2022. "Other climate measures" includes expenditures on, for example, research and development, transitioning to a circular economy and green skills and jobs.

Box 3

Can green golden rules help to close the green investment gap?

Prepared by Marien Ferdinandusse, Carolin Nerlich and Steffen Osterloh

Proposals for green golden rules aim to stimulate green public investment in the EU while respecting fiscal sustainability.²⁹ Under a green golden rule, green public investment spending would be exempted from the fiscal rules under the Stability and Growth Pact (SGP).³⁰ This box

²⁹ See for example Claeys, G., Tagliapietra, S., and Zachmann, G., "How to make the European Green Deal work", *Policy Contribution*, Vol. 13, 2019 and Darvas, Z. and Wolff, G., op. cit.

³⁰ The SGP does not include a golden rule, as the practical drawbacks of having a general exception of public investment from the fiscal rules were considered greater than its benefits. For a discussion of implementing a golden rule, see Balassone, F. and Franco, D., Public Investment, the Stability Pact and the 'Golden Rule', *Fiscal Studies*, Vol. 21, No 2, 2000.

reviews the main arguments for and against introducing green golden rules to foster green public investment.

Several arguments have been raised in favour of the proposal. First, excluding green investment expenditures from the SGP framework may incentivise countries to invest more in green projects. While climate change is a global phenomenon, green public investment spending is undertaken on the national level. Governments may have little incentive to internalise the negative externalities of climate change, which may result in underinvestment in green projects. This may be particularly pertinent for countries with limited fiscal space. Second, green golden rules may help to address a time inconsistency problem: the economic losses of inaction today will rise exponentially and may fully materialise only decades later, although their magnitude is uncertain.³¹ Yet, incentives to frontload green public investment, if financed by taxing today's voters for the benefit of those of tomorrow, risk receiving little electoral support.³² Third, green public investment can stimulate green private investment, for example through network effects such as charging points for electric cars. It can therefore help to overcome the financing gaps for green innovation.³³ Fourth, green investment could ultimately facilitate fiscal sustainability if it contributes to higher growth in the medium to long term and reduce the economic losses resulting from climate change.³⁴

However, several factors speak against using golden rules for green public investment. First, identifying green investment projects relies on an effective green taxonomy. This would be crucial to limit the risk that governments declare current spending as green investment ("greenwashing"). Second, it is difficult to determine the optimal level of green public investment, which depends on the interplay between private investment and other fiscal instruments, such as carbon pricing or green subsidies. Green golden rules may even limit incentives for policymakers to foster carbon pricing. Third, green golden rules may reduce incentives for governments to make efforts to reprioritise spending within the available budgetary space, including the need to cut spending that is environmentally harmful.³⁵ This then may pose risks to debt sustainability. Fourth, a green golden rule would make the SGP framework more complex, as exceptions from the fiscal rules would need to be specified.

On balance, green golden rules would need to be carefully designed. While they may stimulate additional green investment, they may pose challenges for fiscal sustainability.³⁶ The rules are

³¹ See Intergovernmental Panel on Climate Change, [Impacts, adaptation and vulnerability](#), February 2022.

³² The welfare gains from debt-financed green investment are modelled in Kotlikoff, L., Kubler, F., Polbin, A., Sachs, J., and Scheidegger, S., "[Making carbon taxation a generational win-win](#)", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No 25760, 2019.

³³ See Aghion, E. et al., op. cit., in which it is argued that the green transition depends on green innovation, venture capital and government support.

³⁴ Studies that compare green versus conventional investments find comparable fiscal multipliers (see Batini, N., Melina, G., di Serio, M. and Fratetta, M., "[Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?](#)", *IMF Working Papers*, Vol. 87, 2021). To the extent that green investment replaces rather than expands the existing capital stock, the long-term effect on output would be less significant. The green transition may also have a dampening impact on economic growth in the case of substantial stranded assets. See Pisani-Ferry, J., "[Climate policy is macroeconomic policy, and the implications will be significant](#)", *Policy Brief*, No 21-20, August 2021.

³⁵ According to the European Commission, fossil fuel subsidies in the EU amounted to 0.4% of GDP in 2019. See the [Annex to the Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - 2021 report on the State of the Energy Union - Contribution to the European Green Deal and the Union's recovery](#), European Commission, October 2021.

³⁶ Green golden rules are seen as equivalent to the proposal of a central green investment fund providing loans to finance green investment. See Darvas, Z., "[A European climate fund or a green golden rule: not as different as they seem](#)", *Bruegel Blog*, February 2022.

unlikely to be implemented quickly and a number of conditions would need to be met for them to be successful.³⁷ First, green public investment will need to be accurately identified and quantified. Besides better green budgeting, it also requires a common and precise definition of investment categories (e.g. house insulation, charging points for electric cars) to be acknowledged up to a certain limit under the fiscal rules. Second, green golden rules should go hand-in-hand with cutting environmentally harmful subsidies. Third, to incentivise the frontloading of green public investment while maintaining fiscal sustainability, green golden rules should be time-limited. Finally, independent experts should assess the design and application of green golden rules to limit the risk of greenwashing.

4 Distributional aspects of carbon pricing

When designing climate policies it is important to also consider their distributional effects.³⁸ While carbon pricing policies are widely seen as being environmentally effective and economically efficient, their distributional implications are not straightforward.³⁹ In fact, different channels are at play, with direct and indirect distributional consequences. Carbon pricing affects households through higher purchase costs of carbon-intensive products. This has direct distributional effects depending on the extent to which households' consumption baskets and their marginal propensity to consume differ across income groups.⁴⁰ Low-income households will be disproportionately affected in case of a regressive carbon tax, as they tend to dedicate a larger share of their disposable income to carbon-intensive products.⁴¹ At the same time, higher-income groups tend to have a larger carbon footprint per capita than low-income groups. This is often labelled "carbon inequality" and concerns in particular consumption related to transport and housing (Chart 7).⁴²

³⁷ For a discussion about the legal feasibility of green golden rules, see Corti, F., Alcidi, C., Gros, D., Liscari, A. and Shamsfakhr, F., "[A qualified treatment for green and social investments within a revised EU fiscal framework](#)", *CEPS Research Report*, No 2022-02, May 2022.

³⁸ Climate change also has distributional effects. Climate vulnerability was found to affect income distribution in developing countries seven times more strongly than in advanced economies, as the former tend to have weaker capacities for adapting to the consequences of climate change. See Cevik, S. and Jalles, J., "[For Whom the Bell Tolls: Climate Change and Inequality](#)", *IMF Working Paper*, Vol. 103, May 2022.

³⁹ This relates to the concept of a "triple dividend", in which climate-related policies should not only be effective in reducing carbon emissions and be efficient for the economy, but their impact should be equitable across income groups.

⁴⁰ For a discussion on the distributional effects of higher energy prices, see Battistini, N., Di Nino, V., Dossche, M. and Kolndrekaj, A., "[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

⁴¹ See Andersson, J. and Atkinson, G., "[The distributional effects of a carbon tax: The role of income inequality](#)", *Centre for Climate Change Economics and Policy Working Paper*, No 378, September 2020, in which it is found, for example, that the carbon tax on transport fuel introduced in Sweden in 1991 is regressive when measured against annual income. The regressive impact is stronger in rural areas compared to urban areas.

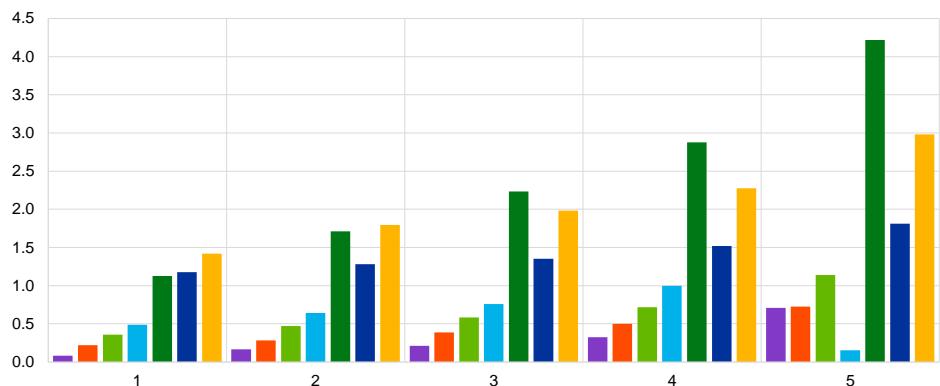
⁴² See Ivanova, D. and Wood, R., "[The unequal distribution of household carbon footprints in Europe and its link to sustainability](#)", *Global Sustainability*, Vol. 3, Cambridge, 2020.

Chart 7

Carbon footprint in the EU by income group

(tonnes of CO₂ per capita, 2019)

- █ Food
- █ Housing
- █ Clothing
- █ Services
- █ Manufactured products
- █ Land travel
- █ Air travel



Sources: Ivanova and Wood (2020), op. cit. and own calculations

Notes: Data are shown for income quintiles in the EU countries, with "1" being the lowest and "5" the highest income group. The sequence of the consumption items is based on the carbon footprint of the lowest income group.

The overall distributional impact of carbon pricing also depends on indirect effects. The effects on employment and economic wealth (via labour income, transfers or savings) vary by income group. Low-income groups may experience a stronger fall in their income as they tend to work in sectors that are more affected by changes in demand. One study finds that indirect effects account for 80% of the regressive impact of a carbon tax.⁴³ Other studies, however, point to indirect effects having a progressive impact in Europe.⁴⁴

Introducing carbon tax rebates for vulnerable groups can mitigate the regressive impact, while being budget-neutral. Redistributing carbon revenues can mitigate the regressive impact without compromising on emission reductions. There are several ways of rebating carbon revenues, each with different effects. Research analysing the welfare effects in the United States of lump-sum rebates as well as cuts in payroll taxes, personal income taxes and corporate income taxes shows that recycling via lump-sum can be very progressive for low-income households.⁴⁵ Others argue that using carbon revenues for public investment may be preferable to lump-sum redistribution, as it has a more positive impact on

⁴³ See Käenzig, D., "The unequal economic consequences of carbon pricing", London Business School, January 2022.

⁴⁴ See, for example, Landis, F., Fredriksson, G. and Rausch, S., "Between- and within-country distributional impacts from harmonizing carbon prices in the EU", *Energy Economics*, Vol. 103, 2021.

⁴⁵ See, for example, the discussion in Goulder, L., Hafstead, M., Kim, G. and Long, X., "Impacts of a carbon tax across US household income groups: What are the equity-efficiency trade-offs?", *Journal of Public Economics*, Vol. 175, July 2019 and in Rausch, S., Metcalf, G., and Reilly, J., "Distributional impacts of carbon pricing: a general equilibrium approach with micro-data for households", *NBER Working Paper*, No 17087, May 2011.

economic efficiency.⁴⁶ Overall, compensatory measures ought to be efficient, well targeted and temporary to limit distortions.

Compensatory measures may ensure broader public support towards climate change policies. Such public support may help to decarbonise the economy indirectly. To further support public acceptance of carbon pricing, the European Commission proposed a Social Climate Fund that aims for a socially just transition.⁴⁷ In addition, accompanying structural policies may be supportive to manage the short-term adjustment costs related to the green transition.

5 Concluding remarks

Additional policy measures are needed in the euro area to mitigate the impact of climate change. Climate change will have lasting and serious environmental and economic consequences for the whole world. The long-term global social, economic and fiscal costs of a delayed transition are likely to exceed the potential short-term costs of efficient and effective climate change policies today by a large degree. To be effective in mitigating climate change, all regions, including Europe, will need to make progress in the green transition.

Euro area countries have set ambitious Paris-aligned climate targets within the framework of the EU Green Deal. Many of the measures needed to achieve this goal will involve a fiscal approach. Adopting an efficient and effective mix of climate-related fiscal policies will be necessary to ensure energy security and accelerate the green transition. Moreover, the current geopolitical situation has demonstrated how important it is for Europe to reduce its dependence on fossil fuel.

The choice of the climate policy mix determines the impact on public finances. This impact depends firstly on what kind of fiscal and other climate policies are chosen. In this regard, carbon pricing and public or private green investment, regulation and permission processes for private investment in renewable energies are particularly important.

Within fiscal policies, the balance between revenue and expenditure policy is pertinent. Carbon pricing is a very effective and efficient way to reduce carbon emissions while also providing additional revenues that can be used for public debt reduction, targeted compensatory social measures or alternative expenditure, including supporting the green transition. Expenditure-based policies – such as green public investment, subsidies for private investment and green research and development – increase countries' deficits, at least in the short term, unless this is covered by additional revenues or by offsetting expenditure cuts, including to environmentally harmful subsidies. Given the magnitude of the climate crisis, the

⁴⁶ See Vona, F., “[Managing the Distributional Effects of Environmental and Climate Policies: The Narrow Path for a Triple Dividend](#)”, *OECD Environmental Working Paper*, No 188, December 2021.

⁴⁷ The EU Social Climate Fund, as part of the proposed Fit for 55 package, aims to support vulnerable households directly through temporary income support and indirectly through measures and investment that help to strengthen energy efficiency and decarbonisation in the building and transport sectors. The Fund will be financed by 25% of the ETS revenues stemming from the proposed ETS for the buildings and transport sectors over the period 2026-32, with an estimated total amount of €72 billion.

limited scope of current green technologies and the distributional impact of carbon pricing, a mix of revenue and expenditure policies will be needed.

Successful mitigation policies affect tax bases. The more successful carbon pricing is in reducing carbon emissions, the more the carbon tax base will shrink over time. Therefore, temporarily higher carbon or environmental tax-related revenues should not be earmarked for permanent spending measures. Similarly, expenditure policies such as investment programmes or green subsidies should be frontloaded and match the time needed to speed up the green transition, rather than be open-ended.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2.8	2.3	1.7	-0.4	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.2	-3.4	-9.3	-4.6	2.2	-6.1	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2021	6.1	5.6	7.4	1.7	8.1	5.2	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2021 Q3	1.9	0.6	0.9	-0.5	0.4	2.2	4.4	3.1	5.3	2.8	-0.2	0.8	2.8
Q4	1.3	1.7	1.3	1.0	1.4	0.5	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6
2022 Q1	0.7	-0.4	0.8	0.0	1.4	0.7	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1
Q2	.	-0.1	-0.1	0.5	-2.6	0.8	9.7	6.5	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0
2022 Mar.	-	-	-	-	-	-	8.8	5.9	8.5	7.0	1.2	1.5	7.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	9.2	6.3	8.3	9.0	2.5	2.1	7.4
May	-	-	-	-	-	-	9.7	6.4	8.6	9.1	2.5	2.1	8.1
June	-	-	-	-	-	-	10.3	6.7	9.1	9.4	2.4	2.5	8.6
July	-	-	-	-	-	-	.	8.5	10.1	2.6	2.7	8.9	.
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	9.1

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾								
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	7	8	9						
	1	2	3	4	5	6				7	8	9	10	11	12
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6			
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.1	-4.3	-3.8			
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.1	9.6	12.7			
2021 Q3	53.0	56.8	56.3	47.4	50.6	58.4	51.8	53.4	50.3	-0.4	-0.1	-0.7			
Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.2	2.4	1.9			
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.9	3.5	0.1			
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	0.3	-0.3	0.9			
2022 Mar.	52.4	57.7	60.9	50.3	43.9	54.9	50.6	53.0	47.9	1.9	3.5	0.1			
Apr.	50.5	56.0	58.2	51.1	37.2	55.8	48.4	51.1	48.2	-0.5	0.3	-1.3			
May	50.7	53.6	53.1	52.3	42.2	54.8	49.3	51.1	48.0	-0.6	0.4	-1.7			
June	53.8	52.3	53.7	53.0	55.3	52.0	52.9	54.0	50.1	0.3	-0.3	0.9			
July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	.	.	.			
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	.	.	.			

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2019	11,984.5	11,578.4	6,381.0	2,455.3	2,657.0	1,253.1	771.7	625.5	85.1	406.1	5,767.7	5,361.6
2020	11,448.1	11,040.4	5,918.7	2,565.3	2,511.2	1,221.9	684.4	598.0	45.3	407.6	5,181.8	4,774.1
2021	12,301.1	11,821.4	6,276.2	2,714.1	2,702.6	1,367.7	766.3	561.1	128.5	479.7	6,057.2	5,577.5
2021 Q3	3,124.6	2,992.9	1,617.1	681.2	674.7	346.6	189.3	136.9	20.0	131.7	1,549.1	1,417.4
Q4	3,170.9	3,087.8	1,639.9	691.5	706.8	353.9	195.3	155.7	49.6	83.1	1,630.0	1,546.8
2022 Q1	3,231.2	3,155.2	1,676.5	700.5	718.6	372.4	201.1	143.2	59.6	76.0	1,702.2	1,626.2
Q2	3,292.1	3,238.9	1,728.1	710.9	742.4	385.0	208.7	146.7	57.5	53.2	1,802.4	1,749.2
as a percentage of GDP												
2021	100.0	96.1	51.0	22.1	22.0	11.1	6.2	4.6	1.0	3.9	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2021 Q3	2.2	2.1	4.4	0.1	-0.6	-0.6	-1.6	0.7	-	-	2.3	2.1
Q4	0.5	1.4	0.0	0.7	3.7	0.3	2.0	14.2	-	-	2.4	4.7
2022 Q1	0.7	0.0	0.0	0.2	-0.8	2.2	1.5	-10.4	-	-	1.2	-0.2
Q2	0.8	1.0	1.3	0.6	0.9	0.0	1.8	2.0	-	-	1.3	1.8
annual percentage changes												
2019	1.6	2.4	1.4	1.7	6.9	3.2	1.9	22.7	-	-	2.8	4.8
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.1	-6.4	-4.1	-11.8	-4.4	-	-	-9.0	-8.6
2021	5.2	4.1	3.7	4.2	4.1	6.2	10.5	-7.7	-	-	10.3	8.1
2021 Q3	3.7	3.3	2.9	2.8	2.5	3.3	2.9	0.2	-	-	10.3	9.9
Q4	4.6	4.9	5.9	2.6	2.7	1.9	3.5	3.3	-	-	8.1	9.0
2022 Q1	5.4	5.8	8.1	3.0	3.9	4.5	2.7	4.1	-	-	8.7	9.9
Q2	4.1	4.5	5.6	1.6	3.1	2.0	3.8	5.2	-	-	7.4	8.6
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2021 Q3	2.2	2.0	2.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.2	-	-
Q4	0.5	1.4	0.0	0.1	0.8	0.0	0.1	0.6	0.4	-0.9	-	-
2022 Q1	0.7	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.2	0.1	-0.5	0.1	0.7	-	-
Q2	0.8	0.9	0.6	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.2	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2019	1.6	2.3	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.2	-0.7	-	-
2020	-6.1	-5.6	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.2	4.1	2.0	1.0	1.0	0.7	0.7	-0.4	0.2	1.4	-	-
2021 Q3	3.7	3.1	1.5	0.6	0.5	0.4	0.2	0.0	0.4	0.6	-	-
Q4	4.6	4.6	3.0	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2	0.5	0.0	-	-
2022 Q1	5.4	5.6	4.1	0.7	0.9	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.1	-	-
Q2	4.1	4.4	2.8	0.4	0.7	0.2	0.2	0.2	0.5	-0.2	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Current prices (EUR billions)												
2019	10,742.1	178.2	2,104.2	555.1	2,041.3	531.8	480.7	1,203.5	1,251.6	2,026.1	369.5	1,242.5
2020	10,318.1	177.4	1,993.3	544.5	1,803.9	544.6	478.7	1,207.0	1,182.2	2,064.8	321.5	1,130.0
2021	11,029.6	189.5	2,170.3	595.2	2,004.1	585.9	489.5	1,240.5	1,265.3	2,158.4	331.0	1,271.4
2021 Q3	2,799.2	48.0	546.3	149.3	524.9	146.5	122.2	310.1	320.7	543.6	87.6	325.4
Q4	2,833.7	50.0	557.6	152.5	537.5	149.7	122.6	312.1	326.2	541.8	83.7	337.3
2022 Q1	2,888.5	51.2	579.3	157.5	547.3	149.9	124.3	315.1	329.9	548.6	85.5	342.7
Q2	2,948.3	53.3	598.6	161.8	568.1	153.8	124.6	316.6	335.8	546.1	89.5	343.8
as a percentage of value added												
2021	100.0	1.7	19.7	5.4	18.2	5.3	4.4	11.2	11.5	19.6	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2021 Q3	2.5	-0.5	0.9	-0.3	7.5	1.2	0.1	0.6	2.3	1.3	11.2	-0.5
Q4	0.2	-0.1	0.2	0.6	0.3	2.5	0.1	0.3	1.2	-0.8	-2.6	3.2
2022 Q1	0.9	-1.2	0.4	2.3	1.1	0.3	0.4	1.3	0.7	0.9	2.1	-1.4
Q2	0.7	-0.5	0.5	-0.7	1.6	2.2	0.1	0.1	1.0	-0.3	4.4	1.6
annual percentage changes												
2019	1.6	1.5	0.4	0.9	2.5	5.7	0.6	1.4	1.8	1.0	1.7	2.0
2020	-6.0	-0.3	-6.2	-5.5	-13.9	2.0	0.2	-0.6	-7.0	-2.6	-18.0	-6.5
2021	5.1	-0.9	7.2	5.5	7.7	7.0	3.0	1.6	5.7	3.5	2.6	6.2
2021 Q3	3.8	-1.2	4.7	2.5	7.2	4.6	2.0	0.9	5.9	1.3	3.6	3.2
Q4	4.5	-1.9	1.9	1.0	11.4	8.4	2.3	1.6	5.4	2.1	13.3	5.5
2022 Q1	5.3	-1.5	1.6	4.8	13.9	6.0	0.9	3.1	6.1	2.0	17.1	6.8
Q2	4.3	-2.2	2.0	1.9	10.8	6.3	0.8	2.3	5.4	1.1	15.4	2.9
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2021 Q3	2.5	0.0	0.2	0.0	1.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	-
Q4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.9	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.7	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2019	1.6	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.0	0.0	-1.2	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.8	-0.5	-0.6	-
2021	5.1	0.0	1.5	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2021 Q3	3.8	0.0	0.9	0.1	1.3	0.2	0.1	0.1	0.7	0.3	0.1	-
Q4	4.5	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.1	0.2	0.6	0.4	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.3	0.3	2.4	0.3	0.0	0.4	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.3	0.0	0.4	0.1	1.9	0.3	0.0	0.3	0.6	0.2	0.4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment 1)

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.1	25.1	6.6
annual percentage changes													
2019	1.3	1.5	0.3	-2.4	1.1	2.6	1.5	3.4	-0.1	1.7	1.5	1.4	0.4
2020	-1.5	-1.5	-1.3	-2.2	-2.0	0.9	-3.8	1.8	-0.6	-0.4	-2.4	0.9	-3.0
2021	1.3	1.5	0.1	0.0	-0.3	3.2	0.2	4.8	0.7	1.1	2.8	2.2	0.1
2021 Q3	2.3	2.6	0.8	-0.2	0.6	3.2	2.2	5.7	1.4	0.9	4.7	2.4	1.1
Q4	2.3	2.7	0.2	-1.4	1.2	3.1	3.1	6.3	0.9	0.5	3.7	1.8	1.0
2022 Q1	3.0	3.4	1.0	-1.5	1.5	3.5	5.1	6.0	-0.2	2.5	4.3	1.8	3.0
Q2	2.7	3.0	0.6	-0.7	1.3	3.1	4.6	6.0	0.3	2.3	3.4	1.5	1.8
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.9	3.1	2.4	1.0	13.8	21.7	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	14.9	6.9	24.1	3.3	2.6	1.1	13.8	23.2	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.8	7.2	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.8	5.8
annual percentage changes													
2019	0.9	1.2	-0.2	-3.4	0.4	2.5	1.1	3.1	0.2	1.8	1.2	1.2	0.3
2020	-7.9	-7.2	-10.8	-2.8	-7.8	-6.4	-14.2	-1.5	-3.0	-6.8	-8.3	-1.7	-12.4
2021	5.4	5.2	6.5	1.4	4.5	8.8	6.5	7.3	2.7	6.5	7.3	3.6	4.8
2021 Q3	3.5	3.9	1.7	-1.2	2.3	2.7	5.0	7.8	1.6	3.3	7.0	1.9	1.0
Q4	4.7	4.6	4.8	-1.3	2.0	3.5	10.8	6.3	0.7	2.7	5.6	0.7	7.2
2022 Q1	6.5	6.5	6.5	-1.8	2.5	4.8	15.6	6.2	-0.6	7.2	6.6	1.2	13.0
Q2	3.9	4.1	2.8	-2.0	1.0	2.7	10.1	5.3	-1.2	4.4	4.1	0.1	7.1
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2019	-0.4	-0.3	-0.5	-1.0	-0.7	-0.2	-0.5	-0.2	0.3	0.1	-0.3	-0.2	-0.1
2020	-6.4	-5.7	-9.7	-0.7	-5.9	-7.2	-10.9	-3.3	-2.4	-6.4	-6.0	-2.6	-9.8
2021	4.0	3.6	6.4	1.5	4.8	5.4	6.3	2.4	2.0	5.4	4.4	1.4	4.7
2021 Q3	1.1	1.3	0.9	-0.9	1.7	-0.5	2.8	1.9	0.2	2.4	2.2	-0.5	-0.2
Q4	2.3	1.9	4.6	0.0	0.9	0.4	7.5	0.0	-0.2	2.2	1.8	-1.1	6.1
2022 Q1	3.3	3.0	5.4	-0.2	1.0	1.3	10.0	0.2	-0.4	4.6	2.2	-0.6	9.8
Q2	1.2	1.1	2.3	-1.3	-0.3	-0.4	5.3	-0.7	-1.5	2.1	0.7	-1.5	5.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

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

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾	
			Total		Long-term unemployment, % of labour force	By age				By gender					
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female			
			1	2		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7				
2019	163.509	3.5	12.428	7.6	3.3	10.060	6.8	2.368	16.3	6.348	7.3	6.080	8.0	2.2	
2020	160.958	3.5	12.833	8.0	3.0	10.280	7.0	2.552	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8	
2021	163.318	3.4	12.635	7.7	3.2	10.183	6.8	2.452	16.8	6.431	7.4	6.204	8.1	2.4	
2021 Q3	164.060	3.3	12.376	7.5	3.1	9.944	6.7	2.432	16.3	6.296	7.2	6.080	7.9	2.6	
Q4	164.569	3.3	11.778	7.2	3.0	9.600	6.4	2.177	14.7	6.045	6.9	5.732	7.5	2.8	
2022 Q1	165.410	3.3	11.339	6.9	2.9	9.213	6.1	2.126	14.1	5.736	6.5	5.603	7.3	3.1	
Q2	.	.	11.071	6.7	.	8.896	5.9	2.175	14.2	5.575	6.3	5.496	7.1	3.3	
2022 Feb.	-	-	11.275	6.8	-	9.153	6.1	2.123	14.2	5.640	6.4	5.635	7.3	-	
Mar.	-	-	11.211	6.8	-	9.064	6.0	2.147	14.2	5.632	6.4	5.579	7.2	-	
Apr.	-	-	11.101	6.7	-	8.919	5.9	2.182	14.3	5.585	6.3	5.516	7.1	-	
May	-	-	11.053	6.7	-	8.917	5.9	2.136	14.0	5.562	6.3	5.491	7.1	-	
June	-	-	11.060	6.7	-	8.852	5.9	2.208	14.4	5.577	6.3	5.482	7.1	-	
July	-	-	10.983	6.6	-	8.810	5.8	2.173	14.2	5.564	6.3	5.419	7.0	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations				
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel						
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13				
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0				
annual percentage changes																	
2019	-0.7	-0.6	-2.6	0.0	1.4	-1.8	2.2	2.4	0.9	3.7	0.8	2.9	1.8				
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.3	-4.3	-4.4	-5.7	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1				
2021	8.0	8.8	9.7	9.1	7.8	1.6	5.3	5.1	0.9	7.8	9.4	13.3	-3.1				
2021 Q3	5.9	6.8	7.8	5.0	8.8	-0.9	0.8	2.5	0.0	4.1	3.5	12.8	-23.6				
Q4	0.2	0.1	2.2	-4.0	4.0	2.1	0.7	4.0	-0.5	6.3	13.8	16.9	-25.0				
2022 Q1	-0.3	-0.1	1.1	-5.0	5.7	-0.7	5.2	5.0	-2.2	9.9	12.0	.	-13.0				
Q2	0.5	0.8	-0.3	-0.4	3.3	-0.6	1.6	0.4	-3.3	2.4	7.1	.	-16.3				
2022 Feb.	1.7	2.0	3.1	-3.4	8.7	-0.8	8.6	5.1	-2.2	9.9	12.2	.	-7.1				
Mar.	-1.1	-0.8	-0.3	-3.5	2.6	-1.6	2.9	1.9	-2.7	4.5	10.9	.	-19.9				
Apr.	-2.5	-2.4	-0.5	-9.0	4.0	0.0	2.7	4.2	-3.4	9.2	15.7	.	-18.3				
May	1.6	2.0	0.0	0.9	6.4	-1.7	2.3	0.6	-3.9	3.0	5.8	.	-17.4				
June	2.4	2.7	-0.5	7.6	-0.3	0.0	0.1	-3.2	-2.7	-3.9	1.2	.	-13.5				
July	.	.	.	.	.	.	.	-0.9	-2.4	-0.9	0.6	.	.			
month-on-month percentage changes (s.a.)																	
2022 Feb.	0.5	0.7	0.9	-0.2	2.2	-2.5	1.5	0.4	-0.6	1.2	2.5	.	7.0				
Mar.	-1.7	-1.8	-1.8	-2.5	-2.5	0.9	-0.4	0.6	0.9	-0.2	-1.0	.	-11.7				
Apr.	0.5	0.0	0.5	-0.1	2.0	2.6	-0.9	-1.2	-2.0	-0.7	1.5	.	2.5				
May	2.1	1.8	0.2	3.6	2.4	-3.4	-0.3	0.5	-0.8	1.7	0.0	.	-0.3				
June	0.7	1.0	-0.1	2.6	-2.8	0.6	-1.3	-1.0	0.0	-1.5	-1.2	.	2.5				
July	.	.	.	.	.	.	.	0.3	0.1	-0.4	0.4	.	.			

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

1) Including wholesale trade.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98.8	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q3	117.5	13.6	82.8	-4.2	6.0	4.8	17.4	89.0	60.9	58.6	58.4	58.4
Q4	115.8	13.8	82.5	-7.6	9.9	3.1	16.3	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.1	11.9	82.5	-13.6	9.5	1.9	12.5	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
Q2	104.2	7.0	82.5	-22.3	5.5	-4.5	13.5	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
2022 Mar.	106.3	9.0	-	-21.7	9.0	-2.2	12.6	-	56.5	53.1	55.6	54.9
Apr.	104.6	7.7	82.5	-22.1	6.8	-4.0	13.0	89.7	55.5	50.7	57.7	55.8
May	104.6	6.2	-	-21.2	6.3	-4.3	13.4	-	54.6	51.3	56.1	54.8
June	103.5	7.0	-	-23.7	3.6	-5.1	14.0	-	52.1	49.3	53.0	52.0
July	98.9	3.4	82.4	-27.0	3.2	-7.1	10.4	90.9	49.8	46.3	51.2	49.9
Aug.	97.6	1.2	-	-24.9	3.9	-6.3	8.7	-	49.6	46.5	49.8	49.0

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

Saving rate (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes						Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13.2	93.2	2.0	2.7	3.7	6.3	4.1	47.5	24.1	74.7	2.1	8.0	1.9
2020	19.5	96.1	-0.6	4.1	-3.4	4.7	3.8	46.0	24.8	81.6	3.2	-13.9	2.0
2021	17.4	96.5	1.3	3.5	19.8	7.3	7.8	48.8	26.8	79.5	5.2	8.0	3.0
2021 Q2	19.2	96.5	4.0	4.2	31.3	6.8	5.3	48.6	27.0	79.9	4.4	20.9	2.3
Q3	18.6	96.7	0.8	4.0	18.5	7.6	7.0	48.7	27.3	79.3	4.5	12.7	2.4
Q4	17.4	96.5	0.5	3.5	18.8	7.3	7.8	48.8	26.8	79.5	5.2	13.6	3.0
2022 Q1	15.8	96.2	0.2	3.1	17.5	5.6	8.3	48.5	26.3	78.8	5.1	14.4	3.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021 Q3	1,112.8	1,043.0	69.8	625.1	553.9	252.7	238.4	195.1	172.6	39.9	78.2	27.3	13.4
Q4	1,180.9	1,154.4	26.6	648.7	621.4	278.0	248.7	213.5	201.9	40.7	82.5	59.8	46.9
2022 Q1	1,224.4	1,201.9	22.5	683.3	674.7	294.5	253.8	207.4	204.0	39.1	69.4	27.8	20.5
Q2	1,278.8	1,285.7	-7.0	744.6	744.9	297.8	254.4	200.6	204.1	35.7	82.2	19.2	11.1
2022 Jan.	407.2	390.4	16.8	226.8	217.0	97.4	81.8	70.5	67.3	12.4	24.3	7.9	5.9
Feb.	410.3	401.5	8.7	230.2	227.7	98.8	86.5	68.8	65.9	12.5	21.4	7.3	4.4
Mar.	406.9	410.0	-3.0	226.3	230.0	98.3	85.5	68.1	70.8	14.2	23.7	12.7	10.2
Apr.	422.4	426.7	-4.3	243.2	243.3	98.7	87.5	67.9	69.1	12.6	26.8	6.9	4.5
May	425.9	432.9	-6.9	248.6	248.4	99.7	85.9	65.5	71.3	12.2	27.2	5.4	3.3
June	430.4	426.1	4.2	252.9	253.2	99.4	81.0	67.2	63.7	10.9	28.2	6.9	3.4
12-month cumulated transactions													
2022 June	4,796.9	4,685.0	111.9	2,701.8	2,594.9	1,123.1	995.2	816.5	782.6	155.5	312.2	134.1	91.9
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2022 June	37.4	36.5	0.9	21.1	20.2	8.8	7.8	6.4	6.1	1.2	2.4	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)						
	Exports	Imports	Total			Memo item:	Manufacturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2021 Q3	13.7	23.0	607.4	305.5	119.0	171.0	501.7	581.4	346.6	94.2	135.0	415.5	58.3	
Q4	12.1	32.3	636.6	322.7	115.9	187.8	524.7	654.0	400.5	97.5	148.5	450.8	71.2	
2022 Q1	17.0	40.3	674.9	342.4	123.6	196.3	553.4	715.6	451.3	104.0	151.3	478.6	85.7	
Q2	20.5	45.4	715.0	.	.	.	572.9	805.4	.	.	.	513.1	.	
2022 Jan.	19.9	45.6	222.7	112.1	42.5	65.2	183.7	232.1	144.2	34.6	50.0	159.1	24.9	
Feb.	17.2	40.0	224.8	114.2	40.8	65.8	186.9	237.2	148.9	34.6	50.2	159.4	29.4	
Mar.	14.5	36.5	227.3	116.1	40.2	65.3	182.8	246.3	158.2	34.7	51.1	160.1	31.3	
Apr.	12.8	40.0	231.1	116.3	41.1	70.1	186.9	263.5	170.4	35.6	53.2	166.7	33.6	
May	28.7	52.9	242.1	122.2	41.4	73.5	193.6	269.2	173.1	37.1	55.2	173.7	34.3	
June	20.1	43.5	241.8	.	.	.	192.3	272.7	.	.	.	172.7	.	
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2021 Q3	4.4	5.5	103.5	110.2	101.0	96.2	102.1	108.0	109.6	112.6	104.8	110.6	85.2	
Q4	0.9	9.4	105.4	112.7	96.1	102.9	104.3	115.6	120.2	109.8	110.8	115.1	93.7	
2022 Q1	2.5	10.8	106.3	111.7	101.2	103.5	105.6	115.6	118.9	114.6	110.5	117.9	93.1	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Dec.	2.5	15.9	104.8	113.4	94.7	101.9	104.0	119.6	125.0	114.4	112.6	118.8	93.1	
2022 Jan.	5.7	15.0	106.5	111.3	104.5	104.8	105.8	114.7	117.8	113.6	109.5	117.8	92.7	
Feb.	3.1	11.9	106.7	112.8	100.7	103.8	107.3	116.1	119.3	115.6	110.4	118.4	97.9	
Mar.	-0.5	6.4	105.6	111.0	98.3	102.0	103.7	116.0	119.7	114.6	111.6	117.6	88.7	
Apr.	-2.5	7.3	105.4	108.9	99.1	107.5	104.1	120.0	123.6	116.0	114.2	120.6	93.9	
May	10.1	18.1	108.7	112.6	99.1	110.9	107.0	122.5	125.6	121.8	117.3	124.2	93.8	

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q3	108.0	2.8	1.4	4.1	1.2	1.1	0.6	0.8	1.0	4.3	0.5	2.7	3.5
Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.7	1.0	1.4	0.3	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.7	1.8	3.1	1.5	14.4	0.8	6.0	6.9
Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.3	3.4	4.1	1.2	7.1	1.0	8.2	7.1
2022 Mar.	114.5	7.4	3.0	10.9	2.7	1.8	0.6	1.5	0.1	12.2	0.3	7.3	8.1
Apr.	115.1	7.4	3.5	10.4	3.3	0.1	1.4	2.3	0.4	-4.0	0.5	7.4	8.0
May	116.1	8.1	3.8	11.4	3.5	0.7	1.4	0.0	0.5	1.9	0.4	8.1	7.6
June	117.0	8.6	3.7	12.5	3.4	0.8	1.3	1.4	0.5	3.4	-0.1	9.1	5.6
July	117.1	8.9	4.0	12.6	3.7	0.7	1.4	0.4	0.8	0.3	0.5	9.3	5.9
Aug. ³⁾	117.8	9.1	4.3	.	3.8	0.5	1.2	0.7	0.7	0.0	0.3	.	.
	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy					Rents		
	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	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2021 Q3	1.9	1.7	2.5	5.4	1.8	15.8	1.4	1.1	2.4	0.7	1.1	1.6	
Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7	
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6	
Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7	
2022 Mar.	5.0	4.1	7.8	14.4	3.4	44.3	1.9	1.2	3.5	0.3	4.4	1.7	
Apr.	6.3	5.4	9.2	12.9	3.8	37.5	2.1	1.3	5.4	0.5	5.2	1.7	
May	7.5	7.0	9.0	13.6	4.2	39.1	2.3	1.5	5.2	-0.1	5.9	1.8	
June	8.9	8.2	11.2	14.5	4.3	42.0	2.4	1.6	2.7	0.0	6.7	1.7	
July	9.8	9.4	11.1	14.3	4.5	39.6	2.6	1.8	3.7	-0.2	7.0	1.8	
Aug. ³⁾	10.6	10.5	10.9	.	5.0	38.3	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾								
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy												
		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods															
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non-food													
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9	10	11	12	13							
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	3.1	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	2.0	5.3	1.6								
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.3	8.0	0.8								
2021 Q3	115.6	14.0	9.3	7.5	14.1	3.0	2.8	2.9	2.1	34.3	7.0	9.0	1.5								
Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.2	9.4	3.2								
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	.	9.8	.								
Q2	149.2	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	.	7.4	95.4	.	.	.								
2022 Feb.	138.9	31.5	14.6	12.3	20.9	6.0	7.0	.	5.5	87.4	-	-	-								
Mar.	146.3	36.9	17.8	13.7	22.7	6.5	8.7	.	6.0	104.1	-	-	-								
Apr.	148.0	37.2	19.4	15.7	25.3	7.2	11.0	.	6.8	99.1	-	-	-								
May	148.9	36.2	19.9	16.0	25.1	7.5	11.7	.	7.5	94.0	-	-	-								
June	150.8	36.0	20.6	15.7	24.0	7.6	12.2	.	8.0	93.2	-	-	-								
July	156.8	37.9	18.7	15.1	21.6	7.9	13.2	.	8.3	97.2	-	-	-								

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾			
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total										100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2019	105.4	1.7	1.5	1.1	1.9	2.3	0.7	0.2	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3	
2020	107.2	1.7	1.2	0.6	3.4	1.0	-1.3	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8	
2021	109.4	2.0	2.8	2.2	1.5	3.4	5.8	8.0	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1	
2021 Q3	109.8	2.9	3.7	2.6	2.7	4.7	7.6	10.0	61.9	31.0	26.1	35.4	32.3	28.2	36.7	
Q4	110.8	3.1	4.6	3.8	2.4	5.5	10.1	14.1	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0	
2022 Q1	112.2	3.6	5.6	4.8	2.6	7.0	11.4	16.5	88.7	32.2	35.0	29.7	35.5	38.5	32.5	
Q2	113.4	4.3	6.9	6.4	3.1	8.2	13.8	20.0	106.1	22.6	39.8	9.2	24.3	38.3	10.8	
2022 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104.6	37.4	43.1	32.6	40.4	45.7	35.0	
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98.2	30.9	42.0	22.0	32.6	41.7	23.7	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106.2	19.8	39.5	4.9	22.0	38.3	6.6	
June	-	-	-	-	-	-	-	-	113.7	17.4	38.0	1.6	18.5	35.0	2.8	
July	-	-	-	-	-	-	-	-	106.9	12.2	31.6	-3.1	15.0	32.1	-1.2	
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97.4	16.3	30.7	4.2	16.1	26.6	5.1	

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2019	4.4	7.4	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q3	36.9	29.1	13.5	27.1	37.5	87.7	63.8	70.3	55.1
Q4	46.4	41.9	19.8	36.6	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.4	48.9	23.6	39.2	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
Q2	54.9	56.2	28.3	48.8	71.6	84.0	78.0	74.8	64.4
2022 Mar.	56.0	55.3	25.4	44.4	62.1	87.0	79.6	74.2	62.6
Apr.	59.3	56.0	29.2	51.9	68.5	87.7	78.7	77.3	65.2
May	55.2	56.1	28.2	49.1	71.6	84.2	77.4	76.2	64.6
June	50.1	56.4	27.6	45.4	74.8	80.0	77.9	70.9	63.2
July	45.3	55.0	26.9	41.5	75.9	74.8	74.7	67.9	62.1
Aug.	43.7	53.3	26.2	38.3	77.0	71.7	72.5	65.9	59.9

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

3.5 Labour cost indices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	6
2019	106.9	2.4	2.6	2.0	2.4	2.4	2.2
2020	110.2	3.1	3.8	0.9	2.8	3.8	1.8
2021	111.7	1.3	1.3	1.4	1.2	1.6	1.5
2021 Q3	107.5	2.4	2.3	2.6	2.4	2.1	1.3
Q4	118.7	1.9	1.4	3.3	2.1	1.4	1.6
2022 Q1	108.5	3.8	3.3	5.3	4.1	3.0	3.0
Q2							2.4

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 for further details).

3 Prices and costs

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

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

Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity										Arts, enter- tainment and other services
		Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2019	105.4	1.9	-1.5	2.1	3.1	0.7	1.0	1.6	2.6	2.4	2.7	2.1
2020	109.9	4.3	-1.6	2.3	5.0	6.6	0.4	-0.2	1.5	4.8	6.0	14.7
2021	110.0	0.1	4.2	-3.1	2.3	-1.2	1.7	0.5	4.8	1.5	0.4	2.1
2021 Q3	110.2	1.8	4.5	-0.4	2.3	0.1	4.4	1.9	3.9	1.9	2.9	0.9
Q4	111.0	1.3	4.2	2.0	4.2	-0.5	1.1	2.4	3.9	2.0	1.2	-5.7
2022 Q1	112.2	2.0	3.6	4.0	2.7	-0.5	2.3	2.2	5.1	2.8	2.4	-4.2
Q2	112.4	3.1	5.3	3.4	5.1	2.3	1.3	3.4	6.0	3.8	2.9	-5.1
Compensation per employee												
2019	107.4	2.1	2.5	1.4	1.4	1.7	3.3	2.3	2.4	2.7	2.3	3.4
2020	106.8	-0.6	0.3	-2.2	-1.6	-4.6	0.5	0.6	1.2	-0.1	2.3	-3.0
2021	111.0	3.9	3.3	4.2	4.5	6.2	3.9	2.9	5.3	4.3	1.7	4.6
2021 Q3	112.0	3.2	3.5	3.6	1.6	5.1	3.3	2.5	3.9	3.1	1.8	3.4
Q4	112.9	3.6	3.7	2.8	2.0	7.5	3.1	3.8	5.1	3.7	1.4	5.8
2022 Q1	114.1	4.4	3.6	4.2	4.0	7.9	2.3	3.3	5.7	4.6	2.6	8.9
Q2	114.7	4.6	3.7	4.1	3.9	8.3	1.6	3.9	6.0	5.8	2.5	7.6
Labour productivity per person employed												
2019	101.9	0.3	4.0	-0.7	-1.7	1.0	2.3	0.7	-0.3	0.3	-0.4	1.3
2020	97.2	-4.7	2.0	-4.4	-6.3	-10.5	0.1	0.8	-0.3	-4.7	-3.5	-15.5
2021	100.9	3.9	-0.9	7.5	2.2	7.5	2.1	2.3	0.5	2.8	1.2	2.5
2021 Q3	101.7	1.4	-0.9	4.1	-0.7	4.9	-1.0	0.6	0.0	1.2	-1.0	2.5
Q4	101.7	2.2	-0.5	0.8	-2.1	8.1	2.0	1.4	1.2	1.7	0.3	12.2
2022 Q1	101.7	2.3	0.1	0.1	1.3	8.4	0.0	1.1	0.6	1.7	0.3	13.7
Q2	102.1	1.5	-1.5	0.7	-1.2	5.9	0.3	0.5	0.0	1.9	-0.4	13.4
Compensation per hour worked												
2019	107.5	2.4	3.2	2.1	1.6	2.1	3.4	1.8	2.3	3.0	2.5	3.8
2020	113.4	5.5	3.0	3.5	4.6	6.4	3.1	2.5	6.2	5.2	4.5	6.1
2021	113.7	0.3	0.6	-0.2	-0.2	0.5	1.6	1.0	1.2	0.4	0.5	0.7
2021 Q3	114.9	1.9	3.0	1.9	2.0	1.8	1.2	2.5	0.5	0.8	2.4	3.1
Q4	115.4	1.6	2.0	2.2	2.1	0.2	3.4	4.5	2.6	2.2	2.7	1.3
2022 Q1	115.7	1.3	3.0	3.4	2.9	-1.9	2.2	3.6	3.3	2.1	3.4	0.8
Q2	115.8	3.4	4.5	4.2	4.8	2.4	2.5	5.2	5.1	5.1	4.3	3.2
Hourly labour productivity												
2019	102.6	0.7	5.1	0.0	-1.5	1.4	2.5	0.4	-0.3	0.6	-0.2	1.4
2020	104.5	1.9	2.6	1.6	1.0	0.4	3.5	3.3	6.6	1.4	-1.0	-6.3
2021	104.4	-0.2	-2.3	2.6	-3.0	1.1	-0.3	0.3	-4.6	-1.5	-0.2	-2.1
2021 Q3	105.1	0.3	0.0	2.3	-0.2	2.1	-2.9	0.4	-2.4	-1.0	-0.5	2.7
Q4	104.8	0.0	-0.6	-0.1	-2.5	0.6	2.1	1.6	-1.0	-0.2	1.4	5.7
2022 Q1	103.8	-1.0	0.3	-0.8	-0.1	-1.5	-0.2	1.5	-3.8	-0.5	0.8	3.6
Q2	103.9	0.3	-0.3	1.0	-0.7	0.6	1.0	2.0	-2.0	1.2	1.1	7.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€ESTR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA) ³⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2022 Feb.	-0.58	-	-0.55	-0.53	-0.48	-0.34	0.43	-0.02
Mar.	-0.58	-	-0.54	-0.50	-0.42	-0.24	0.84	-0.01
Apr.	-0.58	-	-0.54	-0.45	-0.31	0.01	1.10	-0.01
May	-0.58	-	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02
June	-0.58	-	-0.52	-0.24	0.16	0.85	1.97	-0.03
July	-0.51	-	-0.31	0.04	0.47	0.99	2.61	-0.02
Aug.	-0.08	-	0.02	0.39	0.84	1.25	2.95	-0.01

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-€STR, which was published for information purposes only and not intended for use as a benchmark or reference rate in any market transactions.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates				
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}				
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41	
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24	
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24	
2022 Feb.	-0.73	-0.68	-0.54	-0.11	0.22	0.90	0.81	0.44	-0.56	-0.21	0.42	0.59	
Mar.	-0.70	-0.49	-0.09	0.42	0.62	1.11	0.73	0.35	-0.05	0.58	0.81	0.81	
Apr.	-0.59	-0.26	0.21	0.74	0.94	1.20	0.85	0.42	0.30	0.94	1.13	1.14	
May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47	
June	-0.42	0.31	0.64	1.11	1.50	1.19	0.21	0.38	0.86	1.07	1.72	1.95	
July	0.04	0.16	0.25	0.55	0.93	0.77	-0.30	0.09	0.27	0.44	1.05	1.44	
Aug.	-0.19	0.66	1.08	1.36	1.57	0.91	-0.33	0.00	1.36	1.53	1.65	1.84	

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.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan	
	Benchmark		Main industry indices												
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	
2022 Feb.	452.7	4,084.1	978.2	285.0	180.8	107.8	185.6	805.7	823.6	374.5	286.1	863.7	4,436.0	27,066.5	
Mar.	422.1	3,796.6	942.7	253.7	172.5	103.1	160.8	762.7	791.8	351.9	279.7	858.7	4,391.3	26,584.1	
Apr.	428.9	3,837.3	984.0	255.1	179.2	106.2	164.1	751.7	772.3	370.6	298.1	912.6	4,391.3	27,043.3	
May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8	
June	399.6	3,587.6	929.8	235.5	165.6	113.4	153.0	693.6	694.0	350.4	293.7	833.3	3,898.9	26,958.4	
July	390.4	3,523.3	866.4	238.1	170.9	104.4	142.4	683.1	692.9	335.4	294.7	841.0	3,911.7	26,986.7	
Aug.	408.5	3,701.1	913.9	256.5	172.9	110.0	149.0	721.6	750.2	353.8	291.5	806.7	4,158.6	28,351.7	

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator					
	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:			By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation			APRC ³⁾								
					Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2021 Aug.	0.01	0.34	0.17	0.59	4.83	16.01	5.75	5.31	5.92	2.04	1.34	1.47	1.24	1.28	1.60	1.32				
Sep.	0.01	0.34	0.18	0.57	4.90	15.93	5.50	5.25	5.88	1.93	1.31	1.45	1.25	1.29	1.59	1.30				
Oct.	0.01	0.34	0.19	0.58	4.82	15.91	5.61	5.21	5.85	2.00	1.32	1.47	1.26	1.30	1.60	1.31				
Nov.	0.01	0.34	0.19	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32				
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31				
2022 Jan.	0.01	0.35	0.20	0.56	4.76	15.82	5.58	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33				
Feb.	0.01	0.46	0.19	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38				
Mar.	0.01	0.47	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47				
Apr.	0.01	0.47	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.38	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61				
May	0.01	0.47	0.20	0.64	4.80	15.84	5.87	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.05	1.78				
June	0.01	0.47	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.15	2.51	1.68	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97				
July ^(p)	0.01	0.46	0.30	0.87	4.83	15.86	6.10	5.74	6.32	2.80	1.83	2.26	2.53	1.99	2.35	2.15				

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation										APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator		
	With an agreed maturity of:	Up to 2 years		up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million							
				Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
2021 Aug.	-0.03	-0.35	0.17	1.75	1.78	1.93	2.02	1.55	1.45	1.36	1.23	1.12	1.14	1.44			
Sep.	-0.03	-0.35	0.15	1.77	1.79	1.99	1.99	1.51	1.43	1.34	1.27	1.25	1.28	1.49			
Oct.	-0.03	-0.36	0.17	1.71	1.79	2.09	1.99	1.54	1.42	1.32	1.15	1.19	1.24	1.43			
Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38			
Dec.	-0.03	-0.33	0.17	1.67	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.36			
2022 Jan.	-0.04	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43			
Feb.	-0.04	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.08	1.46	1.42			
Mar.	-0.04	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49			
Apr.	-0.04	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.46	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51			
May	-0.04	-0.27	0.52	1.69	1.81	2.02	2.40	1.52	1.50	1.79	1.14	1.22	1.95	1.55			
June	-0.04	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83			
July ^(p)	-0.01	0.04	1.19	1.74	1.89	2.43	2.75	1.68	1.86	2.13	1.39	1.77	2.08	1.77			

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations					Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1,499.1	429.0	141.7	54.5	96.5	832.0	718.4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,419.6	428.4	142.1	53.4	87.7	761.4	671.7	387.3	138.6	79.5	25.9	31.8	137.3	104.6
2022 Feb.	1,405.4	419.1	149.0	55.4	96.2	741.0	643.7	381.9	131.4	86.5	27.6	31.6	132.5	96.3
Mar.	1,450.3	430.0	155.5	54.7	105.0	759.9	653.1	503.7	170.4	116.6	43.8	48.1	168.6	114.4
Apr.	1,443.7	439.9	159.9	54.6	107.4	736.5	638.3	456.4	164.0	102.2	36.0	43.1	147.1	97.4
May	1,385.7	418.5	160.3	49.8	106.9	700.1	613.4	438.3	157.9	110.3	41.1	42.5	127.6	86.7
June	1,367.2	414.4	142.4	46.1	104.9	705.5	622.0	448.2	151.4	116.7	51.8	48.5	131.6	87.5
July	1,304.8	413.7	138.8	44.8	97.9	654.4	599.8	475.3	187.3	112.0	51.5	49.3	126.6	85.9
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19,439.5	4,079.5	3,285.1	1,331.4	1,541.9	10,533.0	9,752.1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,109.4	4,174.7	3,603.3	1,388.3	1,598.5	10,732.8	9,912.4	316.3	66.2	83.0	32.5	23.3	143.8	130.4
2022 Feb.	19,776.9	4,139.8	3,549.5	1,388.3	1,528.7	10,559.0	9,753.4	308.0	79.2	76.0	34.0	11.8	141.1	130.4
Mar.	19,594.8	4,120.3	3,552.7	1,392.5	1,514.0	10,407.7	9,617.3	401.4	100.6	117.4	54.2	26.8	156.5	147.2
Apr.	19,193.2	4,081.0	3,570.1	1,401.3	1,482.6	10,059.6	9,286.3	288.2	65.2	81.8	27.4	14.3	126.9	118.1
May	19,015.5	4,092.3	3,556.3	1,372.6	1,464.1	9,902.8	9,129.3	332.7	98.0	67.9	13.1	26.8	140.0	125.0
June	18,737.0	4,027.9	3,519.2	1,363.3	1,404.1	9,785.7	9,029.2	307.4	82.9	66.9	17.0	13.6	143.8	135.5
July	19,266.8	4,128.2	3,594.0	1,357.3	1,462.3	10,082.3	9,301.3	226.3	51.9	51.6	14.9	8.8	113.9	107.8

Source: ECB.

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

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

	Debt securities							Listed shares						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government	Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs			Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations					Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Outstanding amount														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1	.
2020	20,938.6	4,508.4	3,426.8	1,385.9	1,638.4	11,365.0	10,470.5	8,486.7	468.9	1,357.8	6,658.9	.	.	.
2021	21,528.9	4,603.1	3,745.4	1,441.8	1,686.2	11,494.2	10,584.0	10,343.6	609.3	1,558.7	8,174.6	.	.	.
2022 Feb.	21,182.3	4,558.9	3,698.5	1,443.7	1,624.9	11,300.0	10,397.1	9,382.6	565.1	1,424.0	7,392.5	.	.	.
Mar.	21,045.2	4,550.3	3,708.2	1,447.2	1,619.0	11,167.6	10,270.4	9,393.8	550.7	1,436.1	7,405.9	.	.	.
Apr.	20,636.9	4,520.8	3,729.9	1,455.9	1,590.0	10,796.1	9,924.6	9,221.1	521.1	1,392.0	7,307.0	.	.	.
May	20,401.2	4,510.8	3,716.5	1,422.5	1,571.0	10,602.9	9,742.7	9,084.5	536.9	1,355.5	7,191.1	.	.	.
June	20,104.2	4,442.2	3,661.6	1,409.5	1,509.0	10,491.3	9,651.2	8,305.8	474.0	1,266.1	6,564.8	.	.	.
July	20,571.6	4,541.8	3,732.8	1,402.1	1,560.2	10,736.8	9,901.2	8,904.1	482.2	1,330.3	7,090.8	.	.	.
Growth rate ¹⁾														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Feb.	4.9	3.3	8.0	4.4	3.8	4.8	4.9	1.7	0.5	5.1	1.1	.	.	.
Mar.	4.9	2.9	8.2	4.3	4.7	4.7	4.8	1.2	0.2	3.7	0.8	.	.	.
Apr.	4.4	2.7	8.2	4.2	4.3	3.9	4.1	1.1	0.0	3.7	0.7	.	.	.
May	4.4	3.8	8.1	3.5	4.1	3.5	3.7	1.0	0.0	3.2	0.6	.	.	.
June	4.0	2.8	7.5	4.1	3.6	3.5	3.8	1.0	-0.7	3.2	0.7	.	.	.
July	3.3	2.3	6.8	3.0	2.1	2.8	3.3	0.9	-0.7	2.8	0.6	.	.	.

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2019	98.1	93.1	92.9	88.7	77.5	87.1	115.4	92.4
2020	99.6	93.5	94.1	89.4	76.9	87.7	119.4	93.9
2021	99.6	93.4	94.5	88.6	72.8	86.1	120.8	94.2
2021 Q3	99.5	93.2	94.5	88.7	72.7	85.7	120.5	93.9
Q4	97.7	91.8	93.4	86.5	71.8	84.3	119.1	92.7
2022 Q1	96.4	91.4	94.7	84.6	70.6	83.1	118.6	92.6
Q2	95.6	90.2	96.0	-	-	-	116.4	90.3
2022 Mar.	95.9	91.3	95.3	-	-	-	118.4	92.8
Apr.	95.2	89.9	95.2	-	-	-	116.4	90.4
May	95.6	90.3	96.2	-	-	-	116.2	90.3
June	95.9	90.5	96.6	-	-	-	116.5	90.3
July	94.1	89.0	96.1	-	-	-	114.6	89.0
Aug.	93.6	88.7	96.3	-	-	-	114.1	88.7
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2022 Aug.	-0.6	-0.4	0.3	-	-	-	-0.5	-0.3
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2022 Aug.	-5.8	-4.7	2.1	-	-	-	-5.2	-5.5

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish krone 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q3	7.626	7.497	25.500	7.437	353.871	129.763	4.566	0.855	4.9319	10.195	1.083	1.179
Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122
Q2	7.043	7.539	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
2022 Mar.	6.992	7.571	25.007	7.440	376.640	130.711	4.752	0.836	4.9482	10.546	1.025	1.102
Apr.	6.960	7.558	24.435	7.439	374.865	136.606	4.649	0.837	4.9442	10.318	1.021	1.082
May	7.083	7.536	24.750	7.441	384.454	136.241	4.648	0.850	4.9460	10.496	1.035	1.058
June	7.073	7.525	24.719	7.439	396.664	141.569	4.647	0.858	4.9444	10.601	1.024	1.057
July	6.854	7.519	24.594	7.443	404.098	139.174	4.768	0.850	4.9396	10.575	0.988	1.018
Aug.	6.888	7.514	24.568	7.439	402.097	136.855	4.723	0.845	4.8943	10.502	0.969	1.013
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2022 Aug.	0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.5	-1.7	-0.9	-0.5	-0.9	-0.7	-1.9	-0.5
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2022 Aug.	-9.6	0.2	-3.5	0.0	14.3	5.9	3.4	-0.9	-0.6	2.8	-10.0	-14.0

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2021 Q2	30,370.3	30,636.0	-265.7	11,452.5	9,464.6	12,014.7	14,001.3	-132.2	6,166.3	7,170.0	869.0	15,355.3
Q3	31,110.8	31,299.4	-188.6	11,679.4	9,453.6	12,221.4	14,320.8	-101.1	6,308.8	7,525.0	1,002.4	15,751.1
Q4	32,052.2	32,154.3	-102.1	11,830.2	9,718.7	12,838.5	14,644.5	-92.1	6,418.5	7,791.1	1,057.0	15,990.0
2022 Q1	32,080.1	32,085.7	-5.6	11,902.4	9,882.7	12,315.5	14,048.4	-55.9	6,815.3	8,154.5	1,102.8	16,415.9
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2022 Q1	255.2	255.2	0.0	94.7	78.6	98.0	111.7	-0.4	54.2	64.9	8.8	130.6
Transactions												
2021 Q3	382.7	299.5	83.2	44.6	-62.3	126.2	70.2	24.1	64.7	291.6	123.1	-
Q4	168.9	141.7	27.2	-16.0	-68.6	140.6	22.4	44.6	-3.2	187.9	2.9	-
2022 Q1	364.4	350.5	13.9	48.4	22.5	-21.0	11.6	-5.3	342.7	316.4	-0.4	-
Q2	-55.9	-63.8	8.0	55.3	-14.5	-110.7	-159.1	0.1	-2.9	109.7	2.3	-
2022 Jan.	262.0	232.9	29.1	53.5	54.7	48.3	-25.3	2.7	159.6	203.5	-2.1	-
Feb.	114.8	114.8	0.0	13.7	-17.7	-26.4	6.8	-3.8	129.5	125.8	1.7	-
Mar.	-12.3	2.8	-15.1	-18.8	-14.5	-43.0	30.1	-4.3	53.6	-12.9	0.1	-
Apr.	-13.3	25.6	-39.0	48.5	18.7	-52.0	-64.7	12.8	-21.9	71.6	-0.7	-
May	17.6	4.4	13.1	26.1	-16.0	-45.2	-98.0	-2.7	38.2	118.5	1.2	-
June	-60.1	-93.9	33.8	-19.3	-17.2	-13.5	3.6	-9.9	-19.2	-80.3	1.8	-
12-month cumulated transactions												
2022 June	860.2	727.9	132.3	132.3	-123.0	135.1	-54.8	63.5	401.3	905.7	128.0	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2022 June	6.7	5.7	1.0	1.0	-1.0	1.1	-0.4	0.5	3.1	7.1	1.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates 1)

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1			M2-M1			Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	7	8	9	10	11	12
	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															
2019	1,222.4	7,721.9	8,944.3	1,069.7	2,364.2	3,433.9	12,378.2	79.3	528.8	-1.4	606.6	12,984.8			
2020	1,360.8	8,886.2	10,247.0	1,034.9	2,450.1	3,485.0	13,731.9	101.5	636.5	-0.7	737.2	14,469.2			
2021	1,464.8	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.6	12.1	788.2	15,484.8			
2021 Q3	1,444.6	9,617.8	11,062.4	903.2	2,493.4	3,396.6	14,459.0	120.6	600.9	38.6	760.1	15,219.1			
Q4	1,464.8	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.6	12.1	788.2	15,484.8			
2022 Q1	1,525.0	9,938.9	11,463.9	936.3	2,519.9	3,456.2	14,920.2	123.0	593.2	32.2	748.4	15,668.6			
Q2	1,530.4	10,040.2	11,570.6	970.8	2,528.0	3,498.8	15,069.5	113.6	606.7	60.0	780.2	15,849.7			
2022 Feb.	1,494.0	9,913.6	11,407.6	931.8	2,520.3	3,452.1	14,859.7	131.1	590.7	24.7	746.4	15,606.1			
Mar.	1,525.0	9,938.9	11,463.9	936.3	2,519.9	3,456.2	14,920.2	123.0	593.2	32.2	748.4	15,668.6			
Apr.	1,524.4	9,965.2	11,489.7	954.6	2,519.0	3,473.6	14,963.3	115.3	602.3	49.6	767.1	15,730.4			
May	1,528.7	10,007.6	11,536.2	935.3	2,524.7	3,460.0	14,996.2	124.2	600.2	43.7	768.2	15,764.4			
June	1,530.4	10,040.2	11,570.6	970.8	2,528.0	3,498.8	15,069.5	113.6	606.7	60.0	780.2	15,849.7			
July ^(p)	1,534.2	10,088.4	11,622.6	1,005.5	2,536.3	3,541.9	15,164.4	126.7	585.3	60.4	772.5	15,936.9			
Transactions															
2019	57.7	604.8	662.5	-61.6	62.4	0.8	663.3	4.2	-4.1	-58.5	-58.3	605.0			
2020	138.4	1,250.1	1,388.5	-28.9	86.7	57.8	1,446.3	19.5	113.7	0.1	133.4	1,579.7			
2021	105.3	901.6	1,006.8	-118.5	67.2	-51.3	955.5	12.0	22.7	10.0	44.7	1,000.3			
2021 Q3	25.1	254.5	279.6	-34.4	11.7	-22.6	257.0	5.7	-12.8	9.9	2.8	259.8			
Q4	21.2	190.9	212.1	16.9	14.4	31.3	243.4	-3.5	57.7	-29.7	24.5	267.9			
2022 Q1	60.2	134.5	194.7	12.1	9.9	22.0	216.7	5.1	-65.2	20.1	-40.0	176.7			
Q2	5.4	82.2	87.6	28.8	8.4	37.2	124.7	-10.7	13.3	24.8	27.4	152.2			
2022 Feb.	12.0	83.4	95.4	-13.1	7.6	-5.5	89.9	1.5	-24.5	-4.4	-27.4	62.5			
Mar.	31.0	24.0	55.0	4.6	-0.9	3.7	58.7	-8.2	2.6	7.5	2.0	60.7			
Apr.	-0.5	10.1	9.5	13.4	-0.6	12.8	22.3	-8.7	8.9	15.5	15.7	38.0			
May	4.2	47.9	52.2	-17.5	5.7	-11.7	40.4	9.3	-2.1	-5.4	1.8	42.2			
June	1.7	24.2	25.9	32.8	3.2	36.1	62.0	-11.2	6.5	14.7	9.9	71.9			
July ^(p)	3.7	37.7	41.4	31.2	8.2	39.4	80.8	12.1	-21.4	0.1	-9.2	71.6			
Growth rates															
2019	5.0	8.5	8.0	-5.4	2.7	0.0	5.7	5.5	-0.8	-	-8.8	4.9			
2020	11.3	16.2	15.6	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.6	-	22.0	12.2			
2021	7.7	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9			
2021 Q3	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.7	1.0	-	7.5	7.6			
Q4	7.7	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9			
2022 Q1	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	74.3	-0.2	6.2			
Q2	7.9	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.8	-1.1	77.3	2.0	5.7			
2022 Feb.	7.8	9.3	9.1	-6.8	2.3	-0.3	6.8	17.1	-4.2	-9.3	-1.3	6.4			
Mar.	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	74.3	-0.2	6.2			
Apr.	8.8	8.1	8.2	-2.8	1.7	0.4	6.3	1.3	-1.8	71.8	1.3	6.1			
May	8.4	7.8	7.9	-3.7	1.8	0.3	6.1	10.5	-2.2	16.5	0.6	5.8			
June	7.9	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.8	-1.1	77.3	2.0	5.7			
July ^(p)	7.5	6.6	6.7	6.3	2.1	3.3	5.9	3.9	-5.3	37.5	-1.4	5.5			

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2019	2,483.9	2,070.3	256.7	150.5	6.4	7,044.4	4,399.1	492.0	2,152.4	1.0	1,026.5	215.7	464.7
2020	2,976.1	2,522.8	309.9	140.1	3.2	7,663.7	4,965.2	437.3	2,260.4	0.9	1,097.0	234.6	501.2
2021	3,244.4	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.9	228.4	551.6
2021 Q3	3,155.5	2,731.4	283.8	130.8	9.6	8,025.8	5,319.1	388.9	2,317.2	0.7	1,210.6	227.4	515.6
Q4	3,244.4	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.9	228.4	551.6
2022 Q1	3,269.8	2,841.9	287.3	129.8	10.8	8,189.8	5,480.1	358.0	2,350.6	1.1	1,272.4	230.5	555.7
Q2	3,296.4	2,851.5	303.1	130.5	11.2	8,243.9	5,532.0	353.2	2,358.0	0.6	1,305.4	230.1	576.8
2022 Feb.	3,265.6	2,842.6	284.7	126.6	11.6	8,170.2	5,457.7	360.8	2,350.8	1.0	1,280.5	234.8	545.7
Mar.	3,269.8	2,841.9	287.3	129.8	10.8	8,189.8	5,480.1	358.0	2,350.6	1.1	1,272.4	230.5	555.7
Apr.	3,278.5	2,841.6	297.9	129.5	9.6	8,202.8	5,495.4	357.2	2,349.3	1.0	1,282.3	224.4	566.1
May	3,280.8	2,853.7	286.3	130.3	10.4	8,235.3	5,524.4	354.5	2,355.6	0.7	1,275.9	231.1	568.7
June	3,296.4	2,851.5	303.1	130.5	11.2	8,243.9	5,532.0	353.2	2,358.0	0.6	1,305.4	230.1	576.8
July ^(p)	3,326.4	2,867.8	318.6	130.1	9.9	8,294.1	5,572.6	353.5	2,367.3	0.7	1,333.1	242.6	560.8
Transactions													
2019	149.5	167.0	-18.9	1.8	-0.4	396.1	361.2	-26.3	61.7	-0.5	25.1	9.8	29.3
2020	515.9	469.8	55.8	-6.8	-2.9	611.8	560.4	-53.8	105.3	0.0	142.6	20.4	36.7
2021	254.4	279.6	-21.3	-6.9	3.0	423.5	411.2	-65.1	77.5	-0.2	144.3	-8.2	48.2
2021 Q3	60.8	69.0	-8.0	-1.2	0.9	108.6	111.6	-18.3	15.4	-0.1	44.3	1.9	21.9
Q4	85.1	84.8	5.7	-2.3	-3.1	60.4	59.3	-16.1	17.2	0.1	38.1	2.4	32.7
2022 Q1	19.7	18.3	-3.9	1.1	4.2	100.3	98.5	-11.0	12.3	0.4	35.0	2.3	4.3
Q2	14.3	0.4	13.2	0.6	0.1	51.7	50.0	-5.6	7.8	-0.5	22.2	-0.6	21.0
2022 Feb.	25.2	33.9	-9.5	-0.5	1.4	37.0	32.6	-3.4	7.6	0.2	12.4	-3.8	8.5
Mar.	-3.8	-6.5	2.4	1.2	-0.9	19.3	22.1	-2.8	-0.2	0.2	-3.3	-2.8	10.2
Apr.	-0.1	-6.6	8.4	-0.5	-1.5	10.2	12.8	-1.5	-0.9	-0.2	0.5	-6.8	10.3
May	4.1	13.0	-10.6	0.9	0.9	34.4	30.7	-2.4	6.4	-0.3	-2.7	7.0	2.6
June	10.3	-6.0	15.4	0.2	0.7	7.1	6.5	-1.6	2.3	-0.1	24.3	-0.8	8.0
July ^(p)	25.6	13.5	14.0	-0.4	-1.4	46.7	37.4	0.0	9.2	0.1	21.4	11.6	-16.1
Growth rates													
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.5	6.0	8.9	-5.1	3.0	-35.6	2.5	4.8	6.7
2020	20.8	22.7	21.6	-4.5	-47.0	8.7	12.7	-10.9	4.9	-5.2	14.3	9.4	7.9
2021	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.1	-3.5	9.6
2021 Q3	7.1	10.3	-12.1	-5.4	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	15.0	-6.8	9.1
Q4	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.1	-3.5	9.6
2022 Q1	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.3	2.6	27.6	13.4	5.7	12.7
Q2	5.8	6.5	2.4	-1.2	23.1	4.1	6.1	-12.6	2.3	-15.9	12.0	2.8	16.1
2022 Feb.	8.0	9.9	-4.1	-4.9	96.1	5.1	7.7	-14.6	2.9	1.6	14.5	2.0	10.0
Mar.	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.3	2.6	27.6	13.4	5.7	12.7
Apr.	6.9	8.3	-0.8	-4.1	22.0	4.4	6.9	-13.8	2.2	8.1	12.3	-1.1	14.3
May	6.5	8.1	-4.4	-2.5	40.5	4.4	6.7	-13.2	2.4	-13.6	10.7	0.4	15.1
June	5.8	6.5	2.4	-1.2	23.1	4.1	6.1	-12.6	2.3	-15.9	12.0	2.8	16.1
July ^(p)	6.1	6.1	9.3	-1.0	16.5	4.2	6.2	-10.8	2.5	-5.1	11.7	5.8	11.8

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds					
					Total	Adjusted loans ²⁾	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts																
2019	4,654.5	989.2	3,653.5	13,856.8	11,446.4	11,835.1	4,474.3	5,930.1	891.0	151.0	1,560.5	849.9				
2020	5,914.6	998.8	4,903.9	14,333.2	11,919.8	12,299.4	4,708.3	6,132.0	911.7	167.8	1,548.2	865.3				
2021	6,552.1	997.2	5,553.1	14,813.8	12,341.5	12,726.4	4,863.8	6,372.5	943.7	161.5	1,583.3	889.0				
2021 Q3	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.0	12,182.5	12,536.2	4,769.9	6,316.1	951.8	144.7	1,531.9	896.6				
Q4	6,552.1	997.2	5,553.1	14,813.8	12,341.5	12,726.4	4,863.8	6,372.5	943.7	161.5	1,583.3	889.0				
2022 Q1	6,553.9	1,002.7	5,548.5	15,022.6	12,562.1	12,691.8	4,917.1	6,471.9	1,020.0	153.0	1,593.7	866.8				
Q2	6,513.6	1,002.0	5,487.5	15,182.0	12,791.5	12,930.4	5,017.9	6,555.0	1,054.2	164.3	1,561.1	829.4				
2022 Feb.	6,562.2	996.5	5,563.0	14,946.5	12,507.7	12,656.5	4,885.9	6,444.2	1,007.4	170.2	1,560.3	878.5				
Mar.	6,553.9	1,002.7	5,548.5	15,022.6	12,562.1	12,691.8	4,917.1	6,471.9	1,020.0	153.0	1,593.7	866.8				
Apr.	6,526.0	1,004.2	5,497.0	15,072.0	12,631.8	12,780.0	4,943.8	6,491.5	1,035.7	160.8	1,600.8	839.5				
May	6,507.2	999.8	5,482.6	15,112.1	12,704.9	12,842.3	4,974.3	6,522.2	1,045.2	163.3	1,556.8	850.4				
June	6,513.6	1,002.0	5,487.5	15,182.0	12,791.5	12,930.4	5,017.9	6,555.0	1,054.2	164.3	1,561.1	829.4				
July ^(p)	6,539.7	998.4	5,517.1	15,247.0	12,851.3	12,987.1	5,067.6	6,577.8	1,046.5	159.4	1,565.5	830.2				
Transactions																
2019	-88.4	-23.2	-65.6	449.6	376.1	422.9	115.0	200.3	40.6	20.2	30.2	43.4				
2020	1,042.0	13.5	1,028.3	737.1	538.1	559.0	288.2	209.1	23.9	16.9	170.8	28.2				
2021	667.2	-0.5	677.3	563.2	474.5	507.7	176.7	261.6	45.5	-9.4	79.4	9.3				
2021 Q3	152.2	-4.7	156.9	130.5	116.5	119.5	40.3	65.7	17.5	-7.0	9.2	4.8				
Q4	201.1	-1.1	202.0	228.9	174.9	225.4	98.5	60.5	-0.4	16.4	62.7	-8.7				
2022 Q1	94.0	4.8	89.2	190.6	183.6	169.4	45.2	72.8	74.1	-8.5	23.6	-16.5				
Q2	76.5	-0.7	77.2	206.9	231.1	249.6	96.9	87.0	35.8	11.3	-19.9	-4.3				
2022 Feb.	52.0	4.1	47.9	47.7	48.6	59.3	13.5	18.4	19.3	-2.6	2.7	-3.5				
Mar.	29.2	5.9	23.3	80.1	55.9	41.9	25.0	28.8	18.7	-16.6	36.0	-11.8				
Apr.	16.8	1.6	14.6	68.0	63.2	82.9	23.5	20.6	11.6	7.5	10.0	-5.1				
May	21.5	-4.5	25.9	54.7	84.3	72.9	30.6	31.9	18.9	2.9	-42.2	12.6				
June	38.2	2.2	36.7	84.2	83.7	93.8	42.9	34.6	5.3	0.9	12.3	-11.8				
July ^(p)	-23.5	-3.7	-19.8	45.7	51.8	51.7	46.7	20.5	-9.9	-5.6	-4.7	-1.3				
Growth rates																
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.0	2.0	5.5				
2020	22.2	1.4	27.8	5.4	4.7	4.7	6.4	3.5	2.7	10.3	11.4	3.4				
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.0	-4.5	5.3	1.1				
2021 Q3	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.2	1.7	4.3	5.7	-10.1	3.0	7.3				
Q4	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.0	-4.5	5.3	1.1				
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.5	-1.1	6.6	-1.7				
Q2	8.5	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	5.9	4.6	13.6	8.0	5.0	-2.8				
2022 Feb.	10.7	0.0	12.8	4.3	4.6	4.8	3.9	4.4	8.2	11.1	4.5	-0.1				
Mar.	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.5	-1.1	6.6	-1.7				
Apr.	9.6	0.4	11.4	4.7	4.8	5.3	4.5	4.3	10.1	3.7	7.5	-1.7				
May	8.9	-0.2	10.7	4.8	5.2	5.7	5.0	4.4	12.0	2.4	4.8	-1.1				
June	8.5	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	5.9	4.6	13.6	8.0	5.0	-2.8				
July ^(p)	7.0	-0.9	8.5	5.2	5.9	6.3	6.6	4.5	12.2	4.8	4.4	-2.7				

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾				Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outstanding amounts									
2019	4,474.3	4,576.5	966.7	877.5	2,630.1	5,930.1	6,221.7	720.1	4,523.5
2020	4,708.3	4,829.7	897.2	1,009.7	2,801.4	6,132.0	6,400.5	700.6	4,724.7
2021	4,863.8	4,994.8	888.7	1,006.4	2,968.6	6,372.5	6,635.8	698.2	4,970.9
2021 Q3	4,769.9	4,884.9	834.3	971.1	2,964.4	6,316.1	6,574.4	696.6	4,914.4
Q4	4,863.8	4,994.8	888.7	1,006.4	2,968.6	6,372.5	6,635.8	698.2	4,970.9
2022 Q1	4,917.1	4,891.5	911.4	1,002.2	3,003.6	6,471.9	6,671.8	701.0	5,063.2
Q2	5,017.9	4,994.1	948.7	1,027.7	3,041.5	6,555.0	6,745.8	707.4	5,140.2
2022 Feb.	4,885.9	4,858.5	899.5	998.8	2,987.6	6,444.2	6,643.9	701.0	5,036.3
Mar.	4,917.1	4,891.5	911.4	1,002.2	3,003.6	6,471.9	6,671.8	701.0	5,063.2
Apr.	4,943.8	4,922.3	924.0	1,012.0	3,007.8	6,491.5	6,697.1	702.8	5,082.1
May	4,974.3	4,944.7	934.5	1,016.1	3,023.6	6,522.2	6,725.0	705.6	5,109.7
June	5,017.9	4,994.1	948.7	1,027.7	3,041.5	6,555.0	6,745.8	707.4	5,140.2
July ^(p)	5,067.6	5,039.4	959.6	1,041.9	3,066.1	6,577.8	6,765.4	708.2	5,162.8
Transactions									
2019	115.0	142.5	-13.0	44.8	83.2	200.3	216.2	41.0	168.5
2020	288.2	325.3	-54.1	138.7	203.6	209.1	193.0	-11.8	210.7
2021	176.7	208.6	-1.3	2.8	175.2	261.6	266.6	10.7	255.0
2021 Q3	40.3	44.6	4.1	2.0	34.2	65.7	67.4	4.1	64.0
Q4	98.5	127.6	55.9	37.1	5.5	60.5	71.0	6.5	55.7
2022 Q1	45.2	53.7	18.8	-4.7	31.2	72.8	83.0	5.1	65.2
Q2	96.9	104.6	37.5	22.9	36.5	87.0	78.2	7.8	76.9
2022 Feb.	13.5	13.2	8.7	-1.4	6.2	18.4	29.5	3.8	13.7
Mar.	25.0	32.9	9.8	3.3	11.9	28.8	29.4	0.3	27.0
Apr.	23.5	27.3	11.4	7.8	4.3	20.6	25.0	2.4	18.5
May	30.6	22.8	12.2	4.6	13.8	31.9	29.6	3.2	28.1
June	42.9	54.6	13.9	10.6	18.4	34.6	23.6	2.2	30.3
July ^(p)	46.7	44.2	8.7	14.4	23.7	20.5	18.1	1.0	22.2
Growth rates									
2019	2.6	3.2	-1.3	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9
2020	6.4	7.1	-5.7	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7
2021	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4
2021 Q3	1.7	2.1	-8.6	-3.5	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6
Q4	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4
2022 Q1	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4
Q2	5.9	6.9	14.0	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4
2022 Feb.	3.9	4.6	1.5	0.1	6.0	4.4	4.4	2.3	5.4
Mar.	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4
Apr.	4.5	5.4	5.7	1.9	5.1	4.3	4.6	3.1	5.2
May	5.0	6.0	7.2	4.6	4.5	4.4	4.6	3.4	5.3
June	5.9	6.9	14.0	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4
July ^(p)	6.6	7.7	15.4	7.5	3.8	4.5	4.5	3.3	5.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

Central government holdings ²⁾	MFI liabilities					Net external assets	MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						Other			
	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2019	363.4	7,055.1	1,944.5	50.2	2,155.2	2,905.3	1,474.7	417.4	178.9	187.2
2020	744.6	6,961.4	1,914.8	42.1	1,991.8	3,012.7	1,437.6	489.8	130.1	139.2
2021	797.1	6,889.8	1,838.8	37.1	1,998.1	3,015.9	1,363.8	441.9	118.8	136.8
2021 Q3	690.8	6,856.6	1,850.7	38.6	1,975.9	2,991.4	1,375.6	415.2	139.0	146.0
Q4	797.1	6,889.8	1,838.8	37.1	1,998.1	3,015.9	1,363.8	441.9	118.8	136.8
2022 Q1	740.4	6,875.1	1,847.5	35.8	1,986.0	3,005.8	1,359.4	348.2	153.0	164.4
Q2	757.6	6,803.7	1,848.1	31.6	2,005.7	2,918.3	1,302.5	412.9	159.3	157.3
2022 Feb.	731.5	6,888.7	1,844.9	36.5	2,005.4	3,001.9	1,374.3	343.4	166.0	159.4
Mar.	740.4	6,875.1	1,847.5	35.8	1,986.0	3,005.8	1,359.4	348.2	153.0	164.4
Apr.	768.6	6,894.2	1,845.5	35.6	2,014.9	2,998.2	1,358.3	436.8	180.7	171.7
May	725.3	6,803.4	1,847.3	32.2	1,985.9	2,937.9	1,240.6	433.1	178.3	170.8
June	757.6	6,803.7	1,848.1	31.6	2,005.7	2,918.3	1,302.5	412.9	159.3	157.3
July ^(p)	735.1	6,848.8	1,837.1	31.2	1,998.4	2,982.1	1,316.2	417.9	169.7	159.1
Transactions										
2019	-25.0	107.2	-5.5	-2.9	28.0	87.6	311.8	14.2	-2.7	-2.5
2020	316.3	-34.8	-14.9	-8.0	-101.1	89.1	-60.2	142.3	-48.8	-48.0
2021	53.1	-36.1	-74.8	-5.0	-39.8	83.5	-120.5	-92.6	-11.3	-2.3
2021 Q3	10.8	0.6	-18.6	-1.5	8.2	12.5	-43.6	32.1	15.3	11.5
Q4	106.7	10.0	-13.5	-1.6	6.1	18.9	-71.3	25.9	-20.2	-9.2
2022 Q1	-53.2	-42.2	-21.6	-1.3	-28.7	9.3	-25.7	-177.6	34.0	34.7
Q2	17.1	29.8	-3.2	-4.1	-16.2	53.4	-70.3	-13.9	7.6	-7.1
2022 Feb.	7.9	-21.1	-13.9	-0.3	-6.3	-0.7	-9.3	-41.1	0.5	0.7
Mar.	8.4	-11.8	2.3	-0.7	-25.4	11.9	-14.4	-37.8	-12.9	5.0
Apr.	28.1	26.9	-5.1	-0.2	1.5	30.6	-32.1	40.3	27.7	7.3
May	-43.3	-13.4	2.9	-3.4	-19.9	7.0	-72.4	-18.3	-1.1	-0.9
June	32.3	16.4	-1.1	-0.6	2.3	15.8	34.1	-35.9	-19.0	-13.5
July ^(p)	-22.4	-11.3	-12.9	-0.5	-16.4	18.4	-12.7	28.4	10.4	1.8
Growth rates										
2019	-6.4	1.6	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	87.4	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q3	-12.9	-0.7	-3.6	-9.9	-4.4	3.8	-	-	-0.6	-0.9
Q4	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.7	-0.7	-4.0	-13.1	-1.9	2.3	-	-	20.1	31.9
Q2	12.0	0.0	-3.0	-21.3	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
2022 Feb.	6.2	-0.6	-4.6	-11.9	-0.8	2.3	-	-	14.0	14.3
Mar.	5.7	-0.7	-4.0	-13.1	-1.9	2.3	-	-	20.1	31.9
Apr.	7.4	-0.1	-3.3	-13.3	-1.7	3.1	-	-	35.9	36.7
May	4.5	0.0	-3.1	-20.8	-1.8	3.5	-	-	34.5	36.4
June	12.0	0.0	-3.0	-21.3	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
July ^(p)	7.6	-0.2	-3.3	-21.0	-2.7	3.9	-	-	28.0	24.8

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	
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.7	-1.0	0.0	0.0	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.1	-5.0	-0.1	0.0	-0.1	-3.6
2021 Q2	-6.8	.	.	.	.	-5.3
Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.6
2022 Q1	-3.9	.	.	.	.	-2.4

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue					Expenditure							Capital expenditure						
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits					
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7						
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.6	22.4	3.8						
2020	46.5	46.1	12.9	12.7	15.6	0.5	53.6	49.1	10.7	5.9	1.5	25.5	4.5						
2021	47.3	46.6	13.3	13.2	15.3	0.7	52.4	47.7	10.3	6.0	1.5	24.2	4.8						
2021 Q2	46.5	46.0	12.8	12.9	15.5	0.6	53.3	48.6	10.5	6.0	1.5	24.9	4.7						
Q3	46.8	46.1	13.0	13.0	15.4	0.7	52.9	48.2	10.4	6.0	1.4	24.6	4.7						
Q4	47.4	46.6	13.3	13.2	15.3	0.7	52.5	47.7	10.3	6.0	1.5	24.2	4.8						
2022 Q1	47.3	46.6	13.3	13.3	15.2	0.7	51.2	46.5	10.1	5.9	1.5	23.8	4.7						

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
2018	85.8	3.1	13.7	69.0	48.2	32.5	37.6	8.2	77.7	16.1	28.3	41.4	84.4	1.5
2019	83.8	3.0	12.9	67.9	45.5	30.7	38.3	7.7	76.1	15.7	27.7	40.5	82.5	1.3
2020	97.2	3.2	14.2	79.9	54.5	39.1	42.7	11.3	85.9	19.1	31.5	46.6	95.5	1.7
2021	95.6	3.0	13.6	79.0	55.7	41.8	39.8	10.0	85.6	17.9	31.0	46.6	94.2	1.4
2021 Q2	98.2	3.1	13.9	81.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.6	3.0	13.9	80.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.7	3.0	13.7	79.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95.6	3.0	13.4	79.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

	Change in debt-to- GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest- growth differential	Memo item: Borrowing requirement		
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other				
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8		
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9		
2020	13.4	5.6	2.1	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.4	0.0	5.7	9.6		
2021	-1.6	3.6	0.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-5.3	5.2		
2021 Q2	3.4	5.3	-1.3	-0.5	-1.0	0.4	0.0	0.2	-0.3	-0.5	-0.5	5.7		
Q3	0.6	4.7	-1.2	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.3	-0.5	-2.9	5.2		
Q4	-1.7	3.6	0.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-5.3	5.2		
2022 Q1	-4.4	2.4	0.5	0.9	0.5	0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.3	-7.3	4.5		

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

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

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

6.5 Government debt securities¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions			
			Maturities of up to 3 months		Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption	
							6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5									
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1	
2020	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021	14.2	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2021 Q2	14.5	13.1	4.8	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
Q3	14.6	13.2	4.4	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	
Q4	14.2	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2022 Q1	14.7	13.5	5.0	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4	
2022 Feb.	14.1	12.9	5.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.5	
Mar.	14.7	13.5	5.0	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4	
Apr.	14.3	13.1	4.5	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	-0.1	0.5	
May	14.5	13.3	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	0.0	0.5	
June	14.7	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.0	-0.2	1.9	1.7	0.1	0.4	
July	14.3	13.0	4.5	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.7	0.2	0.5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.6	-5.1	-10.2	-10.3	-8.9	-9.6	-5.8	
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.9	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q2	-6.5	-5.0	-4.3	-4.3	-11.0	-8.4	-8.2	-8.9	-6.4	
Q3	-6.9	-4.3	-3.9	-3.1	-9.8	-7.8	-7.9	-8.0	-4.7	
Q4	-5.5	-3.7	-2.4	-1.7	-7.4	-6.9	-6.4	-7.2	-1.7	
2022 Q1	-5.5	-2.6	-1.7	-0.1	-5.0	-5.4	-5.0	-6.4	-0.1	
Government debt										
2018	99.8	61.2	8.2	63.1	186.4	100.5	97.8	134.4	98.4	
2019	97.7	58.9	8.6	57.2	180.7	98.3	97.4	134.1	91.1	
2020	112.8	68.7	19.0	58.4	206.3	120.0	114.6	155.3	115.0	
2021	108.2	69.3	18.1	56.0	193.3	118.4	112.9	150.8	103.6	
2021 Q2	113.8	69.6	19.6	58.9	207.5	122.7	113.7	155.7	111.4	
Q3	111.5	69.3	19.7	57.4	201.6	121.7	115.0	154.6	109.0	
Q4	108.4	69.3	18.1	55.3	193.3	118.4	112.5	150.8	103.6	
2022 Q1	107.9	68.2	17.6	53.1	189.3	117.7	114.4	152.6	104.9	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Finland	
	10	11	12	13	14	15	16	17	19	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.3	0.6	1.7	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.3	-3.4	-9.5	-3.7	-8.0	-5.8	-7.8	-5.5	-5.5
2021	-7.3	-1.0	0.9	-8.0	-2.5	-5.9	-2.8	-5.2	-6.2	-2.6
2021 Q2	-7.7	-5.4	-0.5	-7.7	-3.9	-9.3	-5.9	-6.6	-6.5	-5.0
Q3	-6.3	-3.5	-0.2	-8.0	-3.6	-7.9	-4.0	-6.5	-5.9	-4.4
Q4	-7.3	-1.0	0.9	-7.9	-2.6	-5.9	-2.8	-5.2	-6.2	-2.7
2022 Q1	-5.1	0.0	0.8	-8.0	-1.5	-3.9	-1.5	-4.1	-5.4	-2.0
Government debt										
2018	37.1	33.7	20.8	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.6	59.8
2019	36.7	35.9	22.3	40.7	48.5	70.6	116.6	65.6	48.1	59.6
2020	43.3	46.6	24.8	53.4	54.3	83.3	135.2	79.8	59.7	69.0
2021	44.8	44.3	24.4	57.0	52.1	82.8	127.4	74.7	63.1	65.8
2021 Q2	43.2	44.6	26.1	58.8	54.5	86.4	135.3	80.1	61.1	74.5
Q3	43.5	45.1	25.3	56.3	52.8	84.5	130.6	79.7	61.2	73.8
Q4	44.8	44.3	24.3	56.4	52.4	83.0	127.4	74.7	63.1	72.3
2022 Q1	42.8	40.4	22.3	57.6	50.7	84.1	127.0	75.1	62.4	71.9

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2022

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 7. september 2022.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-22-006-SL-N (pdf)