

Ekonomski Bilten

številka 8 / 2020

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	8
2 Finančna gibanja	16
3 Gospodarska aktivnost	23
4 Cene in stroški	29
5 Denar in krediti	35
6 Javnofinančna gibanja	43
Okvirji	47
1 Brazgotine, ki so jih v svetovnem gospodarstvu pustile pretekle krize	47
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 22. julija do 3. novembra 2020	54
3 Ocenjevanje kratkoročnih gospodarskih gibanj v času pandemije COVID-19	60
4 Razumevanje posledic pandemije COVID-19 s pomočjo uvozno prilagojene razčlenitve skupnega povpraševanja v euroobmočju	65
5 Gibanja v turističnem sektorju med pandemijo COVID-19	70
6 Dolgoročni vpliv pandemije: ugotovitve iz ankete med vodilnimi podjetji	74
7 Ocenjevanje dinamike plač med pandemijo COVID-19: so nam podatki o dogovorjenih plačah lahko v pomoč?	78
8 Osnutki proračunskih načrtov za leto 2021: ocena v času krize zaradi koronavirusa	82
Članki	86
1 The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia	86
2 The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market	106
3 The digital economy and the euro area	129
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 10. decembra 2020 sklenil, da na novo kalibrira instrumente denarne politike. Medtem ko je bil odboj gospodarske aktivnosti v tretjem četrtletju močnejši od pričakovanega, obeti glede uvedbe cepiva pa so spodbudni, pandemija koronavirusa (COVID-19) še naprej predstavlja resno tveganje za javno zdravje ter za gospodarstvo v euroobmočju in na svetovni ravni. Ponoven porast števila primerov COVID-19 in s tem povezani zaježitveni ukrepi precej omejujejo gospodarsko aktivnost v euroobmočju, ki se je v zadnjem četrtletju 2020 po pričakovanjih zmanjšala. Medtem ko se aktivnost v predelovalnih dejavnostih še naprej dobro drži, pa aktivnost v storitvenih dejavnostih hudo zavirata povečanje stopnje okužb ter novo omejevanje socialnih stikov in gibanja. Inflacija ostaja zelo nizka v okolju šibkega povpraševanja ter precejsnjih prostih zmogljivosti na trgu dela in trgu proizvodov. Najnovejši podatki in decembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema na splošno nakazujejo izrazitejši vpliv pandemije na gospodarstvo v bližnji prihodnosti ter bolj dolgotrajno obdobje šibke inflacije, kot je bilo sprva predvideno. V takšnih razmerah je Svet ECB na seji 10. decembra 2020 sklenil, da na novo kalibrira instrumente denarne politike.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 10. decembra 2020

Svetovno gospodarstvo je v tretjem četrtletju 2020 zabeležilo močan odboj, čemur je na začetku zadnjega četrtletja sledilo nadaljevanje zagona rasti, toda zaviralni dejavniki obremenjujejo gospodarske obete v bližnji prihodnosti. Čeprav so nedavne novice o razvoju učinkovitih cepiv proti koronavirusu spodbudile optimizem na finančnih trgih, pandemija še vedno obremenjuje kratkoročne obete za svetovno gospodarstvo. V odziv na hitro naraščanje števila novih okužb, zlasti v razvitih gospodarstvih, so bili ponovno uvedeni zaježitveni ukrepi, čeprav se zdi, da ti ukrepi manj ovirajo gospodarsko aktivnost kot tisti, ki so bili uvedeni v prvem valu pandemije. Po decembridskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo svetovni BDP (brez euroobmočja) letos realno skrčil za 3,0%, nato pa v letu 2021 povečal za 5,8%, v letu 2022 za 3,9%, v letu 2023 pa za 3,6%. Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) se je v letu 2020 skrčila izraziteje kot realni BDP, vendar bo v letu 2021 predvidoma zabeležila tudi močnejši odboj. To je predvsem odraz izrazitejše procikličnosti trgovinske menjave, zlasti v času gospodarskih upadov. Negativne posledice bodo v kontekstu nedavnega vnovičnega vzpona števila okužb predvidoma manj hude. Ravnovesje tveganj v svetovnih gospodarskih obetih je po ocenah manj negativno, kot je bilo sprva pričakovano, saj je zaradi novic o več uporabnih cepiv manj verjetno, da se bo uresničil zaostreni scenarij.

Gledano v celoti so se finančni pogoji v euroobmočju od septembridske seje

Sveta ECB še nekoliko ublažili ob izboljšanem dojemanju tveganj zaradi pozitivnih novic o cepivih. V obravnavanem obdobju (od 10. septembra do 9.

decembra 2020) je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA nekoliko nihala, vendar je v bistvu ostala večinoma nespremenjena. To je odraz zaskrbljenosti zaradi pospešenega širjenja COVID-19 v Evropi na eni strani ter pozitivnih novic o cepivih na drugi strani. Krivulja je na krajšem koncu še vedno rahlo vbočena. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic in razmiki so se v euroobmočju v tem obdobju precej zmanjšali ob pričakovanjih o nadaljnji podpori s strani javnofinančne in denarne politike ter ob globalnem izboljšanju dojemanja tveganj, k čemur so prispevale predvsem novice o uspešnem testiranju cepiv. Cene tveganega finančnega premoženja so se posledično zvišale. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo depreciiral.

Po strmem zmanjšanju v prvi polovici leta 2020 je realni BDP v euroobmočju zabeležil močan odboj, saj je v tretjem četrtletju porasel za 12,5% glede na predhodno četrtletje, vendar je ostal precej pod ravnijo iz časa pred pandemijo. K precejnjemu ponovnemu upadu gospodarske aktivnosti v zadnjem četrtletju bosta predvidoma prispevala drugi val pandemije in s tem povezana zaostritev zajezitvenih ukrepov, ki smo ji priča od sredine oktobra dalje, vendar bo upad precej manjši, kot je bil v letošnjem drugem četrtletju. Gospodarska gibanja se v posameznih sektorjih še naprej razlikujejo, pri čemer imajo nove omejitve socialnih stikov in gibanja večji negativni vpliv na aktivnost v storitvenih dejavnostih kot na aktivnost v industrijskem sektorju. Čeprav javnofinančni ukrepi podpirajo gospodinjstva in podjetja, so potrošniki še naprej previdni zaradi pandemije in njenih možnih vplivov na zaposlenost in dohodke. Poleg tega šibke bilance podjetij in negotovi gospodarski obeti zavirajo podjetniške naložbe. Kar zadeva prihodnje obdobje, nedavni napredek pri razvoju cepiv proti koronavirusu vlivna večje zaupanje v predpostavko, da bo zdravstvena kriza postopoma rešena. Vseeno bo trajalo nekaj časa, preden bo dosežena prekuženost prebivalstva, medtem ko ni mogoče izključiti nadaljnjih izbruuhov okužb z negativnimi posledicami za javno zdravje in gospodarske obete. V srednjeročnem obdobju naj bi k okrejanju gospodarstva v euroobmočju prispevali ugodni pogoji financiranja, ekspanzivno naravnana javnofinančna politika in okrejanje povpraševanja, ko bodo zajezitveni ukrepi odpravljeni, negotovost pa se bo zmanjšala.

Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih decembra 2020 pripravili strokovnjaki Eurosistema. Po projekcijah bo medletna realna rast BDP znašala -7,3% v letu 2020,

3,9% v letu 2021, 4,2% v letu 2022 ter 2,1% v letu 2023. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili gospodarski obeti v kratkoročnem obdobju popravljeni navzdol, vendar naj bi gospodarska aktivnost v srednjeročnem obdobju večinoma okrevala in doseglja raven iz osnovnega scenarija v septembrskih projekcijah. Gledano v celoti tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti, vendar so postala manj izrazita. Medtem ko so novice o morebitnem začetku cepljenja spodbudne, so navzdol delujča tveganja še naprej povezana s posledicami pandemije za gospodarske in finančne razmere.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, novembra ostala nespremenjena na ravni -0,3%. Na podlagi dinamike cen naftne in upoštevajoč začasno znižanje davka na dodano vrednost v Nemčiji bo skupna inflacija do začetka leta 2021 verjetno ostala negativna. Zatem naj bi se zvišala, saj se bo začasno znižanje davka v Nemčiji izteklo, na inflacijo v skupini emergentov pa naj bi vplivali navzgor deluječi bazni učinki. Obenem bodo cenovni pritiski predvidoma ostali oslabljeni zaradi šibkega povpraševanja, zlasti v sektorjih turizma in potovanj, pa tudi zaradi šibkih plačnih pritiskov in zgodovinsko visoke ravni efektivnega tečaja eura. Ko bo zaviralni vpliv pandemije popustil, bo okrevanje povpraševanja ob podpori spodbujevalne javnofinančne in denarne politike ustvarjalo pritiske na rast inflacije v srednjeročnem obdobju. Tržni kazalniki in anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo na nizkih ravneh.

Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih decembra 2020 pripravili strokovnjaki Eureosistema, po katerih bo medletna inflacija znašala 0,2% v letu 2020, 1,0% v letu 2021, 1,1% v letu 2022 in 1,4% v letu 2023. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili inflacijski obeti za leti 2020 in 2022 popravljeni navzdol. Medletna inflacija brez emergentov in hrane bo po pričakovanjih znašala 0,7% v letu 2020, 0,8% v letu 2021 in 1,0% v letu 2022, nato pa se bo leta 2023 zvišala na 1,2%.

Pandemija koronavirusa še naprej vpliva na denarno dinamiko v euroobmočju. Rast širokega denarja (M3) je ostala oktobra 2020 približno nespremenjena in je znašala 10,5%. K močni rasti denarja prispevajo nadaljnji Eureosistemovi nakupi vrednostnih papirjev, ki so postali največji vir ustvarjanja denarja. Ob še vedno povečanem zanimanju za likvidnost in nizkih oportunitetnih stroških imetja najlikvidnejših oblik denarja k rasti širokega denarja še naprej največ prispeva ožji denarni agregat M1. Rast posojanja zasebnemu sektorju se je ustalila, vendar še vedno beleži višje stopnje rasti kot v obdobju pred pandemijo COVID-19. Medletna rast posojil nefinančnim družbam se je oktobra zmanjšala na 6,8%, potem ko je septembra znašala 7,1%. Do upočasnitve je prišlo v okolju zmanjševanja izrednih likvidnostnih potreb, šibkih naložb in bolj zaostrenih kreditnih pogojev za posojila podjetjem. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je oktobra znašala 3,1%, kar je enako kot septembra. Ukrepi, ki jih je sprejel Svet ECB – skupaj z ukrepi, ki so jih sprejele vlade posameznih držav in evropske institucije – so še naprej ključni pri zagotavljanju ugodnih pogojev bančnega posojanja in dostopa do financiranja, zlasti za tiste, ki so jih posledice pandemije najbolj prizadele.

Znatna javnofinančna podpora je ublažila precejšen negativen vpliv pandemije koronavirusa na realno gospodarstvo. Javnofinančni stroški podpore so v vseh državah euroobmočja zelo veliki, čeprav so med državami precejšnje razlike. Zaradi gospodarskega upada in javnofinančne podpore naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po projekcijah precej povečal, in sicer z 0,6% BDP v letu 2019 na 8,0% BDP v letu 2020, kot kažejo decembridske makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eureosistema. Zatem naj bi se stopnja primanjkljaja znižala na 6,1% BDP v letu 2021, na 3,9% v letu 2022 in na 3,0% v letu 2023. K izboljšanju naj bi prispevalo postopno sproščanje izrednih zajezitvenih ukrepov, medtem ko naj bi se ciklična komponenta

izraziteje izboljševala šele od leta 2022 dalje. Zaradi silovitega krčenja gospodarstva euroobmočja je še naprej ključno, da države izvajajo javnofinančne politike, ki so ambiciozne in medsebojno usklajene, čeprav bi morali biti sprejeti javnofinančni ukrepi ciljno usmerjeni in začasni. Obenem je zaradi šibkega povpraševanja podjetij in gospodinjstev ter povisanega tveganja, da bo do okrevanja ob novih omejevalnih ukrepih zaradi drugega vala pandemije prišlo kasneje, potrebna nadaljnja podpora s strani nacionalnih javnofinančnih politik. Sklad »EU naslednje generacije«, ki dopolnjuje javnofinančne ukrepe na nacionalni ravni, bo prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in bolj enotnemu okrevanju ter povečal gospodarsko odpornost in sposobnost gospodarstev držav članic EU za nadaljnjo rast, še posebno, če bodo sredstva uporabljena za produktivno javno porabo in jih bodo spremljale strukturne politike za povečevanje produktivnosti.

Sveženj ukrepov denarne politike

Ob gospodarskem izpadu zaradi ponovnega izbruha pandemije in ob posledično daljšem obdobju šibke inflacije je Svet ECB 10. decembra 2020 na novo kalibriral instrumente denarne politike, da bi ohranil ugodne pogoje financiranja v času pandemije ter s tem spodbudil gospodarsko aktivnost in zanesljivo približevanje inflacije v srednjeročnem obdobju na raven pod 2%, a blizu te meje.

1. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Predvidoma bodo ostale na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravni, ki je dovolj blizu 2%, vendar pod to mejo, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibanju osnovne inflacije.
2. Svet ECB je sklenil povečati obseg nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) za 500 milijard EUR na skupno 1.850 milijard EUR. Obenem je podaljšal obdobje izvajanja neto nakupov v okviru programa PEPP vsaj do konca marca 2022. V vsakem primeru bo Eurosistem neto nakupe izvajal tako dolgo, dokler Svet ECB ne oceni, da je kriza zaradi koronavirusa končana. Eurosistem bo nakupe v okviru programa PEPP izvajal zato, da v tem podaljšanjem obdobju ohranja ugodne pogoje financiranja. Nakupe bo izvajal fleksibilno v skladu s tržnimi razmerami ter s ciljem, da prepreči zaostrovanje pogojev financiranja, kar ni skladno s preprečevanjem vpliva pandemije na predvideno gibanje inflacije. Poleg tega bo fleksibilnost nakupov v času, po razredih finančnega premoženja in po jurisdikcijah še naprej spodbujala nemoteno transmisijo denarne politike. Če bo mogoče ugodne pogoje financiranja ohranjati s tokovi nakupov, ki ne izčrpajo celotnega obsega nakupov v času izvajanja neto nakupov v okviru programa PEPP, tega obsega ni treba izkoristiti v celoti. Podobno je mogoče obseg nakupov kalibrirati na novo, če bi bilo potrebno, da se ohranijo ugodni pogoji financiranja, ki bodo prispevali k preprečitvi negativnega vpliva pandemije na gibanje inflacije. Podaljšanje nakupov v okviru programa PEPP čez daljše časovno obdobje je posledica dolgotrajnejšega upada gospodarstva in inflacije zaradi pandemije. Omogoča nadaljnjo prisotnost na trgu ter trajnejo podporo, ki jo daje spodbujevalna

denarna politika Sveta ECB. Z ohranjanjem ugodnih pogojev financiranja v času pandemije bo mogoče zmanjšati negotovost in povečati zaupanje, s čimer se spodbujajo podjetniške investicije in potrošnja gospodinjstev, kar v končni fazi podpira gospodarsko okrevanje in prispeva k zmanjševanju zaviralnega vpliva pandemije na predvideno gibanje inflacije. Svet ECB je tudi sklenil, da bo vsaj do konca leta 2023 podaljšal ponovno investiranje glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalno tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.

3. Svet ECB je sklenil na novo kalibrirati pogoje v tretji seriji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III). Tako je sklenil, da podaljša obdobje, v katerem veljajo precej bolj ugodni pogoji, in sicer za dvanajst mesecev do junija 2022. Obenem bo Svet ECB izvedel tri dodatne operacije v obdobju od junija do decembra 2021. Poleg tega je Svet ECB sklenil, da zviša skupni znesek, ki si ga bodo nasprotne stranke lahko izposodile v operacijah CUODR III, in sicer s 50% na 55% njihovega obsega primernih posojil. Da bi banke spodbudili k ohranjanju sedanje ravni kreditiranja, bodo na novo kalibrirani pogoji izposojanja v operacijah CUODR III na voljo samo bankam, ki dosegajo novo ciljno raven kreditiranja. V kontekstu pandemije bomo s podaljšanjem obdobja nizkih obrestnih mer v operacijah CUODR III, s povečanjem števila operacij in z zvišanjem zneska, ki si ga banke lahko potencialno izposodijo, ohranjali zelo privlačne pogoje financiranja za banke. To bo omogočilo, da lahko banke še naprej ponujajo ugodne posojilne pogoje in imajo na voljo zadostno likvidnost, da gospodinjstvom in podjetjem odobravajo posojila.
4. Svet ECB je sklenil, da do junija 2022 podaljša trajanje ukrepov za ublažitev zahtev glede zavarovanja terjatev, ki jih je Svet ECB sprejel 7. in 22. aprila 2020. S podaljšanjem teh ukrepov bodo lahko banke še naprej v polni meri izkoriščale Eurosistemove likvidnostne operacije, zlasti na novo kalibrirane operacije CUODR. Svet ECB bo pred junijem 2022 znova ocenil ukrepe za ublažitev zahtev glede zavarovanja terjatev, s čimer bo zagotovil, da sodelovanje nasprotnih strank Eurosistema v operacijah CUODR III ne bo moteno.
5. Svet ECB je tudi sklenil, da v letu 2021 ponudi štiri dodatne izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO), ki bodo še naprej zagotavljale učinkovito likvidnostno varovalo.
6. Neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se bodo še naprej izvajali na mesečni ravni 20 milijard EUR. Svet ECB še naprej pričakuje, da se bodo mesečni neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev izvajali tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer ECB, in da se bodo končali, tik preden začne Svet ECB dvigovati ključne obrestne mere ECB. Poleg tega namerava Svet ECB glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.

7. Ponudba repo poslov Eurosistema centralnim bankam (EUREP) ter vse začasne linije valutnih zamenjav in linije repo poslov s centralnimi bankami zunaj euroobmočja bodo podaljšane do marca 2022.
8. Svet ECB je še sklenil, da se bodo redne operacije refinanciranja še naprej izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo po sedanjih pogojih in tako dolgo, kot bo potrebno.

Ukrepi denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, bodo prispevali k ohranjanju ugodnih pogojev financiranja v času pandemije, s čimer bodo spodbujali tok kreditov vsem sektorjem gospodarstva, podpirali gospodarsko aktivnost in varovali srednjeročno cenovno stabilnost. Obenem ostaja negotovost velika, tudi kar zadeva dinamiko pandemije in čas, ko bo cepivo na voljo. Svet ECB bo še naprej spremjal tudi gibanje deviznega tečaja z vidika možnih posledic za srednjeročne inflacijske obete. Tako je Svet ECB še naprej pripravljen, da ustrezno prilagodi vse instrumente in tako v skladu s svojo zavezanostjo simetriji zagotovi, da se inflacija vzdržno giblje proti ciljni ravni.

Zunanje okolje

Čeprav so nedavna dogajanja v zvezi s cepivom proti koronavirusu zbudila optimizem na finančnih trgih, pandemija še vedno obvladuje kratkoročne obete za svetovno gospodarstvo. V odziv na hitro naraščanje števila novih okužb, še zlasti v razvitih gospodarstvih, so bili ponovno uvedeni zaježitveni ukrepi, vendar se na splošno ocenjuje, da ti manj ovirajo gospodarsko aktivnost, kot so jo ukrepi v prvem valu pandemije. Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema, pripravljenih decembra 2020, se bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) letos skrčil za 3,0%, nato pa naj bi se v letu 2021 povečal za 5,8% ter zatem v letu 2022 za 3,9% in v letu 2023 za 3,6%. Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) se je v letu 2020 skrčila močneje kot realni BDP, vendar bo predvidoma močnejši tudi odboj v letu 2021. To večinoma odraža večjo procikličnost trgovinske menjave, ki je še posebej izrazita v času gospodarskih upadov. Poleg tega se pričakuje, da bodo zaježitveni ukrepi, uvedeni zaradi nedavnega ponovnega naraščanja števila okužb, manj ovirali trgovinsko menjavo kot so jo ukrepi v prvem valu. Ravnovesje tveganj v svetovnih obetih se zdaj ocenjuje kot manj negativno, saj se je zaradi novic o razpoložljivosti več cepiv zmanjšala verjetnost, da se bo uresničil zaostreni scenarij, ki je obravnavan v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2020. Ker izid pogajanj o brexitu v času, ko so bile dokončane makroekonomskie projekcije, še ni bil jasen, projekcije temeljijo na tehnični predpostavki, da bo trgovinska menjava med Evropsko unijo (EU) in Združenim kraljestvom od 1. januarja 2021 potekala pod pogoji, ki jih določa Svetovna trgovinska organizacija po načelu države z največjimi ugodnostmi. Druga tveganja so povezana z možnostjo, da bi države v prizadevanjih za zmanjšanje odvisnosti od zunanjih ponudnikov začele diverzificirati svetovne ponudnike (da bi povečale svojo odpornost) in/ali da bi proizvodnjo začele vračati domov (kar bi negativno vplivalo na kompleksne svetovne vrednostne verige).

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

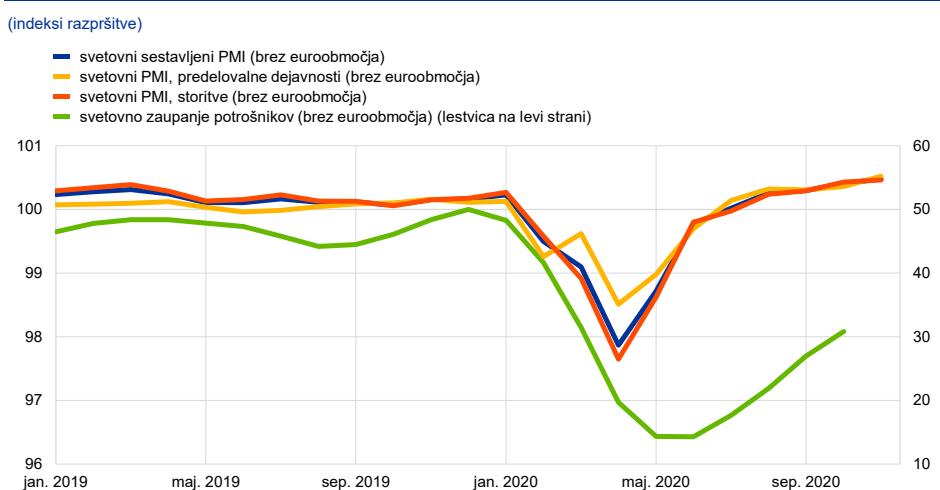
Svetovno gospodarstvo je v tretjem četrletju 2020 zabeležilo močan odboj, ki je bil večji od pričakovanega. Ko se je število okužb postopno zmanjšalo in so države odpravljale zaježitvene ukrepe, je svetovno gospodarstvo začelo hitro rasti. Zlasti v razvitih gospodarstvih je tempo okrevanja narekovala zasebna potrošnja, ki jo je spodbujala tudi obsežna podpora javnih politik, uvedenih na vrhuncu krize. V večini nastajajočih tržnih gospodarstev je k rasti pozitivno prispeval tudi neto izvoz, ki ga je poganjalo okrevanje zunanjega povpraševanja. Na Kitajskem so odboj še naprej spodbujale zlasti zasebne naložbe, vendar je prvič letos k rasti BDP pozitivno prispevala tudi zasebna potrošnja. Gledano v celoti se je svetovni realni BDP (brez euroobmočja) povečeval hitreje, kot je bilo predvideno v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB.

Najnovejši anketni podatki kažejo, da je rast v začetku četrtega četrletja ohranila zagon, čeprav zaupanje potrošnikov ostaja šibko. Novembra se je svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (brez euroobmočja) za gospodarsko aktivnost še nadalje zvišal na raven 54,8 (s 54,1 v oktobru), saj se je stanje izboljšalo

tako v storitvenem kot tudi v predelovalnem sektorju, kar kaže, da se gospodarsko okrevanje širi (glej graf 1). Gibanja v posameznih državah so bila različna, saj se je sestavljeni PMI v ZDA še nadalje povečal, medtem ko je v Združenem kraljestvu padel v območje krčenja. Na Japonskem je ostal večinoma nespremenjen in še vedno v območju krčenja. Med nastajajočimi tržnimi gospodarstvi se je sestavljeni PMI še nadalje zvišal na Kitajskem, kar kaže na trdno rast aktivnosti, medtem ko se je v Indiji in Braziliji znižal, čeprav z zelo visoke ravni, tako da še vedno kaže na nadaljnjo krepitev aktivnosti. Po drugi strani je svetovno zaupanje potrošnikov sicer okrevalo z najnižje točke, ki jo je doseglo v drugem četrletju 2020, vendar ostaja šibkejše kot pred krizo, kar napoveduje razmeroma počasno okrevanje potrošnje.

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost in zaupanje potrošnikov



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2020 za indekse PMI in na september 2020 za zaupanje potrošnikov.

Na gospodarske obete za bližnjo prihodnost negativno vpliva več dejavnikov, zlasti ukrepi za zajezitev pandemije, ki so bili ponovno uvedeni zaradi naraščanja števila okužb s koronavirusom. Ponovno naraščanje števila okužb upočasnjuje svetovno gospodarsko okrevanje. V primerjavi z odzivi držav na prvi val okužb letos spomladi so zajezitveni ukrepi v drugem valu, ki so po državah sicer heterogeni, načeloma bolj ciljno usmerjeni in manj ovirajo gospodarsko aktivnost. Vseeno bo ponovno širjenje virusa predvidoma negativno vplivalo na vedenje gospodarskih akterjev, še zlasti v dejavnostih, v katerih je največ stikov med ljudmi. Poleg tega bi iztek začasnih ukrepov, ki so jih vlade sprejele tekom leta 2020, lahko v letu 2021 privadel do »davčnega prepada«, predvsem v razvitih državah, razen če bodo v proračunskih načrtih za leto 2021 predvidene dodatne javnofinančne spodbude. Kot zadnje se predvideva, da bo povečana negotovost glede narave trgovinskih odnosov med EU in Združenim kraljestvom, med drugim na področju storitev, negativno vplivala na obete za gospodarsko rast.

Svetovni pogoji financiranja so se zadnje mesece še naprej izboljševali ob določeni volatilnosti. Okrevanje tveganih sredstev, ki se je začelo konec marca, se je septembra začasno ustavilo zaradi naraščanja svetovnega števila okužb s koronavirusom, povečane negotovosti zaradi predsedniških volitev v ZDA

3. novembra in zmanjševanja možnosti, da bo pred volitvami sprejet javnofinančni dogovor. V obdobju zatem so novice, da bodo zelo kmalu na voljo cepiva, po vsem svetu sprožile hitro rast cen lastniškega kapitala, razmiki za državne in podjetniške obveznice so se zmanjšali, vlagatelji pa so izgubili nekaj apetita za varna sredstva, kot sta zlato in instrumenti, nominirani v ameriških dolarjih, kar je povzročilo tudi splošno depreciacijo dolarja. K manjši negotovosti in večji nagnjenosti vlagateljev k tveganju je prispeval tudi izid ameriških predsedniških volitev. Ta optimizem je upadel, ko se je število okužb še naprej povečevalo in so bile ponovno uvedene zapore javnega življenja. Svetovni pogoji financiranja so zdaj na zelo spodbujevalni ravni tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Vseeno ostajajo močno odvisni od podpore denarne politike in občutljivi na globalna tveganja.

Po projekcijah se bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) v letu 2020 skrčil za 3,0%, nato pa bo v letu 2021 predvidoma prišlo do odboja, ki se bo v letih 2022 in 2023 nekoliko umiril. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila rast svetovnega realnega BDP (brez euroobmočja) v letu 2020 popravljena navzgor (za 0,7 odstotne točke), ker je bil odboj v tretjem četrtletju močnejši od pričakovanega. V napovedi za leto 2021 je predpostavljeno postopno odpravljanje zajezitvenih ukrepov, ko bo v vedno večji meri na voljo medicinska rešitev, kot je učinkovito cepivo, in se bo ta uvajala med prebivalstvom. Vseeno vse države ne bodo okrevale enako hitro, tako da bodo k svetovnemu odboju gospodarske rasti do konca obravnavanega obdobia predvidoma največ prispevala nastajajoča tržna gospodarstva. Kitajska naj bi tako prispevala približno polovico okrevanja po pandemiji, saj je že zgodaj uspešno zavrla širjenje virusa in sprejela obsežne spodbude, tako da se je rast že sredi leta 2020 vrnila na raven pred pandemijo. Kitajska je tudi edino veliko gospodarstvo, za katero se pričakuje, da bo v letu 2020 doseglo pozitivno stopnjo rasti. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) po projekcijah v letu 2021 zrasel za 5,8% (popravljeno navzdol za 0,4 odstotne točke), v letu 2022 pa za 3,9% (popravljeno navzgor za 0,1 odstotne točke). Zaradi kompleksne narave šoka COVID-19 še ni mogoče napovedati, kakšni bodo njegovi dolgoročni učinki na svetovno gospodarstvo. Ker je pandemija močneje prizadela delovno intenzivne panoge, se bodo njegovi dolgoročni negativni učinki sprva verjetno pokazali v zmanjšani ponudbi delovne sile, pa tudi v obsegu razpoložljivega kapitala, kot se je zgodilo v preteklih finančnih krizah (glej okvir 1).

V ZDA gospodarske obete za bližnjo prihodnost poslabšujeta ponovno naraščanje števila okužb in iztekanje javnofinančnih spodbud. Realni BDP se je v tretjem četrtletju, preračunano na letno raven, povečal za 33,1% (7,4% glede na prejšnje četrtletje). K temu je največ prispevalo močno okrevanje potrošnje in naložb, kar se je po drugi strani izrazilo v močnem okrevanju realnega uvoza. Kljub izjemno močnemu odboju ostaja gospodarska aktivnost v ZDA pod ravnjo izpred pandemije. Ker se je število novih okužb in hospitalizacij dvignilo nad prejšnje najvišje vrednosti, so bile v vseh zveznih državah uvedene nove omejitve gibanja. Popuščanje pozitivnega vpliva javnofinančnih spodbud na prihodke gospodinjstev ter neuspešno dogovaranje o novem svežnju spodbud je samo delno odtehtala večja poraba prihrankov, ustvarjenih v prejšnjih četrtletjih. Zato se bo potrošnja v četrtem četrtletju predvidoma upočasnila, kar napovedujejo tudi visokofrekvenčni kazalniki o plačilih s

kreditnimi in debetnimi karticami. Razmere na trgu dela so se izboljšale, vendar okrevanje ostaja nedokončano. Stopnja brezposelnosti je upadla, ker se je zmanjšalo število začasnih odpovedi, vendar število novo odprtih delovnih mest ostaja majhno, kar napoveduje šibko rast zaposlenosti v bližnji prihodnosti. Medletna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je oktobra znižala na 1,2%, potem ko je septembra znašala 1,4%, k čemur so največ prispevale nižje cene energentov, medtem ko so cene hrane ostale nespremenjene. Osnovna inflacija se je oktobra rahlo znižala na 1,6%, z 1,7% v septembru, saj je znižanje cen osnovnih storitev, zlasti zdravstvenih storitev, več kot izravnalo nadaljnje zvišanje cen v skupini osnovnih dobrin, zlasti rabljenih avtomobilov in tovornjakov.

Na Kitajskem gospodarsko okrevanje poteka hitro in se je razširilo na storitveni sektor. Po močnem odboju v drugem četrletju (+11,7% medčetrletno) se je kitajski BDP v tretjem četrletju še naprej povečeval, čeprav z manjšo hitrostjo (+2,7% medčetrletno). K rasti je pozitivno prispevala končna potrošnja, bolj odporne pa so bile tudi naložbe, med drugim zaradi državnih spodbud za naložbe v infrastrukturo, kar je prispevalo k ponovnemu zagonu okrevanja po začetnem močnem krčenju. Neto izvoz je pozitivno prispeval k rasti, deloma zaradi vloge Kitajske kot svetovne dobaviteljice medicinskega in tehničnega blaga. Po mesečnih podatkih se močna rast nadaljuje tudi v četrtem četrletju. Indeksa PMI za predelovalne dejavnosti in storitve kažeta na nadaljnje povečanje aktivnosti v novembru. Industrijska proizvodnja je močno okrevala, prodaja v trgovini na drobno pa se je oktobra nadalje okrepila. Medletna stopnja inflacije se je oktobra znižala na 0,5%, potem ko je septembra znašala 1,7%, k čemur je največ prispevalo znižanje cen hrane.

Na Japonskem domače in zunanje povpraševanje podpira gospodarsko okrevanje, vendar se bo zaradi naraščanja števila okužb rast predvidoma upočasnjevala. Realni BDP se je v tretjem četrletju povečal za 5,3% (medčetrletno). K temu sta največ prispevala zasebna potrošnja in izvoz, ki so jo spodbudili popuščanje domačih zajezitvenih ukrepov, močan odziv javnih politik in okrevanje zunanjega povpraševanja, medtem ko je naložbena dejavnost ostala šibka zaradi še vedno velike negotovosti. Okrevanje se bo predvidoma nadaljevalo, čeprav z manjšo hitrostjo. To deloma odraža vse večjo negotovost glede naraščanja števila novih okužb v zadnjem času. Japonska centralna banka je uvedla posebno depozitno možnost, da bi povečala odpornost regionalnega finančnega sistema, vlada pa je nedavno napovedala tretji dopolnilni proračun za fiskalno leto 2020, kar bo v prihodnjih četrletjih predvidoma zagotovilo nekaj podpore gospodarstvu. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, je oktobra nadalje upadla na -0,4%, potem ko je septembra znašala 0%, čeprav so k temu največ prispevali idiosinkratični dejavniki, kot je postopno zmanjševanje vpliva zvišanja davka na dodano vrednost, ki je bilo sprejeto oktobra 2019.

V Združenem kraljestvu gospodarsko okrevanje izgublja zagon zaradi novih ukrepov za zaustavitev javnega življenja. Gospodarstvo je v tretjem četrletju močno zrastlo (+15,5% medčetrletno), k čemur je največ prispevalo močno okrevanje potrošnje, medtem ko je bil prispevek neto izvoza negativen. Vseeno se pričakuje, da odboj ne bo trajal. Po najnovejših anketah je rast od avgusta izgubila zelo veliko zagona, in sicer celo pred enomesečnim zaprtjem v novembru, ki je na ravni celotne

države veljal za nenujne drobnoprodajne, gostinske, nastanitvene in rekreacijske storitve (ki predstavljajo približno 12% dodane vrednosti v gospodarstvu). Čeprav ti ukrepi manj omejujejo gospodarsko aktivnost, kot so jih strogi ukrepi za omejitve gibanja, ki so veljali spomladi, je sestavljeni indeks PMI novembra ponovno padel v območje krčenja. Obenem slabi obeti za trg dela zavirajo potrošnjo, medtem ko negotovost glede trgovinskih odnosov po koncu prehodnega obdobja še naprej omejuje zasebne naložbe. Ker so bile decembridske makroekonomske projekcije dokončane pred nedavnim dogovorom o brexitu, osnovni scenarij za Združeno kraljestvo v decembrskih makroekonomskeh projekcij strokovnjakov Eurosistema temelji na predpostavki, da bo trgovinska menjava med Evropsko unijo (EU) in Združenim kraljestvom od 1. januarja 2021 potekala pod pogoji, ki jih določa Svetovna trgovinska organizacija po načelu države z največjimi ugodnostmi (MFN). Predvsem je bilo za četrto četrtletje predpostavljeno določeno kopiranje zalog v Združenem kraljestvu, ki bi se zatem porabile v prvih mesecih leta 2021. Inflacija se je oktobra okrepila, in sicer nekoliko bolj od pričakovanj, saj se je medletna skupna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, zvišala na 0,7%, potem ko je septembra znašala 0,5%. K temu je največ prispeval odboj cen blaga z negativnih stopenj rasti, medtem ko je medletna inflacija v skupini storitev ostala nespremenjena na ravnini 1,4%. Osnovna inflacija po CPI se je prav tako rahlo povečala na 1,5%.

V državah srednje in vzhodne Evrope bo gospodarsko okrevanje predvidoma začasno zastalo zaradi zaostrovanja pandemije. Realni BDP v regiji je v tretjem četrtletju zabeležil močan odboj, saj se je proizvodnja normalizirala zaradi rahljanja zaježitvenih ukrepov. Vseeno se v celotni regiji pandemija ponovno zaostruje, dnevno število novih okužb pa je večje kot v prvem valu. Ker večina držav v regiji zaostruje zaježitvene ukrepe, bo okrevanje predvidoma zastalo do prvih mesecev leta 2021. Zatem bo popuščanje omejitev in negotovosti glede zdravstvenih razmer po pričakovanjih ponovno poživilo gospodarsko rast, ki jo bodo podpirali tudi obsežni ukrepi javnofinančnih in denarnih spodbud. Kar zadeva prihodnja gibanja, bo aktivnost do začetka leta 2022 predvidoma ostala pod ravnjo izpred leta 2019.

V velikih izvoznicah surovin se bo okrevanje verjetno upočasnilo zaradi še vedno velikega števila okužb in omejenega manevrskega prostora za nadaljnjo javnofinančno podporo. V Rusiji bo gospodarstvo v tretjem četrtletju zaradi podpore javnih politik in boljšega nadzora pandemije predvidoma okrevalo. Poleg tega je začasno zmanjšanje omejitev proizvodnje nafte, za katero so se dogovorile države članice skupine OPEC+,¹ v zadnjem času podpiralo proizvodnjo nafte, poleg tega pa je izvoz energentov še dodatno spodbujalo gospodarsko okrevanje v glavnih trgovinskih partnericah. Vseeno se bo v četrtem četrtletju rast zaradi ponovnega naraščanja števila okužb predvidoma ponovno upočasnila. V Braziliji je gospodarstvo po upadu začelo ponovno naraščati, k čemur so prispevali obsežni spodbujevalni ukrepi denarne in javnofinančne politike, ki so bili med največjimi v Latinski Ameriki. Vseeno število primerov COVID-19 ostaja visoko. Omejena uvedba zaježitvenih ukrepov je sicer zmanjšala gospodarske posledice začetnega šoka, vendar pa je povečala intenzivnost same pandemije. Ker so stopnje okužb povišane, država pa bo v prihodnje imela omejen manevrski prostor za javnofinančne ukrepe, bo kriza

¹ OPEC+ je koalicija proizvajalcev nafte, ki jo vodita Organizacija držav izvoznic nafte (OPEC) in Rusija.

zavirala tudi naložbe in potrošnjo ter na koncu upočasnila okrevanje gospodarstva, zato se v bližnji in srednji prihodnosti pričakujejo zmerne stopnje rasti.

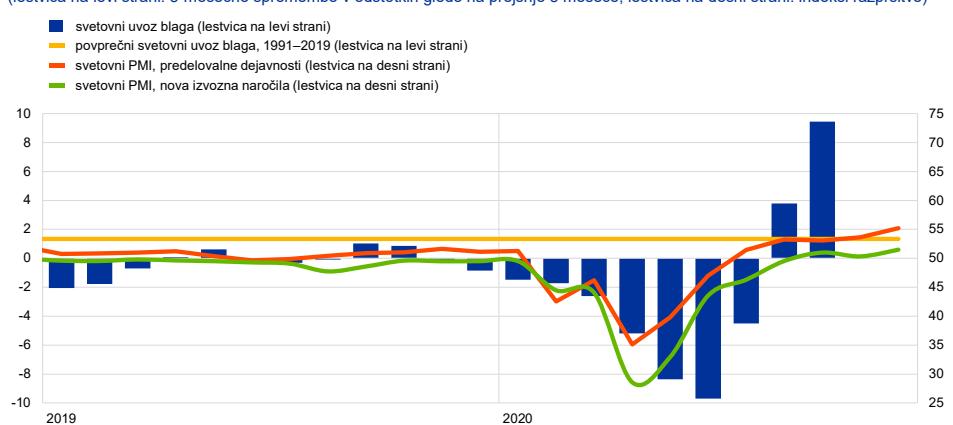
V Turčiji je bil gospodarski vpliv pandemije močan, a kratkotrajen, tako da odboj v predelovalnih dejavnostih zdaj poganja gospodarsko okrevanje. Strm vzpon v tretjem četrletju (+15,6% medčetrtletno) odraža močno zasebno potrošnjo in hitro rast naložb, ki jih spodbujajo zelo ugodni pogoji financiranja. Glavno gonilo okrevanja so predelovalne dejavnosti, čeprav so si po velikem upadu na vrhuncu krize močno opomogle tudi storitve. Na splošno je gospodarska aktivnost v Turčiji že okrevala na raven pred pandemijo. Vseeno se bo s postopnim zmanjševanjem državnih spodbud rast predvidoma nekoliko upočasnila, kar še zlasti velja za osebno potrošnjo, ki jo poganja kreditiranje.

Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) se je v tretjem četrletju prav tako močno odbila, za četrto četrletje pa se pričakuje umirjanje. Svetovni uvoz blaga (brez euroobmočja) se je po avgustovski 1,9-odstotni rasti septembra še naprej povečeval in medmesečno zrasel za 3,4%. Ti podatki na splošno potrjujejo trdno okrevanje svetovne trgovinske menjave v tretjem četrletju (+9,4% medčetrtletno) po velikem krčenju v drugem (-9,7% medčetrtletno) (glej graf 2). Močan odboj v tretjem četrletju odraža sestavo gospodarskega okrevanja in bolše delovanje svetovnih vrednostnih verig, vendar pa trgovina s storitvami po ocenah še vedno negativno vpliva na svetovno trgovino, saj je šok COVID-19 zelo močno prizadel nekatere sektorje, denimo turizem. Anketni podatki napovedujejo nadaljnjo, a pojemačo rast v četrtjem četrletju. Svetovni PMI (brez euroobmočja) za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih, ki dobro korelira s svetovno trgovinsko menjavo, se je novembra zvišal na 51,5, potem ko je oktobra znašal 50,3.

Graf 2

Ankete in svetovna blagovna menjava (brez euroobmočja)

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje 3 mesece; lestvica na desni strani: indeksi razprtisive)



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

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2020 za indeksa PMI in na september 2020 za svetovni uvoz blaga. Indekska in podatki se nanašajo na svetovni agregat brez euroobmočja.

Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) se bo v letu 2020 po projekcijah skrčila za 9,2%, zatem pa naj bi se v letu 2021 odbila in v obdobju 2022–2023 povečevala po bolj zmerni stopnji. Strm upad svetovnega uvoza (brez euroobmočja) v letu 2020 v primerjavi z gospodarsko aktivnostjo odraža njuno močno

procikličnost, ki je še zlasti izrazita v obdobjih gospodarskega upada. V prvi polovici leta 2020 so svetovno trgovinsko menjavo prizadele tudi začasne motnje v svetovnih dobavnih verigah in zvišanje trgovinskih stroškov zaradi ukrepov za zaježitev širjenja COVID-19. V primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila rast svetovne trgovinske menjave (brez euroobmočja) v letu 2020 popravljena navzgor (+4,5 odstotne točke), kar odraža zlasti močan odboj v tretjem četrletju. To pomeni, da je bila raven uvoza višja od tiste, ki je bila napovedana v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB. S tem se sicer zmanjšuje razlika glede na raven, ki je bila predvidena v osnovnem scenariju pred pandemijo, a še vedno kaže na nepopolno okrevanje. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo svetovna trgovinska menjava v letu 2021 povečala za 7,1%, v letu 2022 za 3,9%, v letu 2023 pa za 3,4%. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2020 zmanjšalo za 10,7%, zatem pa v letu 2021 povečalo za 6,6%, v letu 2022 za 4,1%, v letu 2023 pa za 3,4%.

Svetovni gospodarski obeti so še vedno povezani s številnimi tveganji, vseeno pa se ocenjuje, da je ravnovesje tveganj postalo ugodnejše. Ker svetovno gospodarstvo še vedno obkroža negotovost glede tega, kdaj bo zdravstvena kriza popolnoma obvladana, sta v decembrskih projekcijah poleg osnovnega vključena tudi dva alternativna scenarija,² in sicer blagi in zaostreni scenarij. Kažeta zgornjo in spodnjo mejo možnega razpona okrog osnovnega scenarija. Novice o razvoju učinkovitega cepiva so okrepile zaupanje, da bo pandemija uspešno obvladana, zato je zdaj manj verjetno, da se bo uresničil zaostreni scenarij. Ker se je obenem ob pandemiji COVID-19 pokazalo, da je več držav odvisnih od zunanjih ponudnikov, bi si te lahko prizadevale diverzificirati svetovne ponudnike (da bi postale bolj odporne) in/ali vrniti proizvodnjo domov (kar bi negativno vplivalo na kompleksne svetovne vrednostne verige).

Svetovna cenovna gibanja

Cene nafte so se od sredine septembra zvišale za skoraj 25%. Po močnem odboju čez poletje so cene nafte v septembru in oktobru stagnirale. Od začetka novembra se ponovno zvišujejo, saj na svetovnih finančnih trgih prevladujejo pozitivni trendi, ker se zaradi možnosti, da bo kmalu na voljo več cepiv, povečuje verjetnost, da se bo življenje v letu 2021 normaliziralo. Kljub temu niti Mednarodna agencija za energijo (IEA) niti OPEC ne pričakujeta, da se bo povpraševanje po nafti bistveno povečalo prej kot pred koncem leta 2021. IEA celo pričakuje, da se bo okrevanje povpraševanja v četrtem četrletju upočasnilo, saj se število okužb s COVID-19 po vsem svetu povečuje. Krivulja terminskih cen se je od marca vzpenjala (contango, cene nafte, ki bo dobavljena v prihodnosti, so višje), v začetku decembra pa se je ponovno obrnila navzdol (backwardation, cene nafte, ki bo dobavljena v prihodnosti, so nižje od trenutnih).

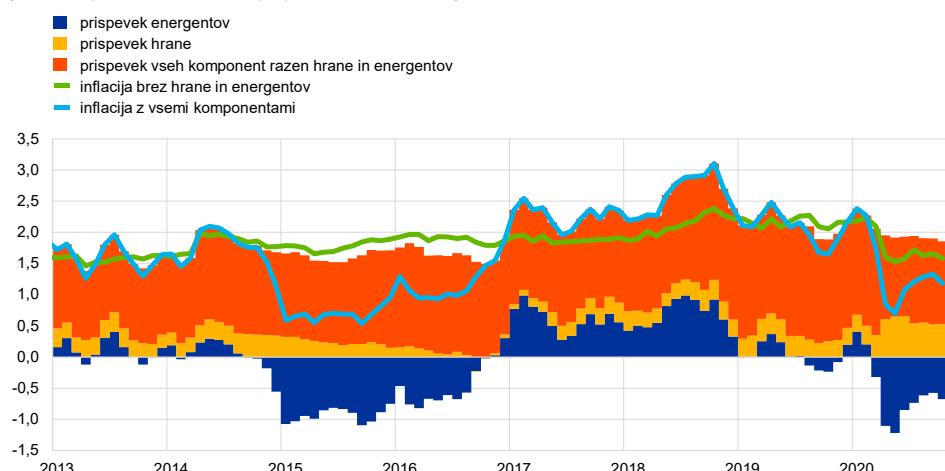
² Za podrobnejši opis glej okvir »[Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju](#)« v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, december 2020 (posodobitev).

Ob šibkem svetovnem povpraševanju ostaja svetovna inflacija nizka. Medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) oktobra rahlo znižala na 1,2%. Inflacija v skupini hrane je ostala stabilna na ravni 3,6%, negativni prispevek cen energentov k skupni inflaciji pa se je še povečal. Medletna inflacija brez hrane in energentov se je v državah OECD oktobra znižala za 0,1 odstotne točke na 1,6%. V razvitih gospodarstvih se je skupna medletna inflacija po CPI oktobra v ZDA znižala in na Japonskem padla v negativno območje (-0,4%), medtem ko se je v Združenem kraljestvu in Kanadi zvišala. Med večjimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi zunaj OECD se je skupna inflacija oktobra zvišala v Rusiji in Indiji ter bolj izrazito v Braziliji, medtem ko se je na Kitajskem znižala.

Graf 3

Inflacija v cehah življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2020.

Obeti za svetovno inflacijo bodo predvidoma še naprej skromni, čeprav bi okrevanje povpraševanja v prihodnjem obdobju lahko podpiralo rast cen.

Sestava okrevanja bo ena glavnih determinant v obetih za svetovno inflacijo. Medtem ko bi odloženo povpraševanje lahko podpiralo okrevanje in inflacijo potisnilo navzgor, bi bile po drugi strani omejitve v ponudbi lahko hitro razrešene, kar bi ustvarilo dezinflacijske pritiske. Izvozne cene konkurentov euroobmočja (v nacionalni valuti) se bodo po pričakovanjih začele ponovno zviševati v začetku leta 2021. K temu bosta predvidoma največ prispevala izboljševanje svetovnega okolja in okrevanje cen primarnih surovin z najnižjih ravni, ki so jih zabeležile aprila 2020, čeprav bo prispevek inflacije, merjene s cenami pri proizvajalcih, predvidoma negativen zaradi pomanjkanja zagona v svetovnem gospodarstvu. Inflacija, merjena z izvoznimi cenami konkurentov euroobmočja, se bo po projekcijah na svoje dolgoročno povprečje vrnila približno v začetku leta 2022.

2

Finančna gibanja

V obravnavanem obdobju (od 10. septembra do 9. decembra 2020) je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) nekoliko nihala, a je na koncu ostala večinoma nespremenjena. Na to je vplivala zaskrbljeno zaradi vse hitrejšega širjenja koronavirusa (COVID-19), ki so jo po drugi strani spremljale pozitivne novice v zvezi z razvojem cepiv. Krivulja, ki je na krajšem koncu še naprej le rahlo vbočena, ne nakazuje trdnih pričakovanj, da se bodo obrestne mere v zelo bližnji prihodnosti znižale. Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju so se precej zmanjšali ob nadaljnjih pričakovanjih, da se bodo ukrepi denarne in fiskalne politike, sprejeti v podporo gospodarstvu, nadaljevali, ter ob splošnem izboljšanju dojemanja tveganj, ki so ga sprožile zlasti novice o uspešnem preizkušanju cepiv. Cene tveganega finančnega premoženja so se skladno s tem zvišale. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo depreciiral.

EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) in nova referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali –46 oziroma –55 bazičnih točk.³ Presežna likvidnost se je povečala za 475 milijard EUR na okrog 3.456 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev ter tudi zaradi poravnave ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) v septembru.

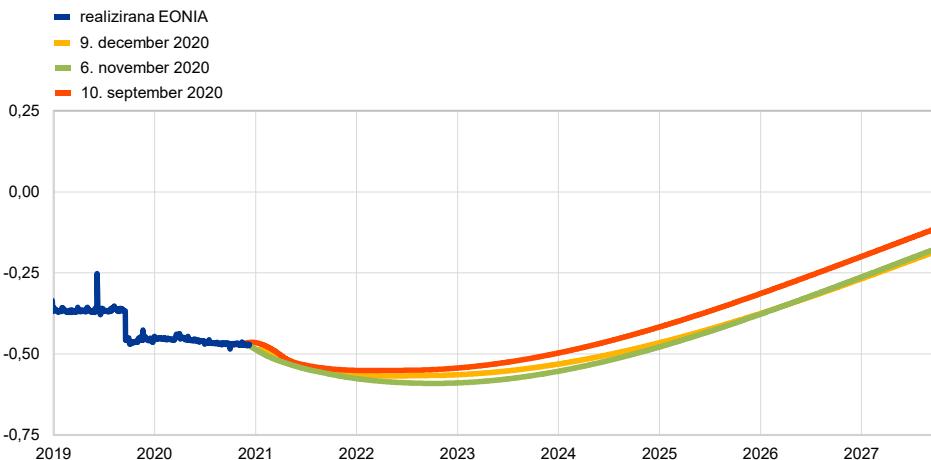
Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se od začetka obravnavanega obdobia večinoma ni spremenila (glej graf 4). Hkrati pa je znotraj obravnavanega obdobia izrazito nihala. Na vbočenost krivulje v prvem delu obravnavanega obdobia je vplivala zaskrbljeno zaradi vse hitrejšega širjenja koronavirusa v Evropi, krivulja pa se je nato 9. novembra, ko so bile objavljene prve v nizu pozitivnih novic o cepivih, izravnala in od takrat ostaja večinoma nespremenjena. Krivulja je najnižjo točko, ki je bila za 10 bazičnih točk nižja od trenutne ravni obrestne mere EONIA (–47 bazičnih točk), dosegla v aprilu 2022, s čimer nakazuje, da finančni trgi ne pričakujejo skorajšnjega znižanja obrestnih mer. Poleg tega je iz rezultatov anket in podatkov na podlagi modela razvidno, da naj bi kratkoročne netvegane obrestne mere v prihodnjih mesecih ostale stabilne.

³ Metodologija za izračun obrestne mere EONIA se je 2. oktobra 2019 spremenila, tako da se ta zdaj izračunava kot obrestna mera €STR, ki se ji doda fiksni pribitek 8,5 bazične točke. Glej okvir z naslovom »Goodbye EONIA, welcome €STR!«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2019.

Graf 4

Termske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

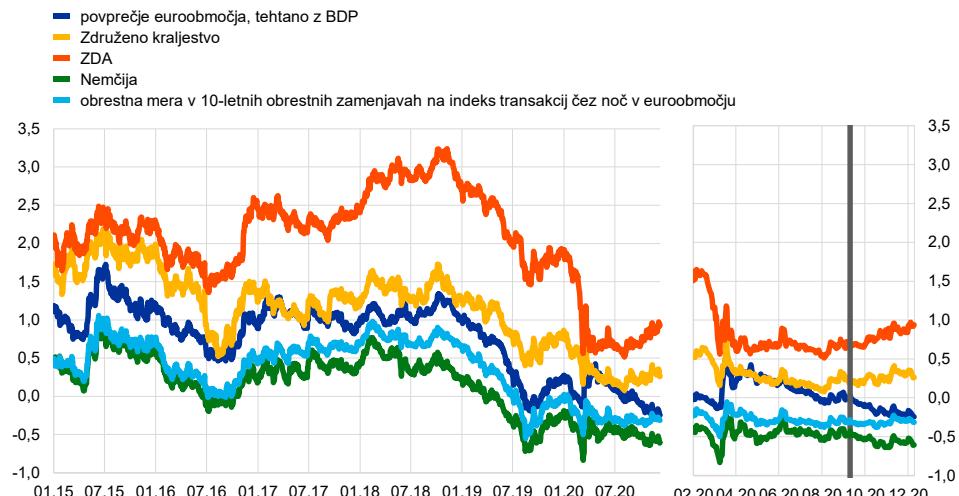
Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je v euroobmočju precej zmanjšala, medtem ko se je v ZDA izrazito povečala (glej graf 5). Tako je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, postala negativna, saj se je zmanjšala za 27 bazičnih točk na $-0,25\%$. Nasprotno se je donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA povečala za 26 bazičnih točk na $0,94\%$. Različna gibanja v posameznih jurisdikcijah so posledica visokih pričakovanj, da bo ECB povečala obseg nakupov vrednostnih papirjev, ki jih izvaja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Poleg tega sta k zmanjšanju donosnosti državnih obveznic v euroobmočju verjetno prispevala instrument za okrevanje »EU naslednje generacije« in evropski instrument za začasno podporo zmanjševanju tveganj za brezposelnost v izrednih razmerah (SURE), s tem ko sta prek izboljšanja obetov za gospodarsko rast in javne finance držav ter boljše dojemanje tveganj v državah članicah vplivala na zmanjšanje razmikov v donosnosti.⁴

⁴ V obravnavanem obdobju je Evropska komisija izvedla prvi pet izdaj obveznic v okviru programa SURE v skupnem znesku 39,5 milijarde EUR in z zapadlostjo od 5 do 30 let. Te izdaje so naleteli na rekordno veliko povpraševanje, ki je več kot desetkrat preseglo razpoložljivost obveznic.

Graf 5

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. september 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. december 2020.

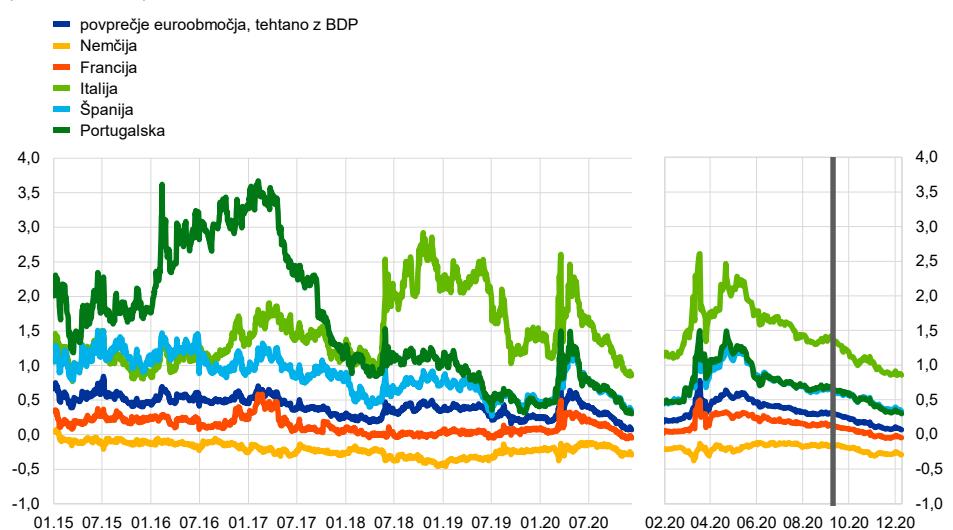
Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se ob pričakovanju nadaljevanja podpornih ukrepov denarne in fiskalne politike ter ob splošnem izboljšanju dojemanja tveganj dodatno zmanjšali (glej graf 6).

Razmik v donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtan z BDP, se je zmanjšal za 24 bazičnih točk na 0,07%, tako da je zdaj manjši kot pred pandemijo. Zmanjšanje je bilo zlasti izrazito v Italiji, na Portugalskem in v Španiji, kjer so se razmiki v donosnosti 10-letnih obveznic zmanjšali za 50, 36 oziroma 30 bazičnih točk na 0,86%, 0,30% oziroma 0,34%. Razmiki v donosnosti 10-letnih francoskih in nemških obveznic so se zmanjšali manj, in sicer za 19 oziroma 15 bazičnih točk na -0,05% oziroma -0,29%.

Graf 6

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

(v odstotnih točkah)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. september 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. december 2020.

Tečaji delnic v euroobmočju in ZDA so se v večjem delu obravnavanega obdobja kljub zaostrovanju pandemije gibali v stabilnem razponu, nato pa so se zaradi pozitivnih novic o cepivih močno zvišali (glej graf 7) Na tečaje delnic je spodbudno vplivalo nadaljnje izboljševanje kratkoročnih pričakovanj o rasti dobička, medtem ko so bila dolgoročnejša pričakovanja o dobičku popravljena navzdol, kar nakazuje tveganje poslabšanja makroekonomskih razmer in možnosti nastanka dolgoročnejše gospodarske škode zaradi pandemije. Hkrati se je ob spodbudnih novicah o cepivih, ki so se začele pojavljati na začetku novembra, izboljšalo dojemanje tveganj, kar je prispevalo k znižanju premije za tveganje lastniškega kapitala in spodbudno vplivalo na tečaje delnic. V celoti gledano so se tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju zvišali za 9,2%, tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA pa za 10,0%. Na tečaje bančnih delnic v euroobmočju in ZDA so novice o uspešnih preizkušanjih cepiv ugodno vplivale v večji meri, pri čemer so se indeksi teh delnic zvišali za 23,1% ozziroma 21,9%, s čimer so deloma nadoknadili večje izgube vrednosti (v primerjavi z delnicami nefinančnih družb) od začetka pandemije.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)

- banke v euroobmočju
- nefinančne družbe v euroobmočju
- banke v ZDA
- nefinančne družbe v ZDA



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. september 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. december 2020.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so se v obravnavanem obdobju zmanjšali, med drugim zlasti izrazito ob pojavu novic o prvih uspešnih preizkušanjih cepiv (glej graf 8). Razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) se je zmanjšal za 25 oziroma 30 bazičnih točk, zlasti izrazito, za okrog 5 bazičnih točk, pa se je zmanjšal 9. novembra, ko so trg prvič dosegle novice o prvih uspešnih preizkušanjih cepiv. Splošno zmanjšanje razmikov je predvsem posledica znižanja čezmerne premije za tveganje obveznic, tj. komponente razmika v donosnosti podjetniških obveznic, ki je ni mogoče pojasniti s temeljnimi vidiki kreditne sposobnosti (merjenimi z bonitetnimi ocenami in pričakovano pogostostjo neplačil), ki so ostali večinoma nespremenjeni. Kljub nadaljnjemu precejšnjemu zmanjšanju razmiki v donosnosti podjetniških obveznic ostajajo rahlo večji kot pred pandemijo. V obravnavanem obdobju so se precej zmanjšali tudi razmiki v donosnosti visoko donosnih podjetniških obveznic.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

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



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

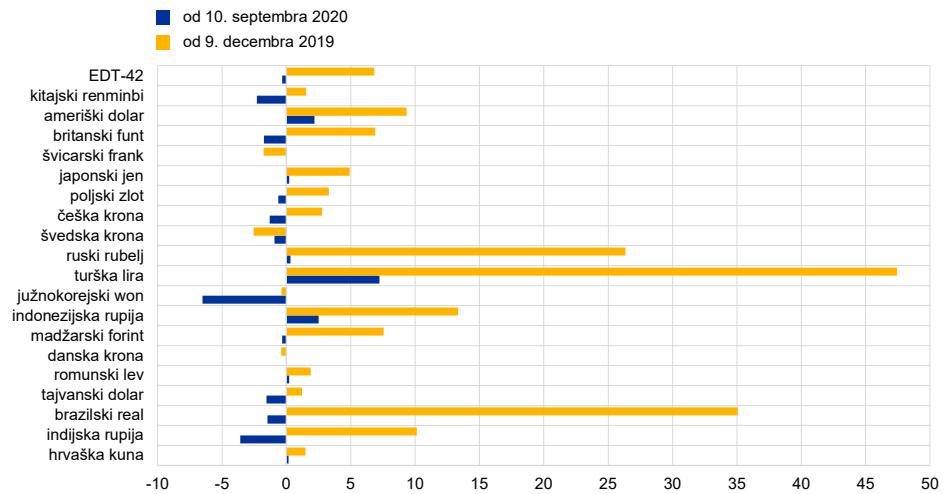
Opombe: Razmiki so izračunani kot razlika med obrestno mero v poslih zamenjave in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. september 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. december 2020.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo apreciiral (glej graf 9). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 0,3%, čeprav je bil še vedno le za 1,9% nižji od rekordno visoke vrednosti, dosežene decembra 2008. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, se je euro znova močno okrepil v razmerju do ameriškega dolarja (za 2,2%), k čemur je prispevala nadaljnja splošna slabitev ameriške valute ob vse boljšem dojemanju tveganj. V teh razmerah je euro rahlo apreciiral tudi v razmerju do japonskega jena (za 0,2%), v razmerju do švicarskega franka pa je ostal približno nespremenjen. Hkrati je euro oslabel v razmerju do britanskega funta (za 1,7%) in valut večine večjih nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti kitajskega renminbijja (za 2,3%) in južnokorejskega wona (za 6,5%).

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 9. decembra 2020.

3

Gospodarska aktivnost

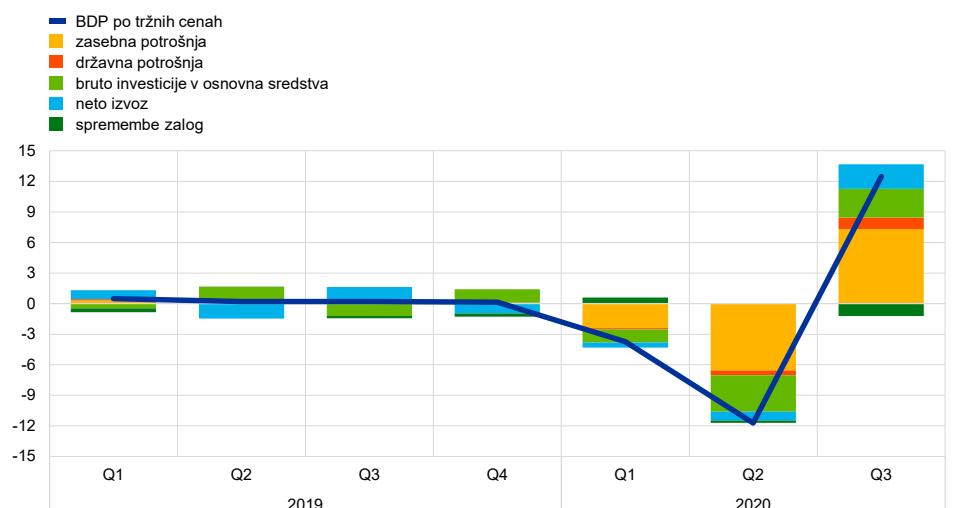
BDP euroobmočja se je v tretjem četrtletju 2020 medčetrtletno realno močno zvišal (za 12,5%). Gospodarsko aktivnost v euroobmočju je podpiralo izrazito povečanje vseh komponent povpraševanja, potem ko so se maja 2020 začeli opuščati ukrepi za zaježitev pandemije koronavirusa (COVID-19). To se je odrazilo v pozitivnem prispevku zasebne potrošnje, naložb in neto trgovinske menjave k rasti BDP. Kljub temu je bil BDP v tretjem četrtletju 2020 še vedno za 4,4% nižji kot pred pandemijo v zadnjem četrtletju 2019. Nove informacije o gospodarstvu, med drugim tudi iz anket in visokofrekvenčnih kazalnikov, so skladne s precejšnjim upadom aktivnosti v zadnjem četrtletju 2020, ki je, čeprav je precej manjši kot v letošnjem drugem četrtletju, posledica ponovnega skokovitega razmaha pandemije in potrebne ponovne uvedbe zaježitvenih ukrepov od sredine oktobra, kar je prizadelo predvsem storitveni sektor. Čeprav naj bi se po ocenah realni BDP v zadnjem četrtletju 2020 skrčil, so obeti za leto 2021 in kasneje še vedno tesno vezani na potek pandemije in uvajanje cepiv proti COVID-19. Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2020 znašala 7,3% ter v letu 2021 3,9%, v letu 2022 4,2% in v letu 2023 2,1%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila realna rast BDP za leto 2020 popravljena navzgor za 0,7 odstotne točke, za leto 2021 je bila popravljena navzdol za 1,1 odstotne točke, medtem ko je bila za leto 2022 popravljena navzgor za 1,0 odstotne točke, s čimer se je približno vrnila na raven, napovedano v septembrskem osnovnem scenariju za srednjeročno obdobje. Čeprav so zaradi novic o možnosti uvedbe cepiv v bližnji prihodnosti tveganja glede poslabšanja obetov postala manj izrazita, so zaradi posledic pandemije za gospodarske in finančne razmere tveganja glede obetov še vedno usmerjena navzdol.

V euroobmočju se je rast v tretjem četrtletju 2020 močno zvišala, v zadnjem četrtletju leta pa naj bi se po ocenah znova znižala. Realni BDP se je v tretjem četrtletju 2020 medčetrtletno znova povečal (za 12,5%), s čimer je deloma okreval po strmem in globokem kumulativnem padcu v prvi polovici leta (za 15,0%) (glej graf 10). Na splošno je bil BDP v tretjem četrtletju 2020 še vedno za 4,4% nižji kot v zadnjem četrtletju 2019. Domače povpraševanje je pozitivno prispevalo k rasti v tretjem četrtletju 2020, medtem ko je bil prispevek sprememb zalog nekoliko negativen. Rast v euroobmočju so spodbujala tudi gibanja zunanjega sektorja, kar se je kazalo v pozitivnem prispevku neto trgovinske menjave. Ob upoštevanju uvozne intenzivnosti posamezne komponente povpraševanja so k dinamiki rasti v letu 2020 še posebno močno prispevali zunanji dejavniki (glej okvir 4). Na proizvodni strani so k povečanju v tretjem četrtletju prispevale predelovalne in storitvene dejavnosti, vendar so bila gibanja med sektorji zelo različna. To velja zlasti za storitve, pri katerih je bila proizvodnja še vedno precej manjša kot pred pandemijo.

Graf 10

Realni BDP euroobmočja in komponente

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



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2020.

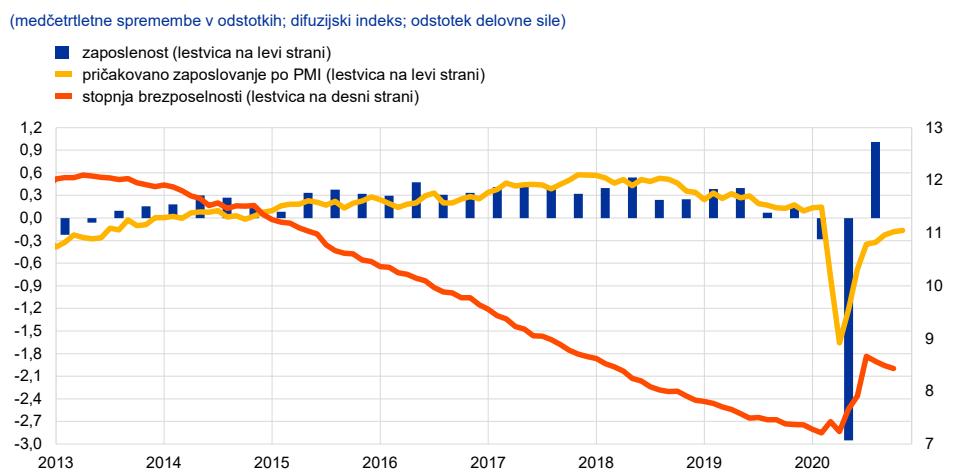
Razmere na trgu dela so se v tretjem četrtletju zaradi močne ponovne okrepitve aktivnosti nekoliko izboljšale. Zaposlenost se je v tretjem četrtletju 2020 povečala za 1,0%, potem ko se je v drugem četrtletju zmanjšala za 3,0% (glej graf 11). Kljub izboljšanju je bila zaposlenost v tretjem četrtletju 2020 za 2,2% nižja kot v zadnjem četrtletju 2019. Opravljene delovne ure imajo še naprej pomembno vlogo pri prilaganju trga dela v euroobmočju. Skupno število opravljenih delovnih ur, ki se je v drugem četrtletju zmanjšalo za 13,6%, se je v tretjem četrtletju povečalo za 14,8% in je bilo še vedno za 4,6% nižje kot v zadnjem četrtletju 2019. Stopnja brezposelnosti je oktobra znašala 8,4%, potem ko je julija doseglj 8,7%, in je bila za okrog 1,2 odstotne točke višja kot februarja, tj. pred pandemijo. Programi za ohranitev delovnih mest še naprej spodbudno vplivajo na trg dela. Ocenjuje se, da je bilo oktobra v programe za ohranitev delovnih mest vključenih okrog 5% delovne sile, kar je manj kot aprila, ko je ta delež znašal okrog 18%, vendar se številke v nekaterih državah ponovno povečujejo kot odziv na najnovejše ukrepe za zajezitev pandemije.⁵

Kratkoročni kazalniki trga dela so se deloma izboljšali, vendar še naprej nakazujejo zmanjševanje zaposlenosti. Indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti se je malenkostno zvišal z 48,2 oktobra na 48,3 novembra. Od aprila, ko je dosegel rekordno nizko vrednost, je precej okreval. Vseeno sedanja raven kazalnika PMI še naprej kaže, da se zaposlenost zmanjšuje, in bi jo bilo mogoče razumeti kot zgodnjega pokazatelja šibkih obetov glede zaposlenosti v prihodnjem obdobju.

⁵ Glej članek z naslovom »The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 11

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodil nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2020 pri zaposlenosti, na november 2020 pri PMI in na oktober 2020 pri stopnji brezposelnosti.

Po občutnem povečanju v tretjem četrtletju (medčetrtletno za 14,0%), je zasebna potrošnja v zadnjem četrtletju znova začela upadati. Medtem ko se je v oktobru število registracij novih avtomobilov gibalo blizu ravni, dosežene pred pandemijo (medletno se je znižalo za 4,1%), se je trgovina na drobno v istem mesecu medmesečno povečala za 1,5%. Ta gibanja verjetno še ne upoštevajo posledic ponovnega uvajanja zajezitvenih ukrepov od sredine oktobra. Nasprotno se je zaupanje potrošnikov novembra še naprej zmanjševalo in je znašalo -17,6, v primerjavi s povprečno vrednostjo -14,5 v tretjem četrtletju. V nekaterih državah euroobmočja je potrošnja trajnih dobrin v tretjem četrtletju za malenkost že presegla ravni, dosežene pred pandemijo, kar je zasenčila negativna potrošnja storitev, ki je še vedno daleč pod preteklimi ravnimi. Gospodinjstva vse bolj skrbi, da se bo njihov finančni položaj poslabšal, zato njihovi nameni glede večjih nakupov ostajajo na najnižji ravni po državni dolžniški krizi. Zaradi previdnosti potrošnikov in ostrejših ukrepov za zajezitev pandemije naj bi se stopnja varčevanja v zadnjem četrtletju znova povečala.

Podjetniške naložbe (kot približek se uporablajo negradbene naložbe) so se v tretjem četrtletju 2020 medčetrtletno močno povečale (za 13,6%), vendar pa je v zadnjem četrtletju njihovo okrevanje oslabelo. Kljub izrazitemu povečanju je raven negradbenih naložb še vedno za 15,7% nižja od predkrizne ravni. Čeprav so oktobrske in novembske vrednosti indeksa o proizvodih za investicije pozitivne (55,6 v novembru, v primerjavi s 54,7 v septembru), se bodo naložbe v zadnjem četrtletju po pričakovanjih zmanjšale, saj naj bi drugi val pandemije vplival tudi na dobiček podjetij. Poleg tega se je v novembru zaupanje glede podjetniških naložb še zmanjšalo, izkoriščenost zmogljivosti pa je še vedno precej manjša kot pred krizo, kar pomeni, da bi se dalo proizvodnjo razširiti tudi z obstoječim stanjem osnovnih sredstev. Hkrati je mogoče relativno odpornost predelovalnih dejavnosti proti novim ukrepom za zajezitev pandemije videti kot pozitiven znak za kratkoročne naložbene obete. Vendar pa, gledano dolgoročneje, večje breme dolga, kot se kaže v večjem razmerju med

zadolženostjo in sredstvi podjetij, pomeni tveganje, da bo okrevanje naložb počasnejše.

V tretjem četrletju 2020 so se znova močno povečale tudi naložbe gospodinjstev (kot približek se uporablajo naložbe v stanovanjsko gradnjo), in sicer medčetrtletno za 12,3%, vendar kratkoročni obeti ostajajo negotovi. Z močnim povečanjem v tretjem četrletju 2020 ni bilo doseženo popolno okrevanje, saj je bil obseg naložb v stanovanjsko gradnjo še vedno za 3,8% manjši kot ob koncu leta 2019. Izrazita razlika med državami v dinamiki stanovanjskih naložb v prvih treh četrletjih 2020 naj bi v kratkoročnem obdobju splahnela, saj so kljub nekaterim pozitivnim signalom na začetku zadnjega četrletja obeti videti šibki za vse največje države euroobmočja. Iz najnovejših podatkov o izdajanju gradbenih dovoljenj je razvidna izrazita upočasnitev izdajanja v prvi polovici leta, kar nakazuje, da je v pripravi manj gradbenih načrtov. V oktobru je indeks PMI o obsegu gradbenih del in nepremičninskih storitvah padel še globlje v območje krčenja. Po rahlem dvigu v oktobru se je zaupanje med gradbenimi in nepremičninskimi podjetji v novembру zmanjšalo, saj je poslovanje prizadel novi krog ukrepov za zaježitev drugega vala pandemije, ki so se začeli uvajati od sredine oktobra. V istem obdobju so podjetja iz gradbenega in nepremičninskega sektorja poročala o vse večjih omejitvah njihove proizvodnje na strani ponudbe, kar je zlasti povezano z njihovimi finančnimi razmerami. Na strani povpraševanja so novembra, kot je razvidno iz rezultatov ankete o mnenju potrošnikov, ki jo je opravila Evropska komisija, nove omejitve in večja negotovost v zvezi s ponovnim razmahom pandemije gospodinjstva odvračale od trošenja za večje dobrine, vključno z novimi in obstoječimi stanovanjskimi nepremičninami.

Trgovinska menjava v euroobmočju se je v tretjem četrletju 2020 močno povečala in pozitivno prispevala k rasti BDP, vendar naj bi se okrevanje v prihodnjih mesecih upočasnilo. Medtem ko je realni blagovni izvoz euroobmočja več kot nadoknadi izgubo iz prejšnjega četrletja, pri čemer se je medčetrtletno povečal za 20,1%, se je realni storitveni izvoz euroobmočja po predhodnem zmanjšanju za 21,0% povečal le za 9,2%. Prispevek neto trgovinske menjave k rasti BDP je bil izrazito pozitiven (2,4 odstotne točke). Podatki o blagovni menjavi razkrivajo, da se je izvoz septembra povsod povečal. Izvoz nekemičnih končnih izdelkov, zlasti strojev in transportne opreme, se je v tretjem četrletju 2020 medčetrtletno povečal relativno močneje, še zlasti izvoz avtomobilov. Vendar pa bodo ponovno uvedeni ukrepi za zaježitev pandemije verjetno prekinili dinamiko okrevanja trgovinske menjave v euroobmočju v prihodnjih mesecih. Čeprav indeks PMI o novih izvoznih naročilih v predelovalnih dejavnostih euroobmočja še vedno nakazuje nadaljnje izboljšanje blagovne menjave, se je novembra znižal na 53, medtem ko je Evropska komisija svojo oceno ravni izvoznih naročil le malenkostno izboljšala, tako da ostaja negativna. Po drugi strani nove omejitve zaradi COVID-19 neugodno vplivajo na že tako oslabljeno storitveno menjavo, indeks PMI o novih izvoznih naročilih v storitvah pa se je dodatno znižal na 39,2.

Visokofrekvenčni kazalniki in zadnji rezultati anket so skladni z upadom BDP v zadnjem četrletju 2020. V zadnjih mesecih visokofrekvenčni kazalniki mobilnosti za države euroobmočja izkazujejo jasen trend zniževanja, pri čemer se gibljejo

vzporedno s sestavljenim indeksom strogosti, ki je ostal na približno srednji ravni med najvišjo vrednostjo v aprilu in najnižjo vrednostjo v juliju. Anketni kazalniki kažejo, da je ponovno krčenje aktivnosti prizadelo predvsem storitveni sektor. Zlasti v primeru turizma bodo ponovno uvedene omejitve potovanj v oktobru verjetno pospešile nadomeščanje tujega turizma z domačim, kot se je dogajalo v prvem valu pandemije, kar pomeni, da se bo stanje v turističnem sektorju v zadnjem četrletju leta na splošno poslabšalo (glej okvir 5). Predhodni sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti se je močno znižal s 50,0 oktobra na 45,3 novembra, k čemur je prispevalo predvsem precejšnje znižanje indeksa o storitvah (s 46,9 na 41,7). Znižal, a precej manj, se je tudi indeks o proizvodnji v predelovalnih dejavnostih, in sicer z 58,4 na 55,3, pri čemer je ostal skladen s povečevanjem aktivnosti. Kljub temu kratkoročne obete še vedno spremlja velika negotovost, zlasti zaradi nenavadnih sprememb v statističnih in ekonomskih razmerjih med pandemijo COVID-19 (inovacije pri naboru analitičnih orodij ECB za ocenjevanje kratkoročnih posledic pandemije so opisane v okvirju 3).

Kar zadeva gibanja v prihodnosti, so pričakovanja glede rasti v srednjeročnem obdobju še vedno tesno vezana na postopni potek pandemije in uspešno uvajanje cepiv proti COVID-19. Čeprav je zgodnji začetek distribucije cepiv ključni dejavnik, ki podpira pričakovanja hitrega okrevanja, bo preteklo še nekaj časa, preden bo dosežena vsesplošna imunost ter preden se bosta lahko euroobmočje in svetovno gospodarstvo vrnila v »normalnost«. Iz rezultatov ankete, opravljene med velikimi podjetji, da bi se ugotovilo, kako bi bila lahko dolgoročno videti »normalnost«, je razvidno, da naj bi pandemija privedla do večje digitalizacije in več dela na daljavo, pri čemer se pričakuje vztrajno višja produktivnost, hkrati pa tudi vztrajno manjše povpraševanje (glej okvir 6). V tem negotovem okolju in z namenom zmanjšanja tveganja histereze bo spodbujevalna denarna politika ECB še naprej podpirala domače povpraševanje, fiskalni in zaposlitveni ukrepi, ki se trenutno izvajajo, pa naj bi še naprej podpirali zasebno potrošnjo.

Po letošnjih decembrskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2020 znašala 7,3% ter v letu 2021 3,9%, v letu 2022 4,2% in v letu 2023 2,1% (glej graf 12). V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila realna rast BDP za leto 2020 popravljena navzgor za 0,7 odstotne točke, za leto 2021 je bila popravljena navzdol za 1,1 odstotne točke, medtem ko je bila za leto 2022 popravljena navzgor za 1,0 odstotne točke, s čimer se je približno vrnila na raven, napovedano v septembrskem osnovnem scenaru za srednjeročno obdobje. Čeprav so zaradi novic o možnostih uvedbe cepiv v bližnji prihodnosti tveganja glede poslabšanja obetov postala manj izrazita, so zaradi posledic pandemije za gospodarske in finančne razmere tveganja glede obetov še vedno usmerjena navzdol.

Graf 12

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(medčetrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 10. decembra 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Zaradi volatilnosti realnega BDP med letom 2020, kakršne še ni bilo, je v grafu od začetka leta 2020 uporabljena drugačna lestvica. Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. V grafu niso prikazani razponi okrog projekcij. To je posledica dejstva, da v sedanjih okoliščinah s standardnim izračunom razponov (na podlagi preteklih napak v projekcijah) ne bi dobili vrednosti, ki bi bila zanesljiv pokazatelj izjemne negotovosti glede trenutnih projekcij.

Cene in stroški

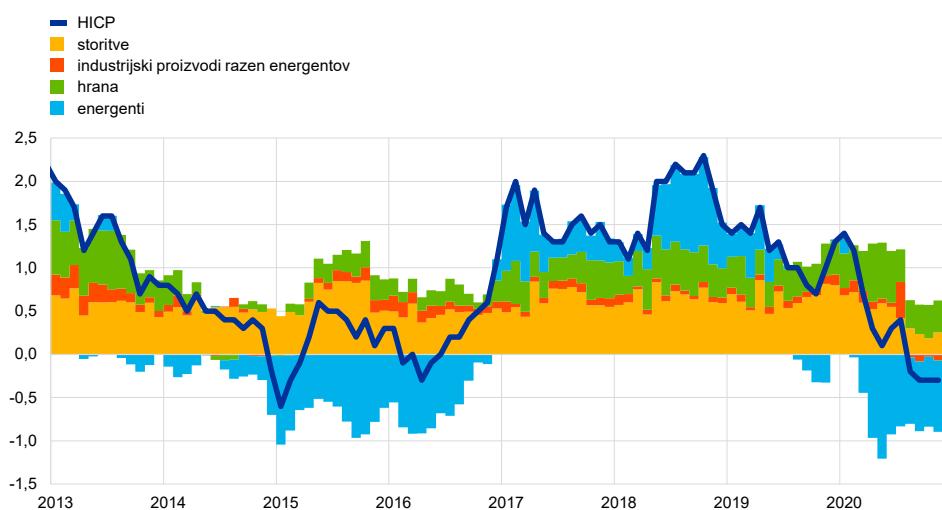
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, novembra ostala nespremenjena na ravni -0,3%. Na podlagi dinamike cen naft in upoštevajoč začasno znižanje davka na dodano vrednost v Nemčiji bo skupna inflacija do začetka leta 2021 verjetno ostala negativna. Zatem naj bi se zvišala, saj se bo začasno znižanje davka v Nemčiji izteklo, na inflacijo v skupini energentov pa naj bi vplivali navzgor delujoči bazni učinki. Obenem bodo cenovni pritiski predvidoma ostali oslabljeni zaradi šibkega povpraševanja, zlasti v sektorjih turizma in potovanj, pa tudi zaradi šibkih plačnih pritiskov in apreciacije tečaja eura. Ko bo zaviralni vpliv pandemije popustil, bo okrevanje povpraševanja ob podpori spodbujevalne javnofinancne in denarne politike ustvarjalo pritiske na rast inflacije v srednjeročnem obdobju. Tržni kazalniki in anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo na nizkih ravneh. Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih decembra 2020 pripravili strokovnjaki Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2020 znašala 0,2%, v letu 2021 1,0%, v letu 2022 1,1% in v letu 2023 1,4%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili inflacijski obeti za leti 2020 in 2022 popravljeni navzdol.

Skupna inflacija je novembra 2020 ostala nespremenjena. Nespremenjena stopnja inflacije na ravni -0,3% je prikrila majhna gibanja glavnih komponent: po eni strani malce bolj negativno inflacijo v skupini energentov ter malenkost nižjo inflacijo v skupini hrane in v skupini industrijskih proizvodov razen energentov ter po drugi strani zvišanje inflacije v skupini storitev (glej graf 13).

Graf 13

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



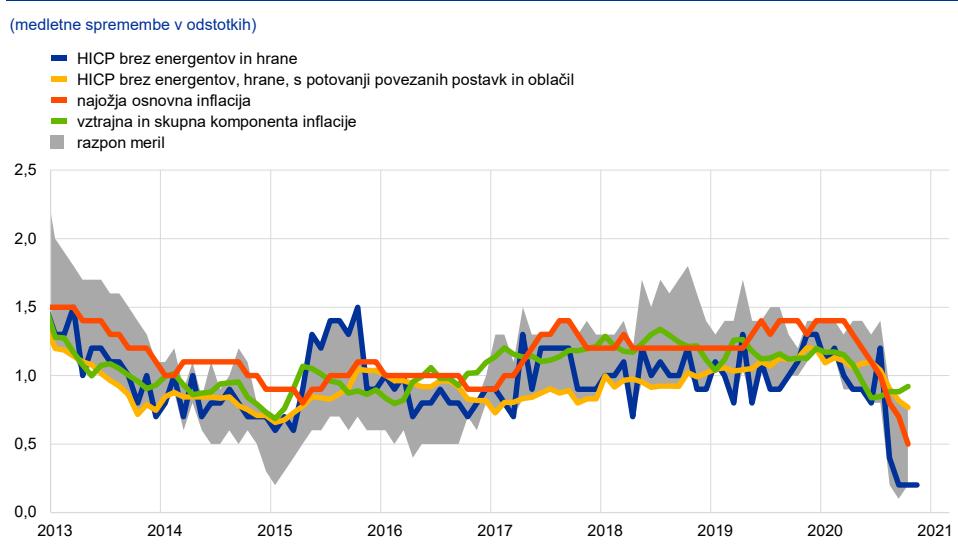
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za november 2020. Stopnje rasti za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019).

Merila osnovne inflacije so se stabilizirala na nizki ravni. Novembra je inflacija brez energentov in hrane tretji mesec zapored ostala nespremenjena na najnižji vrednosti (0,2%). Nespremenjena inflacija prikriva zvišanje inflacije v skupini storitev, ki se je zvišala z 0,4% v oktobru na 0,6% v novembru, medtem ko se je inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov znižala z -0,1% v oktobru na -0,3% v novembru. Ostala merila osnovne inflacije, ki so na voljo do oktobra, so se stabilizirala na nizki ravni. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil ter kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije sta oktobra ostala nespremenjena na ravni 0,8% oziroma 0,9%, medtem ko se je kazalnik najožje osnovne inflacije znižal z 0,7% v septembru na 0,5% v oktobru (glej graf 14).⁶ Nedavno nizka merila osnovne inflacije so tudi posledica začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji od julija 2020.

Graf 14

Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2020 pri inflaciji brez energentov in hrane in na oktober 2020 pri vseh drugih merilih. Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez energentov in hrane; HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina inflacije; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina inflacije; tehtana mediana HICP. Stopnje rasti inflacije brez energentov in hrane za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019).

Pritiski iz proizvodne verige na komponento industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP so se rahlo okreplili. Inflacija v skupini uvoženih neživilskih proizvodov za široko porabo se je zvišala z -1,9% v septembru na -1,2% v oktobru. Rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo je bila oktobra v primerjavi s septembrom nespremenjena na ravni 0,7% in je ostala blizu dolgoročnejšemu povprečju. V zgodnejših fazah proizvodne verige se je medletna stopnja rasti cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih rahlo zvišala, in sicer z -1,6% v septembru na -1,3% v oktobru, medtem ko je medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo okrevala z -3,0% v septembru na -2,5% v oktobru. Dinamika rasti uvoznih cen

⁶ Več informacij o tem in drugih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 v članku z naslovom »Measures of underlying inflation for the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

tako v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo kot tudi v skupini proizvodov za vmesno porabo lahko morebiti vsaj deloma odraža dejstvo, da se oktobra apreciacija tečaja eura v primerjavi s podatki izpred enega leta ni nadaljevala.

Plačne pritiske je težko ugotavljati zaradi vpliva vladnih podpornih ukrepov na sredstva za zaposlene. V prvih treh četrtletjih 2020 je bilo gibanje sredstev za zaposlene na zaposlenega in sredstev za zaposlene na opravljeni delovno uro precej volatilno, med obema meriloma pa je bilo veliko razhajanj. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v tretjem četrtletju zvišala na 0,6%, potem ko je v drugem četrtletju upadla na -4,7% v primerjavi z 0,6% v prvem četrtletju in 1,7% v zadnjem četrtletju 2019. Medletna rast sredstev za zaposlene na opravljeni delovno uro pa se je po drugi strani zvišala z 2,0% v zadnjem četrtletju 2019 na 4,3% v prvem četrtletju 2020 in še dodatno na 9,3% v drugem četrtletju, nato pa je v tretjem četrtletju 2020 upadla na 3,0% (glej graf 15). Različni dinamiki odražata vpliv programov skrajšanega delovnega časa in čakanja na delo, v okviru katerih so delavci ostali zaposleni, vendar so prejemali samo del običajnega plačila, število dejansko opravljenih delovnih ur na zaposlenega pa se je strmo znižalo. Ta učinek je bil deloma odpravljen v tretjem četrtletju ob odboju gospodarske aktivnosti. Obenem pa se zaradi znižanja sredstev za zaposlene precenjuje dejanska izguba dohodka od dela, ker se v številnih državah za statistične namene državna podpora evidentira kot transferji in ne kot sredstva za zaposlene na zaposlenega.⁷ Dogovorjene plače, na katere nimata neposrednega vpliva gibanje opravljenih delovnih ur in beleženje nadomestil iz shem za ohranjanje delovnih mest, so se znižale z 1,9% v prvem četrtletju 2020 na 1,7% v drugem četrtletju in na 1,6% v tretjem četrtletju. Čeprav to nakazuje le počasno slabitev, pa so v podatke še vedno vključeni plačni dogovori, sklenjeni pred začetkom pandemije.⁸

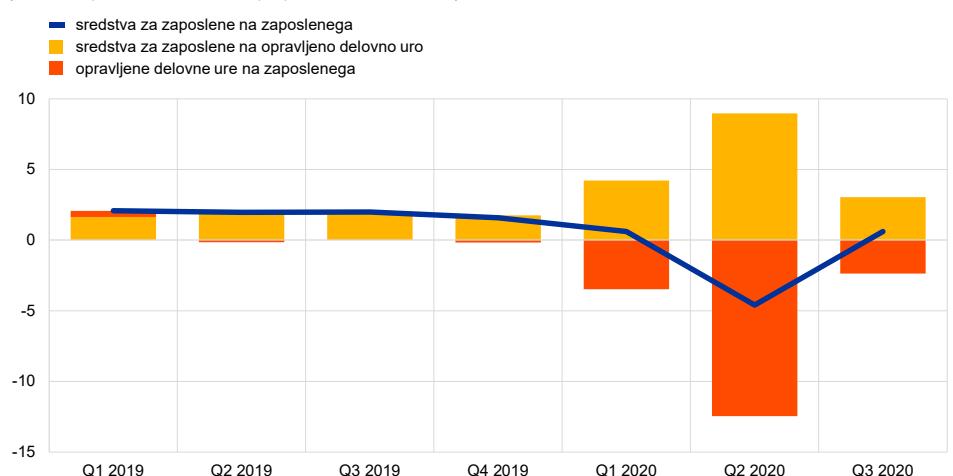
⁷ Več informacij je v okvirju z naslovom »[Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

⁸ Več informacij je v okvirju z naslovom »[Ocenjevanje dinamike plač med pandemijo COVID-19: so nam podatki o dogovorjenih plačah lahko v pomoč?](#)« v tej številki Ekomskega biltena.

Graf 15

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

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2020.

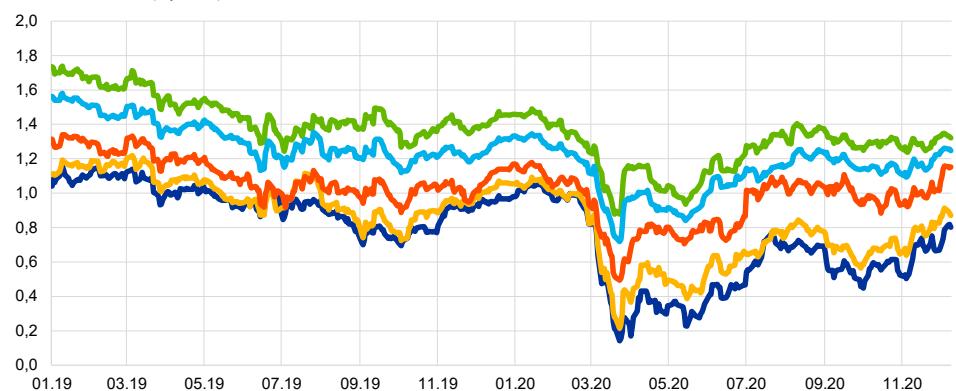
Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj so se nekoliko zvišali ob pozitivnih novicah o uspešnem testiranju cepiv proti koronavirusu (COVID-19), zaradi katerih se je svetovno dojemanje tveganj izboljšalo, vseeno pa so ostali zelo nizki (10. september do 9. december). Potem ko so se konec oktobra zaradi ponovnih omejitve gibanja tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj začeli rahlo zniževati, so se v začetku novembra izrazito zvišali po prvi od niza novic o uspešnem testiranju cepiv proti COVID-19. Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let – ki je 9. decembra znašala 1,25% – je na primer kotirala večinoma znotraj razponov, zabeleženih med sredino leta 2019 in začetkom pandemije. Čeprav so bili kratkoročnejši tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj do zdaj nekoliko bolj vzdržni kot v prvem valu pandemije, pa celotna prihodnja dinamika tržnih kazalnikov inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije. Anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj so ostali na zgodovinsko nizki ravni. Kot kaže anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrtletje 2020, ki je bila opravljena v prvem tednu oktobra 2020, ter zadnja anketa Consensus Economics in Euro Zone Barometer iz oktobra, so anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na zgodovinsko nizki ravni ali blizu nje.

Graf 16

Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

- 1-letna stopnja čez eno leto
- 1-letna stopnja čez dve leti
- 1-letna stopnja čez štiri leta
- 1-letna stopnja čez devet let
- 5-letna stopnja čez pet let



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

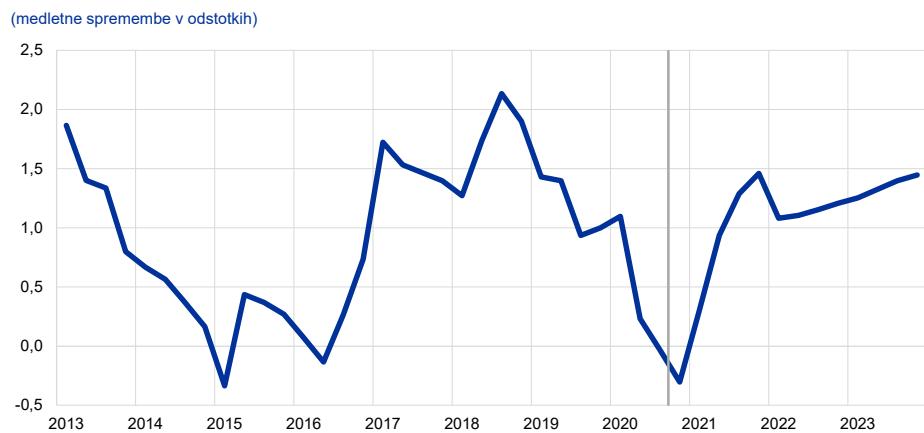
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na 9. december 2020.

Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov

Eurosistema naj bi se skupna inflacija v obdobju projekcij postopno zviševala.

Osnovna projekcija kaže, da bo skupna inflacija v letu 2020 v povprečju znašala 0,2%, v letu 2021 1,0%, v letu 2022 1,1% in v letu 2023 1,4% (glej graf 17). V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB je projekcija za inflacijo za leto 2020 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, za leto 2021 je nespremenjena in za leto 2022 popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke, in sicer zaradi slabših najnovejših podatkov za inflacijo brez emergentov in hrane ter navzdol popravljene ocene inflacijskih pritiskov v primerjavi s prejšnjimi projekcijami v okolju obsežnih, vendar vse manjših prostih zmogljivosti na trgu proizvodov in trgu dela. Odboj v letu 2021 je v veliki meri posledica baznih učinkov v skupini cen emergentov, ki so povezani s strmim padcem cen nafte na začetku globalnega izbruha COVID-19 ter s ponovnim zvišanjem DDV v Nemčiji. V srednjeročnem obdobju se bo skupna inflacija predvidoma postopno zviševala, in sicer predvsem zaradi rahlega povečanja prispevka inflacije brez emergentov in hrane, ki pa naj bi ostala precej umirjena. Inflacija brez emergentov in hrane bo po pričakovanjih znašala 0,7% v letu 2020, 0,8% v letu 2021 in 1,0% v letu 2022, nato pa se bo leta 2023 zvišala na 1,2%.

Graf 17
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 10. decembra 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2020 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2023 (projekcije). Presečni datum za podatke v Decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje je 25. november 2020.

5

Denar in krediti

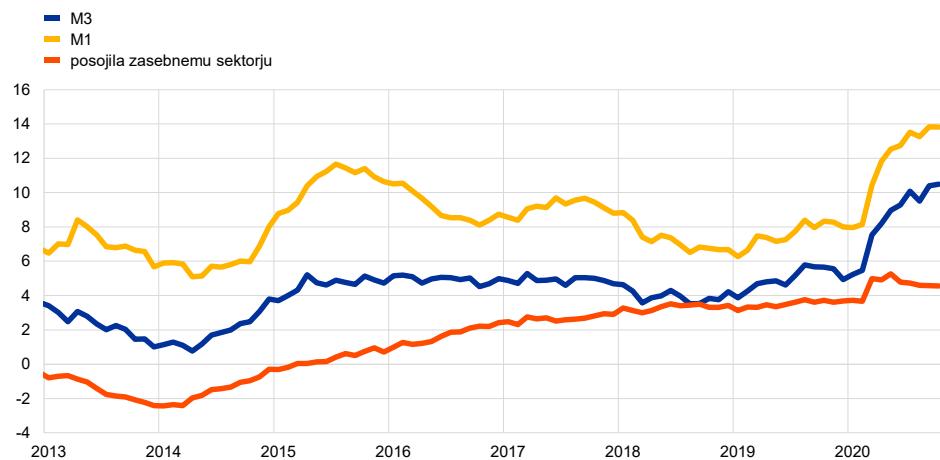
Na denarno dinamiko v euroobmočju je še naprej vplivala pandemija koronavirusa (COVID-19). Oktobra se je rast denarja zaradi izvajanja ukrepov denarne politike in zaradi zanimanja za likvidno premoženje ustalila na ravni, ki je dvakrat višja kot pred pandemijo. Glavni vir ustvarjanja denarja so bili še naprej domači krediti, in sicer posojila nefinančnim družbam in Eurosistemovi neto nakupi državnih obveznic. Pravočasni in obsežni ukrepi denarnih, javnofinančnih in nadzornih organov so podpirali bančno kreditiranje gospodarstva euroobmočja po ugodnih pogojih. Skupno zunanje financiranje podjetij se je v tretjem četrtletju 2020 ustalilo. Mala in srednje velika podjetja (MSP), ki so pri financirjanju zelo odvisna od bank, poročajo o rahlem izboljšanju dostopa do zunanjega financiranja v obdobju od aprila do oktobra, vendar v prihodnjih mesecih pričakujejo poslabšanje. Skupni stroški dolžniškega financiranja za podjetja so podobni tistim pred pandemijo, ker so se stroški tržnega dolžniškega financiranja znova umirili, obrestne mere bank za posojila pa so ostale blizu najnižjim vrednostim. Vendar pa se pričakuje, da bo prišlo do pritiskov na rast obrestnih mer bank za posojila, ker slabšanje kreditnega tveganja načenja bančne bilance in njihovo dobičkonosnost.

Oktobra je bila rast širokega denarja večinoma nespremenjena. Na denarno dinamiko je še naprej vplivala pandemija COVID-19, ki je povzročila izjemno povpraševanje po likvidnosti. Medletna stopnja rasti širšega denarnega agregata (M3) se je oktobra rahlo povečala, in sicer s septembrskih 10,4% na 10,5%, ter se ustalila na ravni, ki je dvakrat višja kot pred pandemijo (glej graf 18). Medletna stopnja rasti najlikvidnejšega denarnega agregata M1, ki obsega vloge čez noč in gotovino v obtoku, je ostala oktobra stabilna na visoki 13,8-odstotni ravni in je tako močno prispevala k rasti agregata M3. Ta gibanja kažejo kopiranje likvidnosti v podjetjih in gospodinjstvih zaradi povečane negotovosti, pa tudi – pri gospodinjstvih – prisilno varčevanje zaradi omejenih priložnosti za trošenje. Močna denarna rast je bila tudi rezultat obsežnih ukrepov pomoči, ki so jih sprejeli ECB in nadzorni organi ter vlade, da bi zagotovili zadostno likvidnost v gospodarstvu za spopadanje z ekonomskimi posledicami pandemije.

Graf 18

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki so za oktober 2020.

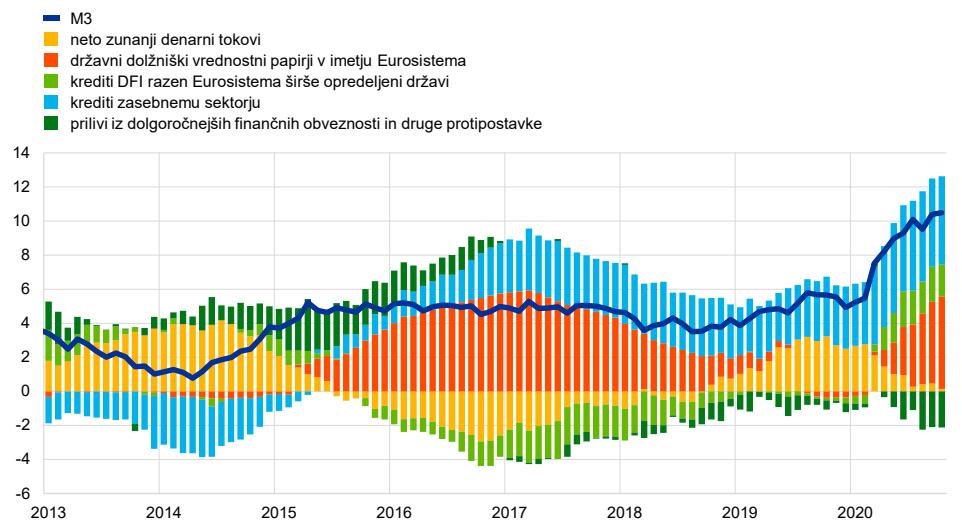
Vloge čez noč se zaradi visoke negotovosti še naprej močno povečujejo. Vloge čez noč, ki so največ prispevale k rasti agregata M3, so oktobra še naprej rasle po razmeroma stabilni in zelo visoki 14,3-odstotni medletni stopnji. Zanimanje nedenarnih sektorjev za vloge čez noč je bilo še naprej posledica previdnosti in zelo nizkih obrestnih mer, kar znižuje oportunitetne stroške imetja takih instrumentov, zlasti v primerjavi z drugimi manj likvidnimi vlogami. Rast vlog so spodbujale predvsem vloge v imetju podjetij in gospodinjstev. Pri podjetjih je bila rast vlog po državah različna, kar je posledica razlik v potrebah podjetij po likvidnosti ter različnih oblik in obsega ukrepov pomoči po državah. Poleg tega je oktobra gotovina v obtoku porasla po večinoma stabilni 10,7-odstotni medletni stopnji. Obenem je bil prispevek drugih kratkoročnih vlog in tržnih instrumentov k medletni rasti M3 še naprej majhen, in sicer v skladu z nizko ravnijo obrestnih mer in ravnanjem vlagateljev, ki so iskali donose.

S povečanjem prispevka Eurosistemu neto nakupov finančnega premoženja ostajajo domači krediti glavni vir ustvarjanja denarja. Od začetka leta 2018 do septembra 2020 je bila z vidika nasprotnih strank rast kreditov zasebnemu sektorju glavni dejavnik rasti agregata M3 (glej modri del stolpcev v grafu 19). Od oktobra 2020 so glavni dejavnik rasti agregata M3 postali Eurosistemu neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in zlasti izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (glej rdeči del stolpcev v grafu 19). Hkrati se je v zadnjih mesecih umiril tok kreditov iz bančnega sektorja (razen Eurosistema) javnemu sektorju (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 19). Neto zunanjii tokovi so bili v dvanajstih mesecih do oktobra (glej rumeni del stolpcev v grafu 19) na splošno uravnoteženi, medtem ko so dolgoročnejše finančne obveznosti in druge protipostavke negativno vplivale na rast denarja (glej temnozeleni del stolpcev v grafu 19). To je bilo zlasti posledica drugih protipostavk (zlasti repo pogodb), medtem ko so ugodni pogoji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja še naprej spodbujali nadomeščanje v strukturi bančnega financiranja in povzročili neto unovčenje dolgoročnih bančnih obveznic.

Graf 19

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

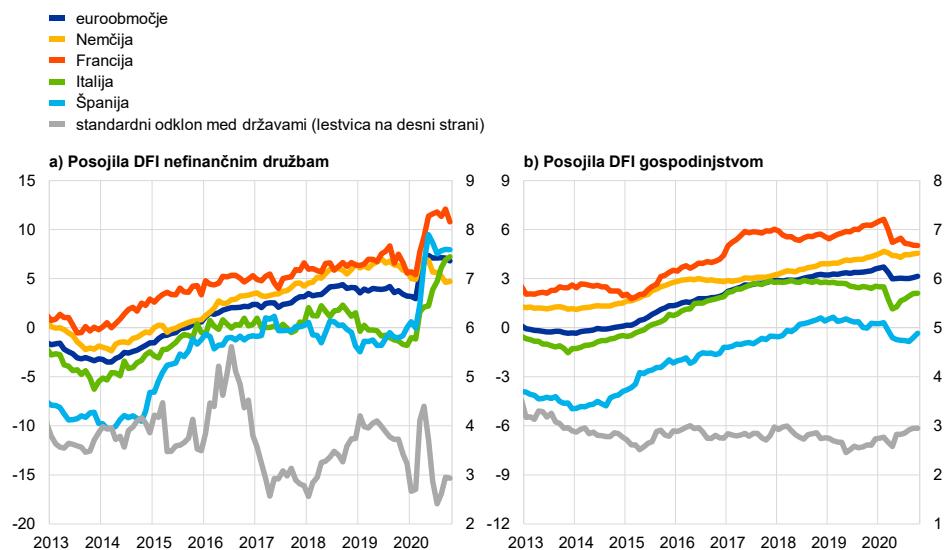
Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih finančnih institucij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Zadnji podatki so za oktober 2020.

Tokovi posojil zasebnemu sektorju se umirjajo. Medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju je bila oktobra nespremenjena na ravni 4,6% in za 1 odstotno točko višja kot pred izbruhom pandemije (glej graf 18). Kratkoročnejša dinamika kaže upočasnitev, kar se kaže v izrazito nižjih mesečnih tokovih posojil od junija naprej. Rast kreditiranja so še naprej spodbujala predvsem posojila podjetjem, ki so po septembrski 7,1-odstotni rasti oktobra dosegla 6,8-odstotno medletno stopnjo rasti, rast posojil gospodinjstvom pa je ostala nespremenjena na ravni 3,1% (glej graf 20). Medletna stopnja rasti posojil podjetjem se je upočasnila v okolju zmanjševanja nujnih potreb po likvidnosti, šibkih naložb in zaostrenih kreditnih pogojev. Odvisnost podjetij od dolgoročnejših posojil se je še naprej povečevala na račun kratkoročnejših posojil. Razlika v dinamiki posojil podjetjem in posojil gospodinjstvom je posledica posebne narave krize zaradi COVID-19, zaradi katere so se strmo zmanjšali denarni tokovi podjetij, podjetja pa je prisilila v večjo odvisnost od zunanjega financiranja.

Graf 20

Posojila DFI v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

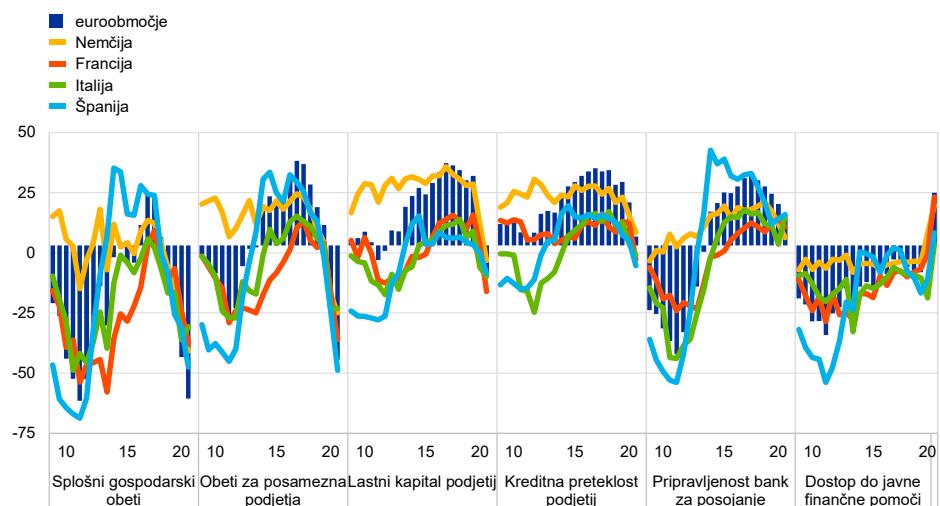
Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2020.

Mala in srednje velika podjetja (MSP) so poročala o rahlem izboljšanju dostopa do zunanjega financiranja v zadnjih šestih mesecih v primerjavi z začetkom leta 2020, vendar v prihodnjih mesecih pričakujejo poslabšanje. V skladu z anketo o dostopu podjetij financiranja (SAFE) iz novembra 2020 so MSP prvič po letu 2009 poročala o izboljšanju dostopa do javnofinančne pomoči, kar kaže, da so pobude številnih držav, da zagotovijo državna poroštva za bančna posojila med pandemijo COVID-19, dosegle ta podjetja (glej graf 21). Hkrati so podjetja zaznala, da na njihov dostop do financiranja negativno vplivajo splošni gospodarski obeti ter obeti za posamezna podjetja in njihov kapitalski položaj. Podjetja v euroobmočju so poročala tudi o izrazitem poslabšanju prometa in dobička, ki je prisotno v vseh državah in sektorjih. Ker se je izrazito povečalo povpraševanje po zunanjem financiranju za premostitev likvidnostnih vrzeli, se je še nekoliko bolj povečala finančna vrzel (razlika med povpraševanjem po zunanjem financiranju in razpoložljivost zunanjega financiranja). Rezultati ankete o dostopu podjetij do financiranja so tudi pokazali, da MSP – in v manjši meri velika podjetja – pričakujejo poslabšanje na področju razpoložljivosti večine virov zunanjega financiranja, zlasti pa bančnih posojil in kreditnih linij.

Graf 21

Dejavniki, ki vplivajo na razpoložljivost zunanjega financiranja za MSP

(v neto odstotkih)



Vir: ECB (SAFE).

Opomba: Podatki se nanašajo na ankete SAFE, in sicer od tretje (od marca do septembra 2010) do triindvajsete (od aprila 2020 do oktobra 2020).

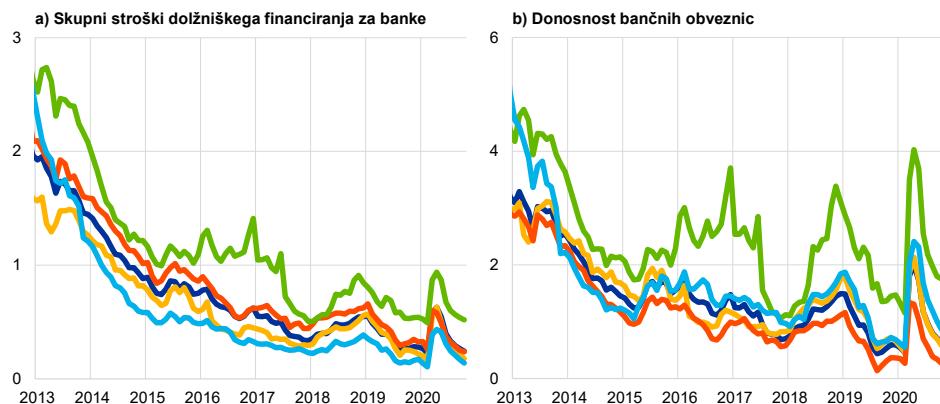
Banke se srečujejo z ugodnimi pogoji financiranja, vendar pa kreditno tveganje obremenjuje njihove bilance in dobičkonosnost. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, ki so se po izbruhu COVID-19 povečali, so se ponovno zmanjšali in skoraj dosegli najnižjo vrednost pred pandemijo, ki je bila zabeležena februarja 2020 (glej graf 22). To je bilo zlasti posledica nižje donosnosti obveznic ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Program nakupa vrednostnih papirjev in izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji ugodno vplivata na donosnost obveznic, kar pa ugodno vpliva tudi na cene vrednostnih papirjev, ki so jih izdale banke. Poleg tega so banke deloma zamenjale tržno financiranje s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja in s tem navzdol potisnile pritiske na donosnost bančnih obveznic. Cene kritih bančnih obveznic neposredno podpira tretji program nakupa kritih obveznic. Poleg tega so depozitne obrestne mere bank v euroobmočju, kar predstavlja večji del bančnega financiranja, oktobra 2020 ostale na rekordno nizki ravni in s tem prispevale k ugodnim pogojem dolžniškega financiranja. Banke v euroobmočju so od nastopa krize zaradi COVID-19 vse pogosteje zaračunavale negativne obrestne mere za bančne vloge nefinančnih družb. Hkrati ima velik del bančnega financiranja z vlogami, zlasti vlogami prebivalstva, še vedno ničelno najnižjo obrestno mero, kar zmanjšuje neto obrestne marže bank. Čeprav bankam pomagajo ugodni pogoji financiranja, poslabšanje kreditne kakovosti posojiljemalcev zaradi pandemije negativno vpliva na dobičkonosnost in kapitalski položaj bank. Kot je pokazala [anketa o bančnih posojilih v euroobmočju](#) iz oktobra 2020, so banke v tretjem četrletju 2020 zaradi ocene povečanega tveganja zaradi pandemije zaostrike svoje kreditne standarde.

Graf 22

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki so za oktober 2020.

Obrestne mere bank za posojila ostajajo zelo ugodne, vendar se pričakujejo pritiski na zvišanje. Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem so oktobra ostale blizu najnižjih vrednosti in so znašale 1,53%, za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa so se zmanjšale na novo najnižjo 1,36-odstotno vrednost (glej graf 23). To je zajelo vse države euroobmočja. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila se je ustalil na ravneh, ki so nižje od tistih pred pandemijo. Hkrati so hude gospodarske posledice pandemije za prihodke podjetij, zaposlitvene obete gospodinjstev in splošno kreditno sposobnost kreditojemalcev še naprej povzročale pritiske na zvišanje obrestnih mer bank za posojila. Videti je, da je ugoden odziv obrestnih mer bank za posojila na pandemijo do zdaj posledica dveh dejavnikov. Prvi je učinkovitost ukrepov, ki so jih sprejeli ECB, bančni nadzorniki in države, da bi odtehtali prociklični vpliv pandemije na ponudbo kreditiranja. Glede tega bo obseg shem državnih poroštev za posojila v nekaterih državah vsaj do junija 2021 še naprej ščitil posojilne obrestne mere bank pred škodljivimi gibanji na področju kreditnega tveganja kreditojemalcev. Drugi je sorazmerna lepljivost kratkoročnih obrestnih mer bank za posojila, ker banke začasno absorbirajo nekaj nihanja v svojih stroškovnih komponentah, da bi obdržale razmerja s strankami.

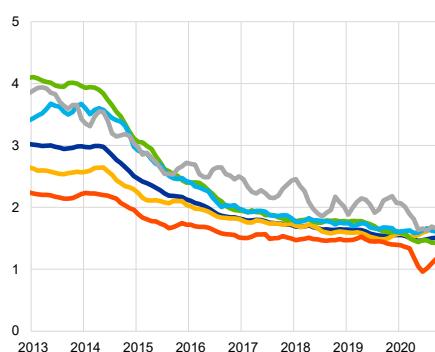
Graf 23

Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah euroobmočja

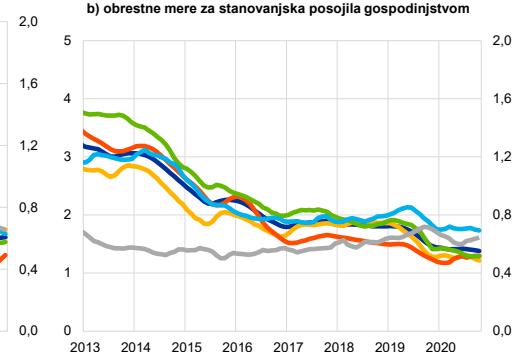
(v odstotkih na leto, 3-mesečna drseča sredina)

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

a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2020.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

euroobmočja so se v tretjem četrtletju 2020 po ocenah ustalili. Ustalitev je posledica upočasnitve izposojanja pri bankah in neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev v tem četrtletju, ki je v drugem četrtletju doseglo rekordno visoke ravni (glej sliko a v grafu 24). Poslabšanje denarnih tokov podjetij iz poslovanja in posledično visoke potrebe po financiranju so bile začasno ublažene zaradi sprostitev zaježitvenih ukrepov v tretjem četrtletju, ker je bilo število okužb s COVID-19 manjše. Upočasnitev zunanjega financiranja je bila povezana tudi s tem, da so si podjetja pred tem zgradila likvidnostne rezerve (od marca do junija), zato je bilo v tretjem četrtletju povpraševanje po kreditih manjše. Hkrati se je v tretjem četrtletju močno povečalo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, vendar je bilo to omejeno le na nekaj podjetij in zlasti v sektorju tehnologije. Obseg nebančnih posojil (nedenarnih finančnih institucij) je ostal v tretjem četrtletju nizek. Skupni tokovi zunanjega financiranja so bili v tretjem četrtletju 2020 zaradi ugodnih pogojev financiranja na splošno še vedno višji od četrtletnega povprečja, zabeleženega v letih od 2016 do 2019. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so konec oktobra znašali 4,5% (glej sliko b v grafu 24). Ta raven je bila okoli 40 bazičnih točk nižja od najvišje vrednosti iz marca 2020 in 40 bazičnih točk višja kakor junija 2020, ko je bila najnižja. Zmanjšanje od marca do junija je bilo posledica strmega zmanjšanja stroškov lastniških vrednostnih papirjev in tržnega dolžniškega financiranja. Od konca oktobra do konca referenčnega obdobja (9. decembra 2020) so se skupni stroški financiranja zaradi nižjih stroškov tržnega dolžniškega financiranja in lastniških vrednostnih papirjev po ocenah zmanjšali za okoli 15 bazičnih točk na 4,4%.

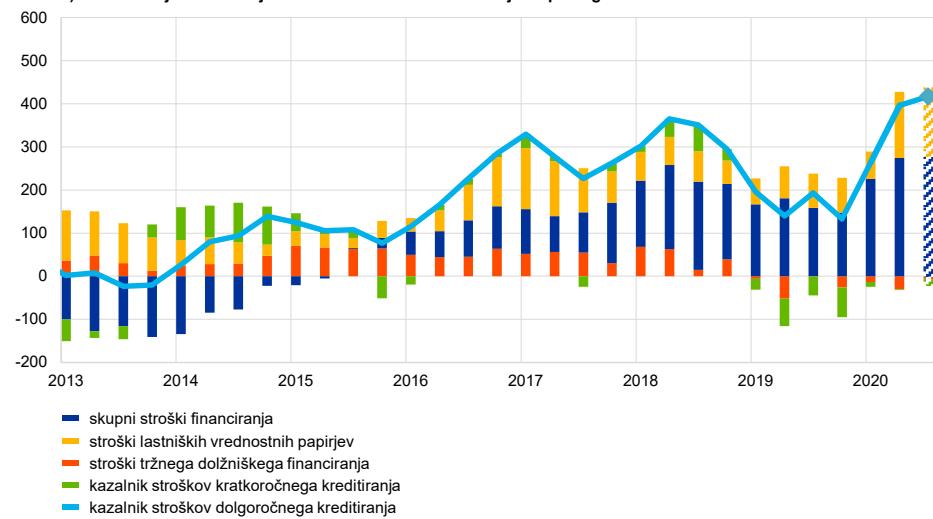
Graf 24

Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

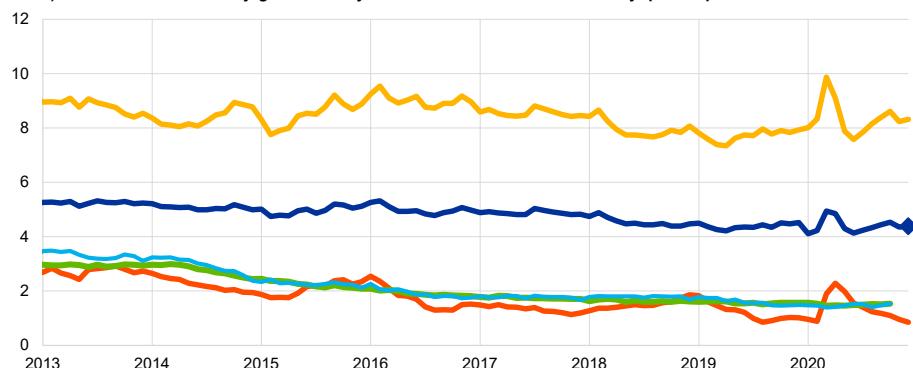
(letni tokovi v milijardah EUR – slika a; v odstotkih na leto – slika b)

- posojila DFI nefinančnim družbam (prilagojeno)
- neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb
- neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb
- posojila nedenarnih finančnih institucij nefinančnim družbam (razen listinjenja)
- skupaj

a) Neto zunanje financiranje nefinančnih družb euroobmočja na podlagi izbranih instrumentov



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



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

Opombe: Slika a: Neto zunanje financiranje je vsota posojil DFI, neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi, in posojil nedenarnih finančnih institucij. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter zdrževanje denarnih sredstev. Posojila nedenarnih finančnih institucij obsegajo posojila, ki so jih odobrili drugi finančni posredniki ter zavarovalne družbe in pokojninski skladi, razen listinjenih posojil. Črtkan stolpec in svetlobmodra karo oznaka se nanašata na ocene za drugo četrletje 2020. Slika b: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodra karo oznaka se nanaša na oceno skupnih stroškov financiranja za november 2020, če predpostavimo, da bodo ostale obrestne mere bank za posojila nespremenjena na ravni iz oktobra 2020. Zadnji podatki za sliko a so za drugo četrletje 2020 iz računov euroobmočja – ocene za tretje četrletje 2020 temeljijo na podatkih o bilanci stanja ECB in vrednostnih papirjih ter Dealogic. Zadnji podatki za sliko b so za 9. december 2020 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (dnevni podatki), za 4. december 2020 pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in za oktober 2020 pri stroških posojil (mesečni podatki).

Javnofinančna gibanja

Obsežna javnofinančna podpora prek samodejnih stabilizatorjev in diskrečijskih ukrepov, ki so jih sprejele vlade držav euroobmočja, je ublažila precejšnji negativni vpliv pandemije koronavirusa (COVID-19) na realno gospodarstvo. Javnofinančni stroški te podpore so bili za vse države euroobmočja zelo visoki, čeprav se med državami močno razlikujejo. Zaradi gospodarskega upada in javnofinančne podpore naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah precej povečal, in sicer z 0,6% BDP v letu 2019 na 8,0% BDP v letu 2020. Zatem naj bi se stopnja primanjkljaja v letu 2021 zmanjšala na 6,1% BDP in v naslednjih dveh letih na 3,9% oziroma 3,0% BDP. K izboljšanju bo po pričakovanjih prispevalo postopno odpravljanje interventnih ukrepov, medtem ko se bo ciklična komponenta močno izboljšala šele od leta 2022. Kot posledica javnofinančnih ukrepov in poslabševanja gospodarskih razmer naj bi se skupni delež javnega dolga euroobmočja v letu 2020 po ocenah močno povečal in v letu 2021 dosegel najvišjo vrednost, nato pa naj bi se le zelo počasi zmanjševal. Zaradi silovitega krčenja gospodarstva euroobmočja je še naprej ključno, da države izvajajo javnofinančne politike, ki so ambiciozne in medsebojno usklajene, čeprav bi morali biti fiskalni ukrepi, sprejeti kot odgovor ob pandemiji, čim bolj ciljno usmerjeni in začasni. Hkrati je zaradi šibkega povpraševanja podjetij in gospodinjstev ter velikega tveganja, da bo ob novih zaježitvenih ukrepih, uvedenih zaradi novega vala pandemije, okrevanje odloženo, potrebna nadaljnja podpora s strani nacionalnih javnofinančnih politik. Sklad »EU naslednje generacije«, ki dopolnjuje javnofinančne ukrepe na nacionalni ravni, bo prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in enakomernejšemu okrevanju, s čimer se bosta povečala gospodarska odpornost in sposobnost gospodarstev držav članic EU za rast, zlasti če se sredstva namenijo za produktivno javno porabo in jih spremljajo strukturne politike, ki povečujejo produktivnost.

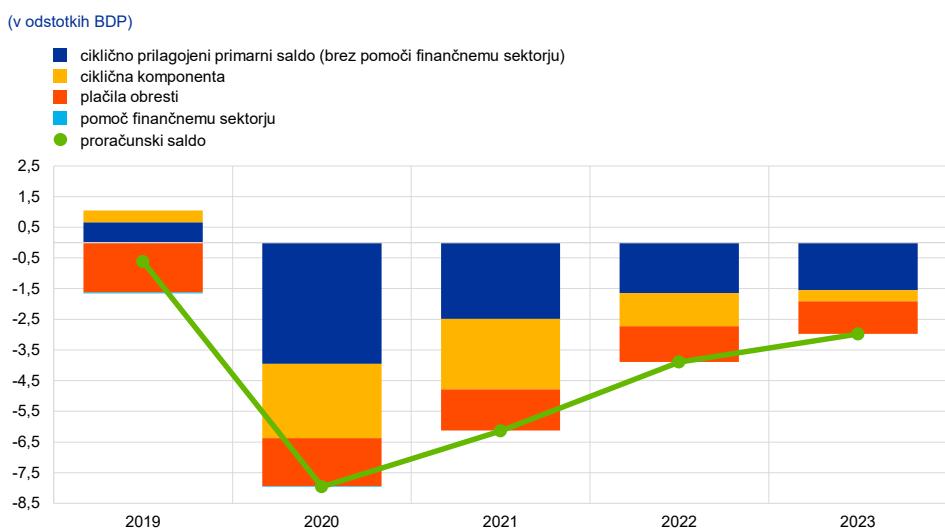
Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2020 močno poslabšal, nato pa postopoma izboljšal.⁹ Po teh projekcijah naj bi se stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju zvišala z 0,6% BDP leta 2019 na 8,0% BDP leta 2020, nato pa se leta 2021 znižala na 6,1%, leta 2022 še na 3,9% in leta 2023 na 3,0% (glej graf 25). Poslabšanje proračunskega salda v letu 2020 je večinoma posledica poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda zaradi ukrepov v podporo gospodarstvu v višini okrog 4,5% BDP, od česar največji del predstavlja dodatna poraba, zlasti v obliki transferjev in subvencij podjetjem in gospodinjstvom, med drugim prek programov subvencioniranja skrajšanega delovnega časa ali čakanja na delo. Poleg tega je tudi posledica velike negativne ciklične komponente, skladne z močnim poslabšanjem gospodarske aktivnosti v euroobmočju.¹⁰ Na poznejše izboljšanje proračunskega salda naj bi najprej vplivalo izboljšanje ciklično prilagojenega primarnega salda, saj se bo del interventnih ukrepov od leta 2021 postopno iztekel. Prispevek gospodarskega cikla naj bi se precej izboljšal šele od leta 2022 in v celotnem obdobju projekcij ostaja

⁹ Glej »Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 10. decembra 2020 na spletnem mestu ECB.

¹⁰ Upoštevati je treba, da trenutno obstaja zelo visoka stopnja negotovosti glede razčlenitve na cikel in trend.

negativen. Te javnofinančne napovedi spremlya izjemno velika negotovost, zlasti kar zadeva velikost, časovni okvir in sestavo javne porabe iz sklada »EU naslednje generacije«, splošneje pa tudi zato, ker se morajo ekonomske politike nujno sproti odzivati na potek pandemije.

Graf 25
Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Države euroobmočja poleg javnofinančne podpore gospodarstvu zagotavljajo tudi obsežna poroštva za posojila, katerih namen je krepite likvidnostni položaj podjetij. Ta poroštva znašajo skupno okrog 17% BDP celotnega euroobmočja, se pa po velikosti med državami precej razlikujejo. Poroštva za posojila so pogojne obveznosti države, zato bodo povzročila dodane javne izdatke v znesku, v katerem bodo uveljavljena, s čimer se bo povečal javni dolg.

V primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomske projekcijami strokovnjakov ECB naj bi bili javnofinančni obeti v letu 2020 manj negativni, v letih 2021 in 2022 pa bolj negativni. Proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP je bil za leto 2020 popravljen za 0,8 odstotne točke navzgor, za leti 2021 in 2022 pa za 1,2 oziroma 0,3 odstotne točke navzdol. Manjši javnofinančni primanjkljaj v letu 2020 je predvsem posledica manj negativnega ciklično prilagojenega salda, pa tudi rahlo manj negativne ciklične komponente. Ta slika naj bi se v naslednjih dveh letih, ko naj bi bila ciklično prilagojeni saldo in ciklična komponenta manj negativna, kot je bilo predhodno pričakovano, obrnila.

Agregatna naravnost javnofinančne politike je bila v letu 2020 zelo ekspanzivna, vendar se v letih 2021 in 2022 pričakuje zmerno zmanjšanje podpore, saj se bodo interventni ukrepi postopno izteklji.¹¹ Javnofinančna

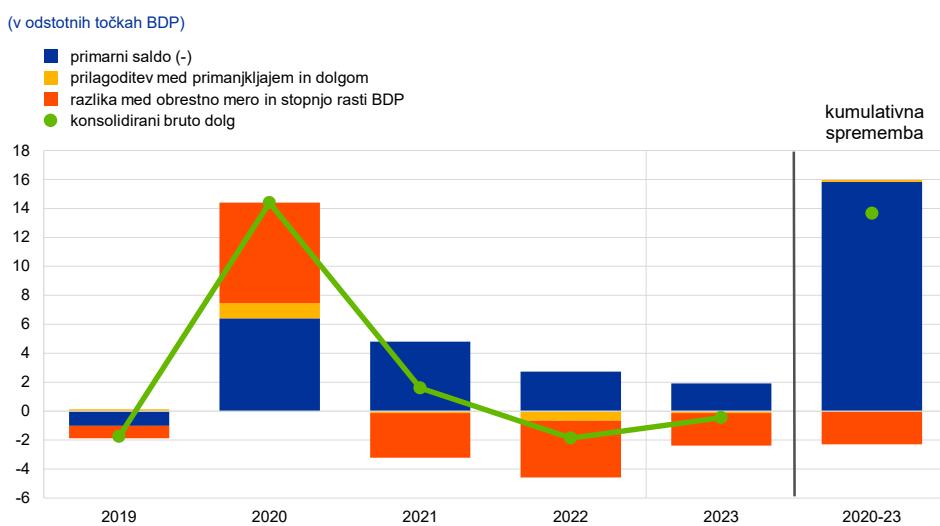
¹¹ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembu ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

politika je bila v letu 2019 po ocenah rahlo ekspanzivna, v letu 2020 pa naj bi bila po pričakovanjih zelo spodbujevalna na ravni 4,8% BDP. Nasprotno naj bi se v letih 2021 in 2022 nekoliko zaostrlila za 1,5% oziroma 0,8% BDP, v letu 2023 pa naj bi bila približno nevtralna. To je odraz postopnega izteka izrednih interventnih ukrepov ob pandemiji od leta 2021 dalje. Kljub postopnemu zaostrovanju bo skupni javnofinančni saldo ostal znatno negativen, saj bodo javnofinančni instrumenti še naprej podpirali gospodarsko okrejanje vse do konca obdobja projekcij.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se je v letu 2020 močno povečal in naj bi v letu 2021 dosegel najvišjo vrednost (okrog 100% BDP), nato pa naj bi se zelo postopno zmanjševal. Povečanje deleža javnega dolga v letih 2020 in 2021 za 14,5 oziroma 1,5 odstotne točke je predvsem posledica velikega primarnega primanjkljaja ter v letu 2020 zelo neugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. V letu 2020 je k povečanju prispevala tudi obsežna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom zaradi ukrepov, povezanih s pandemijo, kot je likvidnostna podpora podjetjem in gospodinjstvom. V letih 2022 in 2023 bosta vse manjši, še vedno pa precej velik primarni primanjkljaj ob predvidenem okrejanju gospodarske aktivnosti več kot odtehtala ugoden prispevek vse boljše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter negativna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom v letu 2022 (glej graf 26). Zato bo po pričakovanjih delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu obdobja projekcij leta 2023 znašal 97,8%.

Graf 26

Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Evrosistema.

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

Potrebno bo precej časa, da se bodo bilance vrnile na predkrizno raven.

Zmanjševanje proračunskih neravnovesij je med drugim odvisno od hitrosti okrejanja v letu 2021, zlasti po pozitivnih novicah o več cepivih proti COVID-19. Poleg tega bi morali usklajeni javnofinančni ukrepi, sprejeti v Evropski uniji, spodbuditi gospodarsko rast. Hkrati ugodni pogoji financiranja še naprej zavirajo stroške servisiranja dolga. V prihodnje je še vedno pomembno, da države članice ponovno vzpostavijo zdrav

javnofinančni položaj, vključno z manjšim javnim dolgom, ko bo gospodarska aktivnost okrevala.¹²

¹² Osnutki proračunskih načrtov za leto 2021 in mnenja Evropske komisije so podrobneje obravnavani v okviru z naslovom »Osnutki proračunskih načrtov za leto 2021: ocena v času krize zaradi koronavirusa« v tej številki Ekonomskega biltena.

Okvirji

1 Brazgotine, ki so jih v svetovnem gospodarstvu pustile pretekle krize

Pripravili Natalia Martín Fuentes in Isabella Moder

Pandemija koronavirusa (COVID-19) predstavlja izjemen šok za svetovno gospodarstvo. Kot prvo je šok večplasten, saj sta izredne razmere na področju javnega zdravja dodatno zaostriла inducirani šok na strani ponudbe (po uvedbi strogih ukrepov za omejitev gibanja) in šok v povpraševanju, ki je nastal zaradi naraščanja brezposelnosti in krepitve negotovosti. Kot drugo so bili zaradi pandemije spreteti različni in zelo obsežni ukrepi javnih politik, ki so resda ublažili negativne učinke na gospodarsko aktivnost, vendar bi lahko dodatno zaostrili obstoječa neravnovesja v svetovnem gospodarstvu in vzbudili strahove o vzdržnosti javnega in zasebnega dolga ter o obsegu razdolževanja v prihodnosti. In tretjič, nekatere panoge so ukrepi za omejitev gibanja in spremembe v vedenju potrošnikov prizadeli posebej močno in ti dejavniki bodo verjetno ostali prisotni vsaj do takrat, ko bo izvedena učinkovita medicinska rešitev.

Zaradi kompleksne narave šoka COVID-19 je treba preučiti, kakšne bi lahko bile njegove posledice za dolgoročno sposobnost svetovnega gospodarstva za rast. V tem okvirju bomo zato pregledali pretekle krize in transmisiju kanale, preko katerih so te prizadele potencialni proizvod.¹³ Analiza je povezana z veliko negotovostjo, saj je potencialni proizvod nemerljiva spremenljivka. Poleg tega je kriza COVID-19 v mnogih pogledih posebna, zato pretekle krize niso nujno zanesljiv pokazatelj trajnih posledic, ki bi jih tokratna kriza lahko pustila v svetovnem gospodarstvu, med drugim tudi zato, ker še vedno ni znano, kako dolgo bo kriza trajala, kar je eden glavnih parametrov za oceno možnih trajnejših posledic.

Tradicionalno preričanje, da nihanja gospodarskega cikla ne vplivajo na dolgoročno rast, je v ekonomski literaturi izpodbijano. Tako je denimo pojav histereze na trgu dela (tj. dolgotrajnih učinkov šoka na brezposelnost) obsežno obravnavan v mnogih raziskavah in diskusijah.¹⁴ Poleg tega so nedavni prispevki v literaturi, ki jih je spodbudilo počasno okrevanje po svetovni finančni krizi, pokazali, da recesije pustijo dolgotrajne posledice ali »brazgotine« na ravni BDP,¹⁵ saj ciklični dogodki po več kanalih prizadenejo ponudbeno stran gospodarstva in tako vplivajo na dolgoročni trend.

¹³ Glej članek z naslovom »The impact of uncertainty on activity in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2020.

¹⁴ Glej npr. Blanchard, O.J. in Summers, L.H., »Hysteresis and the European Unemployment Problem«, *NBER Working Papers*, No 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

¹⁵ Glej npr. Cerra, V., Fatás, A. in Saxena, S.C., »Hysteresis and Business Cycles«, *CEPR Discussion Papers*, No DP14531, 2020; Jordà, O., Schularick, M. in Taylor, A.M., »Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered«, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, No 2020-11, 2020; ter Bluedorn, J. in Leigh, D., »Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters«, *IMF Working Papers*, No 18/163, 2018.

Preučitev trajnih posledic ali brazgotin, ki so jih pustile pretekle krize, daje nekaj opornih točk za oceno, kako bi šok COVID-19 lahko prizadel potencialni proizvod.¹⁶ Kot je pokazala lokalnoprojekcijska analiza preteklih epidemij, je začetni vpliv na raven potencialnega proizvoda razmeroma kratkotrajen in navadno izgine dve leti po koncu epidemije (glej graf A, slika zgoraj levo).¹⁷ Pri tem je treba upoštevati, da so bile pretekle epidemije, ki so zajete v analizi, večinoma lokalizirani dogodki, ki niso primerljivi z veliko globalno pandemijo.¹⁸ Zato smo ocenili tudi učinke dveh dodatnih eksogenih vrst krize na potencialni proizvod, in sicer učinke naftnega embarga organizacije OPEC v letih 1973–1974, ki ga je mogoče obravnavati kot eksogeni negativni ponudbeni šok za države pod embargom,¹⁹ in učinke večjih vojn.²⁰ Rezultati kažejo, da je imel naftni embargo negativen vpliv na potencialni proizvod samo v prvem letu po šoku (slika desno zgoraj), medtem ko rezultati za večje vojne (slika spodaj levo) kažejo, da močnemu začetnemu vplivu navadno sledi strmo povojno gospodarsko okrevanje in da ni dolgotrajnejših posledic oz. brazgotin (tj. po štirih letih). Vseeno zelo široki intervali zaupanja kažejo na veliko heterogenost v dolgoročnih posledicah vojn.

¹⁶ Spodnji rezultati temeljijo na lokalnih projekcijah iz modela, ki zajema podatke za 117 držav med leti 1970 in 2017. Neodvisne spremenljivke predstavljajo kumulativno rast potencialnega proizvoda v vsakem letu. Pojasnjevalne spremenljive vsebujejo avtoregresivne člene štirih odlogov, slammate spremenljivke za dogodeke ter učinke, ki so fiksirani za posamezno državo. Viri podatkov so tabele Penn World Tables za potencialni proizvod in njegove podkomponente ter Laeven, L. in Valencia, F., »*Systemic Banking Crises Revisited*«, IMF Working Papers, No 18/206, 2018, za finančne krize.

¹⁷ Zajete so naslednje pretekle epidemije: SARS (2003), prašičja gripa (2009–2010), MERS (2013), virus ebola (2014–2015) in virus zika (2016). Šteje se, da je država prizadeta, če je registrirala vsaj deset primerov.

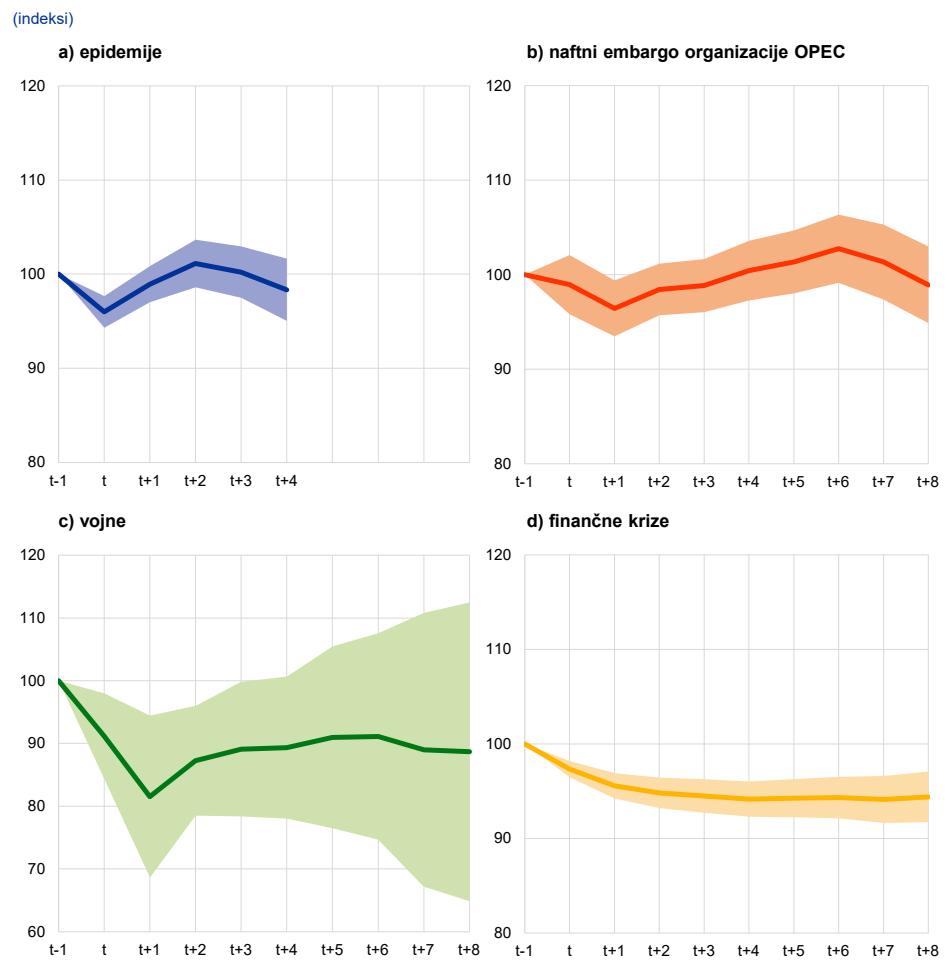
¹⁸ Glej tudi Jordà, Ó., Singh, S.R. in Taylor, A.M., »*Longer-Run Economic Consequences of Pandemics*«, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers, No 2020-09, 2020, ki so odkrili velike dolgotrajne makroekonomske posledice 15 večjih pandemij od 14. stoletja naprej.

¹⁹ Ocjenjevalni vzorec zajema naslednje države, za katere je organizacija OPEC uvedla naftni embargo: Kanada, Japonska, Nizozemska, Portugalska, Južna Afrika, Združeno kraljestvo in ZDA. Medtem ko je naftni embargo organizacije OPEC imel zgolj kratkotrajen učinek na države pod embargom v primerjavi z državami, za katere embargo ni veljal, pa je trajno zvišanje cene nafta, ki ga je povzročil šok zaradi dviga cene nafta v 1970-ih letih, še zlasti drugi šok cene nafta, verjetno imelo trajnejše posledice za svetovni potencialni proizvod. Glej tudi članek »*The impact of COVID-19 on potential output in the euro area*«, Economic Bulletin, številka 7, ECB, 2020.

²⁰ V vzorcu so zajete naslednje vojne: državljanska vojna v Libanonu (1975–1990), zalivska vojna v Iraku (1990–1991), vojne v Jugoslaviji (1991–1999), državljanska vojna v Sierri Leone (1991–2002), druga vojna v Kongu (1999–2003), vojna v Iraku (2003–2011), državljanska vojna v Siriji (2011 do danes) in državljanska vojna v Iraku (2014–2017).

Graf A

Dolgoročni negativni vpliv preteklih epidemij in drugih kriz na raven potencialnega proizvoda



Vir: izračuni ECB na podlagi tabel Penn World Tables ter Laeven in Valencia (glej opombo 4).

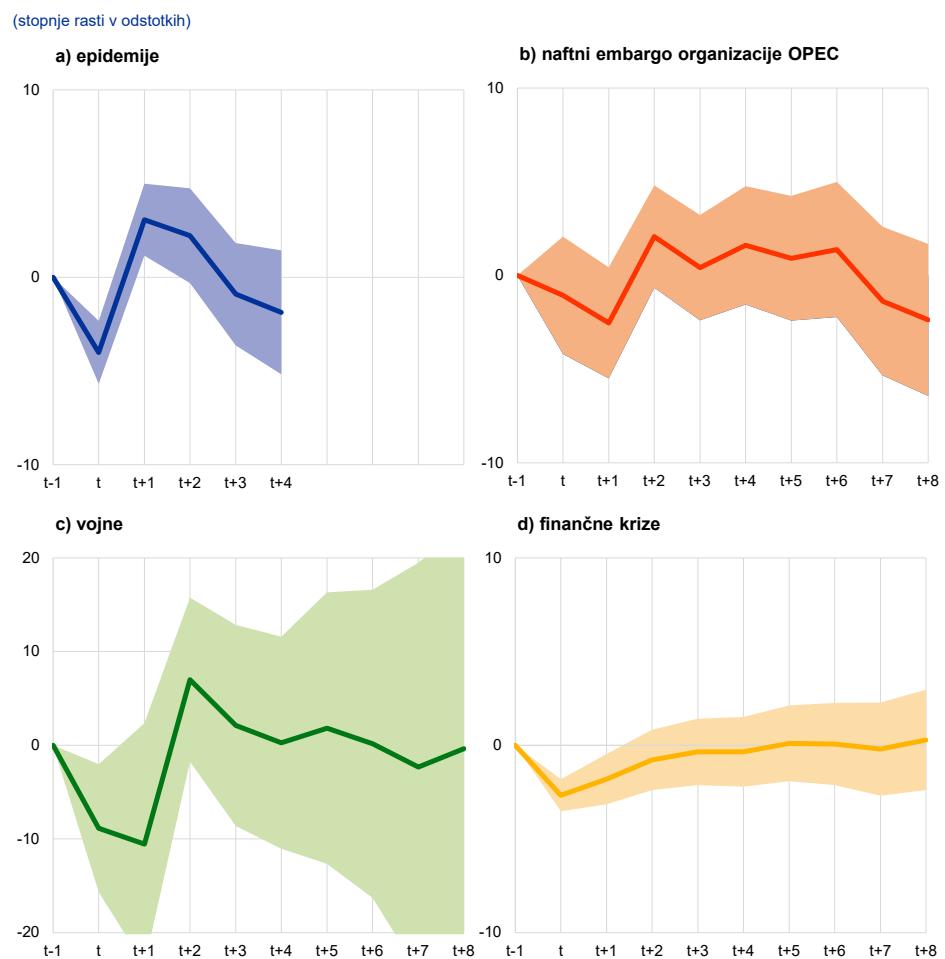
Opomba: neprekinjačna črta kaže vpliv dogodka na raven potencialnega proizvoda v letu t do obdobja t+8, tj. osem let po koncu dogodka, obarvano območje pa označuje 95-odstotni interval zaupanja. Vpliv na potencialni proizvod je ocenjen s pristopom lokalnih projekcij in na podlagi globalnega panela, ki vključuje vse dogodke sočasno, štirih odlogov rasti potencialnega proizvoda, da se kontrolira za endogenost, in fiksnih učinkov na države. Ker je večina epidemij, zajetih v analizi, razmeroma nedavnih, je iz vzorca mogoče izračunati samo njihov vpliv do štirih let po koncu epidemije. Potencialni proizvod je opredeljen kot raven proizvoda, ki je skladna s produktivnimi zmogljivostmi gospodarstva.

Nasprotno so finančne krize povezane z zelo vztrajnim premikom potencialnega proizvoda navzdol.

Rezultati za pretekle finančne krize (kot primere endogenih kriz, tj. kriz, ki so jih povzročila nakopičena gospodarska neravnovesja) kažejo na približno 5-odstotno izgubo potencialnega proizvoda celo po osmih letih, kar je skladno z zgoraj omenjeno nedavno literaturo. To potrjuje tudi dejstvo, da pri recesijah, ki so jih povzročile finančne krize, po koncu recesije ni mogoče opaziti nikakršnega preseganja običajnih stopenj rasti, kar kaže na dolgotrajne negativne učinke na raven potencialnega proizvoda (glej graf B). To se razlikuje od eksogenih kriz (tj. epidemij, embarga OPEC in vojn), kjer začetnemu upadu sledijo nadpovprečno visoke stopnje rasti, ki potencialni proizvod gospodarstva vrnejo na raven dolgoročnega trenda.

Graf B

Vpliv preteklih epidemij in drugih kriz na rast potencialnega proizvoda



Viri: izračuni ECB na podlagi tabel Penn World Tables ter Laeven in Valencia (glej opombo 4).
Opomba: Neprekinitena črta kaže vpliv dogodka na stopnjo rasti potencialnega proizvoda v letu t do obdobja t+8, tj. osem let po koncu dogodka, obarvan območje pa označuje 95-odstotni interval zaupanja. Vpliv na potencialni proizvod je ocenjen s pripomgom lokalnih projekcij in na podlagi globalnega panela, ki vključuje vse dogodek sočasno, štirih odlogov rasti potencialnega proizvoda, da se kontrolira za endogenost, in fiksnih učinkov za države. Ker je večina epidemij, zajetih v analizi, razmeroma nedavnih, je iz vzorca mogoče izračunati samo njihov vpliv po štirih let po koncu epidemije. Potencialni proizvod je opredeljen kot raven proizvoda, ki ustreza produktivnim zmogljivostim gospodarstva.

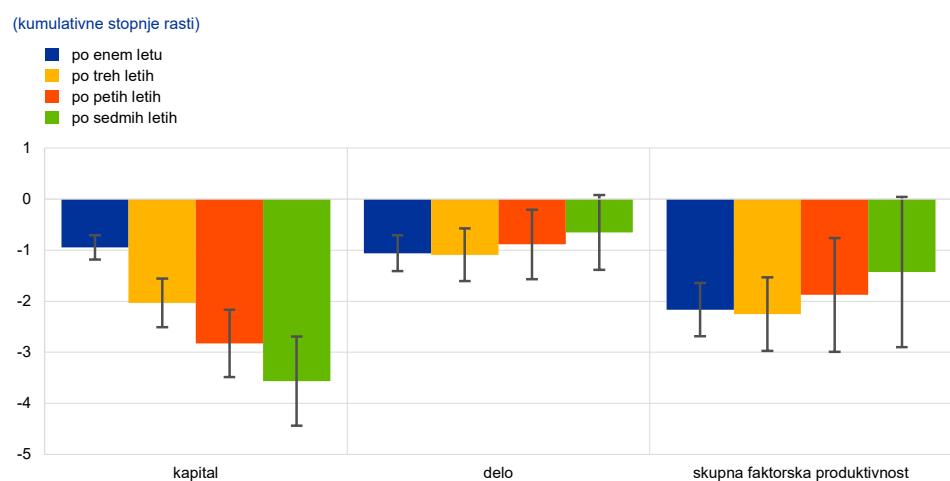
Podatki kažejo, da je v recesijah, ki so sledile finančnim krizam, kriza posebej dolgorajno vplivala na obseg razpoložljivega kapitala.²¹ Koristno je oceniti vpliv preteklih finančnih kriz na posamezne komponente potencialnega proizvoda. Finančna kriza najprej prizadene vse tri komponente ponudbe v proizvodni funkciji (glej graf C). Medtem ko negativni vpliv na skupno faktorsko produktivnost in na vložek dela po približno treh letih začne upadati, pa negativni vpliv na obseg razpoložljivega kapitala vztraja dalj časa in predstavlja glavni vir dolgoročnih negativnih učinkov finančne krize.

²¹ V skladu z zgoraj obravnavanim kratkotrajnim vplivom na potencialno rast je vpliv epidemij, embarga OPEC in vojn na posamezne komponente ponudbene strani bodisi kratkotrajen ali pa zanemarljiv in zato tu ni nadalje obravnavan. Edina izjema je negativen vpliv epidemij na ponudbo delovne sile (vključno s človeškim kapitalom), ki se s časom povečuje. Rezultati za epidemije so na splošno podobni rezultatom raziskav, ki jih je nedavno predstavila Svetovna banka. Glej Dieppe, A. (ed.), »Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies«, Svetovna banka, 2020.

Pandemija COVID-19 bi lahko negativno vplivala na obseg razpoložljivega kapitala, kot se je zgodilo v preteklih finančnih krizah. Depreciacija kapitala se je zaradi pandemije COVID-19 verjetno povečala, posebej v kapitalsko intenzivnih panogah, ki jih je prizadela kriza, kot je zračni promet, kjer deli osnovnega kapitala lahko postanejo zastareli, pa tudi v drugih panogah, ki so v težavah zaradi šoka s strani povpraševanja. Poleg tega bo konsolidacija javnih financ po krizi, v povezavi s slabimi gospodarskimi obeti za podjetja, lahko prispevala k temu, da bo raven naložb daljše obdobje ostala nizka.²²

Graf C

Vpliv finančnih kriz na ponudbene komponente potencialnega proizvoda



Viri: izračuni ECB na podlagi tabel Penn World Tables ter Laeven in Valencia (glej opombo 4).

Opombe: stolpci kažejo vpliv finančnih kriz na ponudbene komponente po določenem številu let od konca krize. Črne doljice označujejo 95-odstotni interval zaupanja. Vpliv na potencialni proizvod je ocenjen s pristopom lokalnih projekcij in na podlagi globalnega panela, ki vključuje vse dogodek sočasno, štirih odlogov rasti potencialnega proizvoda, da se kontroliра za endogenost, in učinkov, ki so fiksirani za posamezno državo. Potencialni proizvod je opredeljen kot raven proizvoda, ki ustreza produktivnim zmogljivostim gospodarstva.

Ker je šok COVID-19 prizadel predvsem delovno intenzivne panoge, bi bil začetni vpliv na ponudbo delovne sile lahko večji kot v preteklih finančnih krizah. Z izjemo prometa so panoge, ki so jih ukrepi za zaježitev pandemije najbolj prizadeli (tj. trgovina na drobno, nastanitvene in gostinske storitve, zabava in rekreacija), na splošno bolj delovno- kot kapitalsko intenzivne (glej graf D). Po drugi strani so ukrepi lahko posredno prizadeli tudi panoge, na katere niso bili usmerjeni, ker se je zmanjšala prodaja proizvodov za vmesno porabo prizadetim panogam.²³ Ali bo izguba teh delovnih mest postala bolj trajna, bo odvisno od hitrosti realokacije delavcev med panogami in podjetji. Posledice pandemije za trg dela, kot so denimo zmanjšanje delovne sile zaradi povečanja števila odvrnjenih iskalcev zaposlitve ali bolj omejeni svetovni migracijski tokovi v razvita gospodarstva, bi lahko povzročile trajnejše skrčenje delovne sile. Skupaj z negativnim vplivom na akumulacijo

²² V prvi polovici leta 2020 so se svetovne naložbe (brez euroobmočja) zmanjšale za približno 11%, kar je več kot po svetovni finančni krizi: med tretjim četrletjem 2008 in prvim četrletjem 2009 so se svetovne naložbe skupno zmanjšale za 8%. Po napovedih OECD bodo svetovne naložbe v četrtem četrletju 2012 še vedno za 4% nižje kot v četrtem četrletju 2019 (podatki temeljijo na netehanem povprečju za Avstralijo, Kanado, Japonsko, Južno Korejo, Združeno kraljestvo in ZDA). Glej »[OECD Economic Outlook No 107 - Single-hit scenario - Edition 2020/1](#)«, *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* (baza podatkov), OECD, 2020.

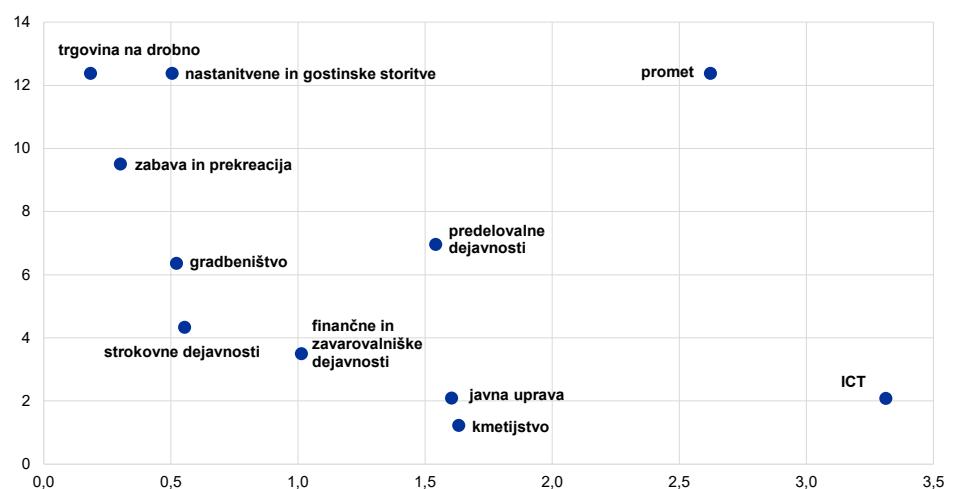
²³ Glej Laeven, L., »[Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation](#)«, *CEPR Discussion Papers*, No DP15022, 2020.

človeškega kapitala zaradi zaprtja mnogih šol bi to krčenje lahko še dodatno zmanjšalo ponudbo delovne sile.²⁴ Obenem je treba upoštevati, da bodo izgube delovne sile odvisne od odziva javnih politik in uspešnosti politik na trgu dela za ublažitev teh učinkov.²⁵

Graf D

Izgube po panogah zaradi ukrepov za zaježitev pandemije COVID-19 in stopnja kapitalske/delovne intenzivnosti

(os x: stanje osnovnih sredstev na zaposlenega; os y: ocenjena izguba dodane vrednosti v odstotkih)



Viri: izračuni ECB in baza podatkov EU KLEMS.

Opombe: izgube v posameznih panogah zaradi ukrepov za zaježitev pandemije COVID-19 temelijo na oceni strokovnjakov ECB na podlagi vzorca globalnih sistemsko pomembnih držav in so izračunane kot netehano povprečje. Stopnja kapitalske/delovne intenzivnosti je izračunana kot stanje osnovnih sredstev (leta 2017) deljeno z vložkom dela (število zaposlenih v letu 2017) za vsako panogo, kot netehano povprečje vzorca 19 držav.

Čeprav je kriza COVID-19 verjetno negativno vplivala tudi na produktivnost, bi bila okrepljena uporaba digitalnih tehnologij na daljši rok lahko tudi pozitivna. Kriza COVID-19 bi skupno faktorsko produktivnost lahko prizadela na različne načine. Prvič, pandemija COVID-19 bi vire lahko začasno priklenila v neproduktivne panoge, zato bo ponovno usmerjanje produktivnih virov v hitro rastoče panoge verjetno trajala nekaj časa.²⁶ Nadalje bi se inovacije lahko upočasnile zaradi manjših vlaganj v raziskave in razvoj, in sicer tako v javnem sektorju zaradi konsolidacije javnih financ kot tudi v zasebnem sektorju zaradi večje negotovosti. Poleg tega bi vračanje svetovnih proizvodnih verig v izvirne države po krizi COVID-19 lahko zaviralo inovacije in prelivanje znanja med državami. Po drugi strani bi okrepljena raba digitalnih tehnologij, ki jo je spodbudila kriza COVID-19, lahko pospešila digitalno preobrazbo

²⁴ Glej Burgess, S. in Sievertsen, H.H., »[Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education](#)«, *VoxEU*, 2020, ki ocenjujeta, da »bo imelo tudi razmeroma kratko obdobje, ko ni šole, posledice za razvoj večin«.

²⁵ Glej okvir z naslovom »[A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

²⁶ Ko pa se bo to zgodilo, bi takšna realokacija virov v produktivnejše panoge lahko pozitivno vplivala na agregatno produktivnost. Poleg tega bi šok COVID-19 lahko močneje prizadel manj produktivna podjetja, kar bi načeloma lahko imelo pozitiven učinek na agregatno produktivnost. Glej okvir 2 in članek z naslovom »[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2020.

svetovnega gospodarstva in s tem pozitivno prispevala k skupni faktorski produktivnosti.²⁷

²⁷ Dejansko so vodilna podjetja v euroobmočju v nedavni anketi kot dva dolgoročna učinka pandemije na strani ponudbe najpogosteje navedla več dela na daljavo in pospešitev digitalizacije (glej okvir z naslovom »[Dolgoročni učinki pandemije: vpogledi iz ankete vodilnih podjetij](#)« v tej številki Ekonomskega biltena).

2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 22. julija do 3. novembra 2020

Pripravila Simon Forsyth in Ross Murphy

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020, ki sta trajali od 22. julija do 15. septembra oziroma od 16. septembra do 3. novembra 2020. V tem obdobju se je volatilnost na trgih, povezana s krizo zaradi koronavirusa (COVID-19), ki se je pojavila na začetku leta, umirila. Ukrepi, ki so jih objavile centralne banke, so tudi poleti spodbudno vplivali na delovanje trgov.

Raven centralnobančne likvidnosti v bančnem sistemu se je v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv leta 2020 še naprej povečevala. To je bilo zlasti posledica poravnave tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ter nakupov vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP).

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 2.044,5 milijarde EUR. To je bilo za 109,8 milijarde EUR več od povprečja v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A). Neto avtonomi dejavniki so se povečali za 107,3 milijarde EUR na 1.901,6 milijarde EUR, obvezne rezerve pa za 2,6 milijarde EUR na 142,9 milijarde EUR.

V obravnavanem obdobju so bile vloge države še naprej daleč najpomembnejši dejavnik umikanja likvidnosti. Vloge države so se še naprej povečevale, toda počasneje kot v prejšnjem obdobju. V povprečju so se povečale za 146,7 milijarde EUR na 727,9 milijarde EUR. V obravnavanem obdobju so bile vloge držav euroobmočja rekordno visoke ter znašale povprečno več kot 11% bilance stanja Eurosistema v primerjavi s približno 9% v prejšnjem obravnavanem obdobju in 6% v prvih dveh letošnjih obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv. Dejavniki, ki povečujejo likvidnost, so se povečali za 41,6 milijarde EUR, tako da so le deloma izravnali povečanje obsega vlog države. Neto aktiva v eurih se je tako povečala za 83,7 milijarde EUR, kar je bilo delno izravnano z zmanjšanjem neto tuje aktive za 42,1 milijarde EUR (glej rubriko »Aktiva« v tabeli A).

V celoti gledano je v obravnavanem obdobju celotna ponudba likvidnosti z operacijami denarne politike še naprej precej presegala umikanje likvidnosti zaradi neto avtonomnih dejavnikov.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 22. julij 2020–3. november 2020				Prejšnje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. julij–15. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. september–3. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.998,3 (+149,0)	2.976,9 (+37,5)	3.022,9 (+46,0)	2.849,3 (+339,1)		
Bankovci v obtoku	1.384,9	(+27,3)	1.381,2	(+15,6)	1.389,1	(+7,9)
Vloge države	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)
Drugi avtonomni dejavniki ¹	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	2.562,7 (+529,6)	2.483,3 (+278,6)	2.653,5 (+170,2)	2.033,1 (+437,5)		
Obvezne rezerve²	142,9 (+2,6)	142,4 (+1,2)	143,6 (+1,2)	140,4 (+4,7)		
Odprta ponudba mejnega depozita	435,4 (+104,8)	413,2 (+57,2)	460,7 (+47,5)	330,5 (+72,3)		
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)		

Vir: ECB.

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

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

2) »Obvezne rezerve« so pojasnjevalna postavka, ki je v bilanci stanja Eurosistema ni, zato se ne smejo vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 22. julij 2020–3. november 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020		
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. julij–15. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. september–3. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.097,0	(+41,6)	1.097,9	(+26,9)	1.096,0	(-1,9)	1.055,4	(+22,6)
Neto tuja aktiva	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3	(+60,5)
Neto aktiva v eurih	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2	(-37,9)
Instrumenti denarne politike	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Operacije odprtrega trga	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Avkcijski postopki	1.625,9	(+419,8)	1.573,7	(+182,6)	1.685,6	(+111,9)	1.206,1	(+464,3)
Operacije glavnega refinanciranja	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6	(-0,4)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2	(-0,9)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8	(-188,3)
Tretnja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	1.582,7	(+890,8)	1.524,5	(+436,1)	1.649,1	(+124,6)	691,9	(+541,5)
Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	–	(-228,6)	–	(-129,6)	–	(+0,0)	228,6	(+112,4)
Dokončni portfelji	3.394,6	(+308,8)	3.323,6	(+155,3)	3.475,8	(+152,2)	3.085,8	(+360,4)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6	(-0,5)
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9	(-0,0)
Tretji program nakupa kritih obveznic	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3	(+9,3)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7	(-5,5)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8	(+0,9)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.283,2	(+53,1)	2.268,6	(+24,0)	2.299,9	(+31,4)	2.230,2	(+79,4)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0	(+18,0)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3	(+258,7)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najblizujo 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: 22. julij 2020–3. november 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. julij–15. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. september–3. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe ¹	2.044,5 (+109,8)	2.021,6 (+11,6)	2.070,7 (+49,2)	1.934,7 (+321,3)			
Neto avtonomni dejavniki ²	1.901,6 (+107,3)	1.879,2 (+10,4)	1.927,2 (+48,0)	1.794,3 (+316,6)			
Presežna likvidnost ³	2.998,0 (+634,5)	2.896,5 (+335,8)	3.114,1 (+217,6)	2.363,6 (+509,8)			

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 22. julij 2020–3. november 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. julij–15. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. september–3. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)		
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)		
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)		
EONIA ¹	-0,468 (-0,01)	-0,467 (-0,00)	-0,469 (-0,00)	-0,460 (-0,01)	-0,460 (-0,01)		
ESTR	-0,553 (-0,01)	-0,552 (+0,00)	-0,554 (-0,00)	-0,545 (-0,01)	-0,545 (-0,01)		

Vir: ECB.

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

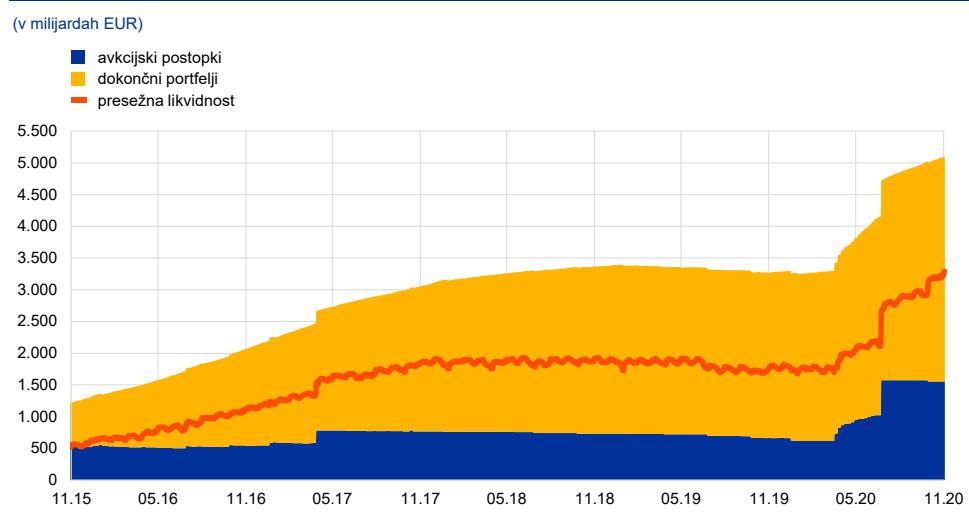
1) Od 1. oktobra 2019 izračunano kot evrska kratkoročna obrestna mera (ESTR) plus 8,5 bazične točke. Razlike v spremembah pri obrestni mri EONIA in ESTR so posledica zaokroževanja.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je povečal za 728,6 milijarde EUR na 5.050,5 milijarde EUR (glej graf A). Več kot polovica (58%) povečanja likvidnosti je bila posledica kreditnih operacij v zvezi z dodelitvijo v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR), preostalih 42% pa je bilo zagotovljenih z dokončnimi nakupi vrednostnih papirjev.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 3. november 2020.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami Eurosistema, se je v obravnavanem obdobju povečal za 419,8 milijarde EUR, predvsem zaradi poravnave četrte in pete operacije iz tretje serije CUODR.

Povprečno povečanje likvidnosti za 890,8 milijarde EUR z operacijami v okviru tretje serije CUODR je bilo deloma odtehtano z zapadlostjo oziroma prostovoljnimi odplačili v okviru druge serije CUODR, saj so se nasprotne stranke preusmerile k operacijam v okviru tretje serije CUODR, katerih pogoji so finančno ugodnejši, ter z zapadlostjo dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Odplačila v okviru druge serije CUODR so v povprečju znašala 242,4 milijarde EUR. Ob prehodu nasprotnih strank na tretjo serijo CUODR so zapadle tudi dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, uvedene 12. marca 2020 kot prehodni instrument, ki zagotavlja neposreden dostop do financiranja po posebej ugodnih pogojih in hkrati omogoča bolj tekoč prenos sredstev v tretjo serijo CUODR, pri čemer so skupno prispevale 228,6 milijarde EUR. V obravnavanem obdobju je ECB izvedla tudi tretjo, četrto in peto od skupno sedmih novih izrednih neciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO), napovedanih aprila 2020. Namen teh operacij je podpreti nemoteno delovanje denarnih trgov z vzpostavitvijo učinkovitega varovala za obrestne mere denarnega trga. Operacije PELTRO so prispevale dodatnih 7,5 milijarde EUR. Operacije glavnega refinanciranja in trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele le postransko vlogo ter so se od prejšnjega obravnavanega obdobja skupno povečale za povprečno 0,1 milijarde EUR.

Hkrati so se zaradi nadaljevanja neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji dokončni portfelji povečali za 308,8 milijarde EUR na 3.394,6 milijarde EUR. Povprečna imetja v izrednem programu ob pandemiji so znašala 527,3 milijarde EUR, kar pomeni povečanje za 242,0 milijarde EUR v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem. Nakupi v okviru izrednega programa ob pandemiji so predstavljali daleč največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih

papirjev, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povprečnim povečanjem za 53,1 milijarde EUR na 2.283,2 milijarde EUR ter program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povprečnim povečanjem za 15,3 milijarde EUR na 232,3 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 634,5 milijarde EUR na 2.998,0 milijarde EUR (glej graf A). Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve, so se povečala za 529,6 milijarde EUR na 2.562,7 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa za 104,8 milijarde EUR na 435,4 milijarde EUR. Delno izvzetje imetij presežne likvidnosti iz negativnega obrestovanja po obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita velja samo za stanja na tekočih računih. To je ekomska spodbuda bankam, da imajo rezerve na tekočem računu namesto v odprti ponudbi mejnega depozita.

Gibanje obrestnih mer

Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je zaradi naraščanja presežne likvidnosti v povprečju znižala za 0,8 bazične točke v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem. €STR je v obravnavanem obdobju znašala povprečno $-55,3$ bazične točke, v primerjavi s poprečno vrednostjo $-54,5$ bazične točke v prejšnjem obravnavanem obdobju.²⁸ Ključne obrestne mere ECB, med katerimi so obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

²⁸ EONIA, ki se od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke, se je gibala vzporedno z €STR.

3

Ocenjevanje kratkoročnih gospodarskih gibanj v času pandemije COVID-19

Pripravili Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. De Santis in Lorena Saiz

Zaradi nenadne in globoke recesije, ki jo je sprožil izbruh koronavirusa (COVID-19), je bilo treba prilagoditi standardna orodja, ki se uporabljajo za napovedovanje realne rasti BDP euroobmočja v realnem času. Hude

gospodarske posledice pandemije COVID-19 so povzročile, da so se uveljavljena statistična in ekonomska razmerja porušila.²⁹ Zato s standardnimi modeli kratkoročnega napovedovanja ni bilo mogoče napovedati niti obsega krčenja v prvih dveh četrtletjih 2020, pri čemer se je gospodarstvo v prvem četrtletju medčetrtletno skrčilo za 3,7%, v drugem pa za 11,7%, niti ponovnega povečanja v tretjem četrtletju za 12,5%. Zaradi takšne neobičajne dinamike je bilo treba aktualizirati nabor orodij, ki se navadno uporabljajo za napovedovanje realne rasti BDP euroobmočja v realnem času. V tem okvirju so opisani štirje pristopi, ki so jih razvili strokovnjaki ECB, da bi se upoštevale specifične značilnosti in posledice pandemije COVID-19.

Pri prvem pristopu se uporabijo informacije, pridobljene iz različnih zaježitvenih ukrepov, ki so se izvajali v posameznih državah. S preprosto metodologijo se ocenijo gospodarske posledice omejevanja vedenja ljudi, ki je bilo za zaježitev pandemije uvedeno v več državah.³⁰ Z združeno panelno regresijo, t. i. pandemičnim večdržavnim modelom, se oceni razmerje med zaježitvenimi ukrepi, merjenimi z indeksom OSI (Oxford Stringency Index), in realnim BDP.³¹ Na podlagi podatkov za prva tri četrtletja 2020 in za vse države euroobmočja se zdi, da linearni model razmeroma dobro opisuje razlike med državami, kar zadeva razmerje med realnim BDP in indeksom OSI (glej graf A). Iz ocen na podlagi pandemičnega večdržavnega modela, izdelanih v realnem času, je razvidno, da se je realni BDP euroobmočja v drugem četrtletju 2020 medčetrtletno zmanjšal za 7,9%, v tretjem četrtletju pa se je povečal za 6,3% (glej graf B).

²⁹ Glej tudi Lenza, M., in Primiceri, G. E., »How to estimate a VAR after March 2020«, *Working Paper Series*, št. 2461, ECB, avgust 2020.

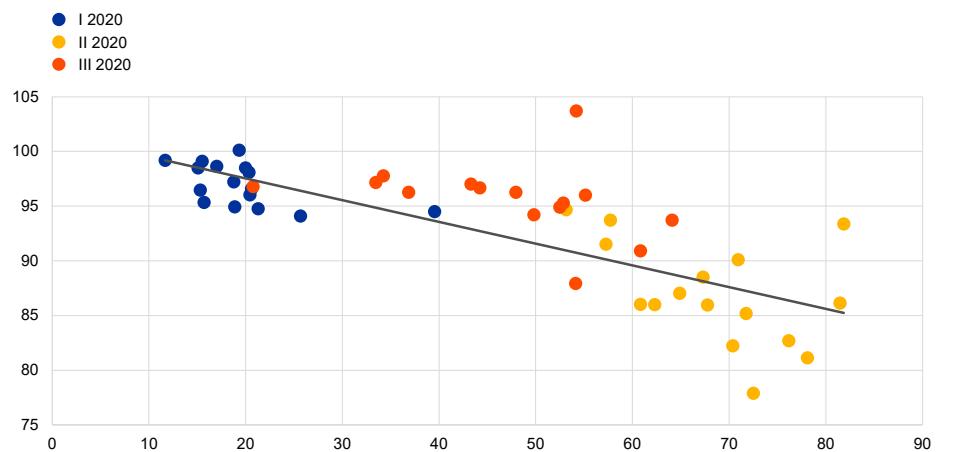
³⁰ Za več podrobnosti glej tudi Battistini, N., in Stoeovsky, G., »Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2020.

³¹ Glej tudi Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H., in Webster, S., »Oxford COVID-19 Government Response Tracker«, Blavatnik School of Government, 2020.

Graf A

Realni BDP in indeks OSI po državah euroobmočja leta 2020

(os x: indeks, realni GDP v IV 2019 = 100; os y: indeks, maks. = 100)



Viri: Eurostat, Hale et al. (2020), izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Črta v grafu označuje linearni trend (tj. prilagojene vrednosti) združene panelne regresije na podlagi podatkov za 19 držav euroobmočja v prvih treh četrtletjih leta. Koeficient naklona predstavlja ocenjeno elastičnost indeksa na realni BDP.

Pri drugem pristopu se uporabi informativna vsebina visokofrekvenčnih kazalnikov, saj lahko ti hitro zajamejo nenačne spremembe gospodarskih razmer. Čeprav mesečni kazalniki ponujajo podrobne informacije o trenutnih gospodarskih razmerah, so objavljeni z nekaj zamude. Na podlagi nestandardnih dnevnih ali tedenskih podatkov (npr. kazalnikov plačil s kreditnimi karticami, porabe električne energije in mobilnosti) je bilo mogoče dobiti bolj pravočasno sliko vpliva pandemije na gospodarstvo. Ker ti podatki lahko povzročajo šum ter so na voljo le za omejeno obdobje in podvrženi kompleksnim sezonskim gibanjem, jih je treba razlagati previdno.³² Ob upoštevanju izzivov pri merjenju je bil nabor standardnih orodij za kratkoročno napovedovanje realnega BDP euroobmočja razširjen, tako da zdaj vključuje informacije o tedenskih plačilih s kreditnimi karticami.³³ Z dodatnimi informacijami, ki deloma zajemajo sprotne gibanja dveh komponent BDP, na katere pandemija močneje vpliva (tj. proizvodnja v storitvenem sektorju na strani ponudbe in zasebna potrošnja na izdatkovni strani), se je izboljšala uspešnost napovedovanja s standardnimi modeli za kratkoročno napovedovanje V nasprotju z blagim upadom in okrevanjem, ki sta bila napovedana s standardnimi modeli, naj bi se na podlagi prilagojenih modelov za kratkoročno napovedovanje realni BDP euroobmočja v drugem četrletju 2020 v povprečju zmanjšal za 7,0%, v tretjem četrletju pa hitro povečal za 8,4% (glej graf B).

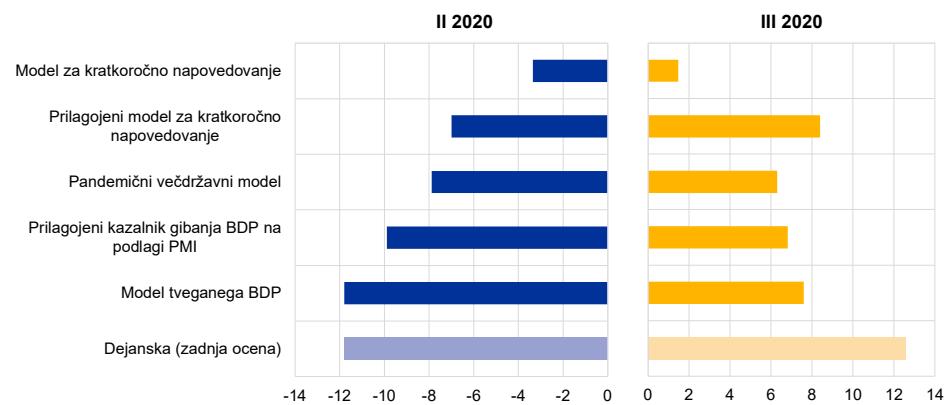
³² Glej Hinge, D., »COVID-19 policy-making and the need for high-speed data«, centralbanking.com, avgust 2020.

³³ Glej Baćbura, M., in Saiz, L., »Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, 2020.

Graf B

Napovedi realne rasti BDP euroobmočja na podlagi nestandardnih modelov

(odstopki; medčetrtletne stopnje rasti)



Vir: Eurostat, Hale et al. (2020), IHS Markit, ECB, izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Prilagojeni model za kratkoročno napovedovanje vključuje informacije iz kazalnikov plačil s kreditnimi karticami in drugih standardnih kazalnikov, ki so bili na voljo 15 dni pred objavo predhodne prve ocene BDP. Prilagojeni kazalnik gibanja BDP (*GDP tracker*) na podlagi indeksa PMI se nanaša na nelinearno pravilo na podlagi sestavljenega indeksa PMI o gospodarski aktivnosti, ki upošteva medčetrtletno spremembo tega indeksa in rast BDP v prejšnjem četrtletju. Pri modelu tveganega BDP se uporabi 5% levega skrajnega konca pogojne distribucije za drugo četrtletje 2020 in zaradi pričakovanega izrazitega povečanja 1% desnega skrajnega konca pogojne distribucije za tretje četrtletje 2020. Vse prikazane vrednosti napovedi realnega BDP so ocene v realnem času.

Pri tretjem pristopu se prilagodi linearna povezava med BDP in indeksom vodij nabave (PMI).

Anketni sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti je mesečni difuzijski indeks, omejen z vrednostma 0 in 100, pri čemer vrednost 50 pomeni, da se v prejšnjem mesecu gospodarska aktivnost podjetij v predelovalnih in storitvenih dejavnostih ni spremenila. Pred pandemijo je bilo mogoče medčetrtletno realno rast BDP euroobmočja razmeroma dobro napovedovati z uporabo linearne pravila na podlagi indeksa PMI (tj. kazalnika gibanja realnega BDP ali *real GDP tracker*).³⁴ Vendar pa je od začetka krize zaradi COVID-19 to razmerje postal disfunkcionalno. Da bi iz indeksa PMI pridobili vse možne informacije, sta bili opravljeni dve vrsti prilagoditev. Prva prilagoditev je pomenila, da se je za prvi dve četrtletji 2020 upošteval samo levi skrajni konec distribucije realne rasti BDP. Na podlagi tako prilagojenega pravila pri kazalniku gibanja BDP na podlagi indeksa PMI je bil v realnem času napovedan realni padec BDP euroobmočja za 2,7% v prvem četrtletju in za 9,8% v drugem četrtletju. Pričakovati je bilo, da linearno pravilo na podlagi indeksa PMI ne bo uspešno niti pri ocenjevanju pričakovanega elastičnega odboja v tretjem četrtletju. Zato so bile v okviru druge prilagoditve informacije pridobljene tudi iz sprememb indeksa PMI, za izhodišče pa je bila uporabljena rast

³⁴ Linearno pravilo na podlagi indeksa PMI pomeni, da je realna rast BDP enaka 10% (četrtletnega povprečja) odstopanja vrednosti indeksa PMI od vrednosti 50. Več podrobnosti o tem pravilu pri kazalniku gibanja BDP na podlagi indeksa PMI je v de Bondt, G. J., »A PMI-based real GDP tracker for the euro area«, *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), 15(2), december 2019, str. 147–170.

BDP iz prejšnjega četrtletja.³⁵ Po tej prilagoditvi bi se realni BDP v tretjem četrtletju 2020 predvidoma zvišal za 6,1% (glej graf B).

Pri zadnjem pristopu se informacije z uporabo nelinearnega modela pridobijo iz dogodkov s skrajnega konca statistične distribucije. Ekonomski spremenljivke se v obdobjih recesije in konjunkture odzivajo različno. Da bi odpravili nelinearnost odziva, smo uporabili model tveganega BDP, pri katerem se s kvantilnimi regresijami vsak kvantil realne rasti BDP (npr. 5. percentil) poveže z izbranimi makro spremenljivkami (npr. sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti) in finančnimi spremenljivkami.³⁶ Kar zadeva slednje, se kot približni kazalniki stresa na finančnih trgih in premij za tveganje uporabljo sestavljeni kazalnik sistemskega stresa (CISS) in razmiki v donosnosti podjetniških obveznic. Na podlagi pričakovane vrednosti realne rasti BDP na 5% skrajnega konca pogojne distribucije je bilo napovedano izjemno krčenje gospodarske aktivnosti v prvih dveh četrtletjih 2020. Nasprotno se je pričakovana vrednost na 1% desnega skrajnega konca pogojne distribucije uporabila za napoved doslej še nikoli zabeleženega povečanja realne rasti BDP v tretjem četrtletju. Skladno z naravo dogodkov s skrajnih koncov distribucije je bila dinamika gospodarske aktivnosti v prvih treh četrtletjih 2020 razmeroma dobro opisana v realnem času v kvantilih na skrajnih koncih distribucije realne rasti BDP (glej graf C). Pričakovane vrednosti teh gostot, izračunane na omenjenih skrajnih koncih distribucije, označujejo napovedi s pomočjo modela tveganega BDP. Te vrednosti kažejo, da se je realni BDP euroobmočja v prvem in drugem četrtletju 2020 močno zmanjšal (za 2,9% oziroma 11,8%), nato pa se v tretjem četrtletju izrazito povečal (za 7,6%) (glej graf B).³⁷

³⁵ Z nelinearnim pravilom na podlagi indeksa PMI, ki se uporablja za mesečne podatke, se linearnemu pravilu doda kvadratni sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti, pri čemer se linearno pravilo popravi z 10% na 15%, vse to pa se izvede na podlagi ocen kvantilne regresije pred pandemijo COVID-19, pri katerih se uporabi 10% vrednosti, ko je bila rast najnižja. Nelinearno pravilo na podlagi indeksa PMI po pristopu razmerja pomeni, da je realna rast BDP enaka realni rasti BDP v prejšnjem četrtletju, pomnoženi z razmerjem med merilom na podlagi indeksa PMI v tekočem četrtletju in njegovo vrednostjo v prejšnjem četrtletju. To merilo na podlagi indeksa PMI je enako 15% (četrletnega povprečja) odstopanja vrednosti indeksa PMI od vrednosti 50, zmanjšano za 5% te razlike v prejšnjem četrtletju.

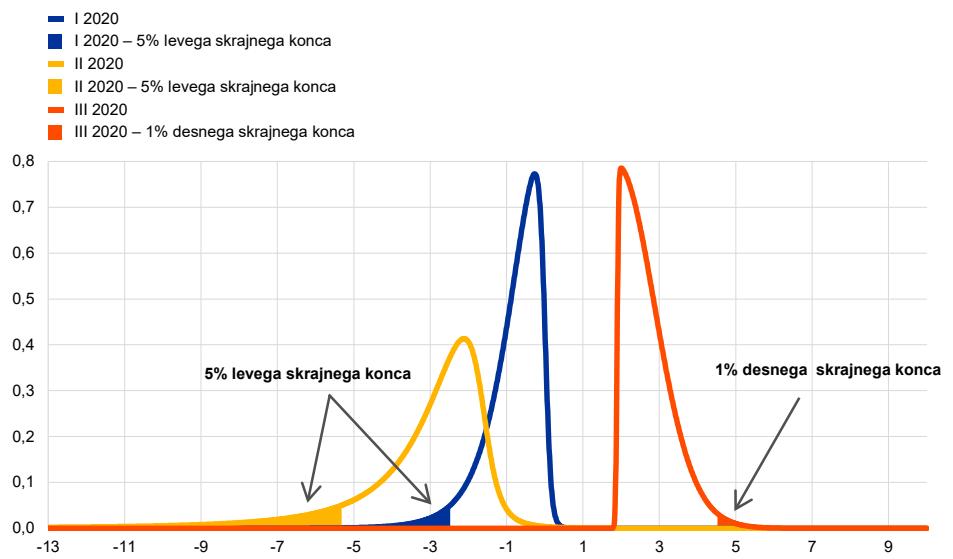
³⁶ Glej Adrian, T., Boyarchenko, N., in D. Giannone, »*Vulnerable Growth*«, *American Economic Review*, 109 (4), 2019, str. 1263–89. Uporaba v primeru pandemije v panelnem okolju je predstavljena v De Santis, R. A., in W. Van der Veken, »*Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu*«, *Working Paper Series*, št. 2466, ECB, november 2020. Za uporabo v primeru euroobmočja glej tudi Figueires, J. M., in M. Jarociński, »*Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions*«, *Economic Letters*, 191, junij 2020.

³⁷ Na podlagi 5% desnega skrajnega konca pogojne distribucije je mogoče napovedati, da bo realna rast BDP v tretjem četrtletju 2020 znašala 5,6%.

Graf C

Realna rast tveganega BDP euroobmočja v letu 2020

(os y: gostota verjetnosti; os x: odstotki, medčetrtletna stopnja realne rasti BDP)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

V celoti gledano je glede na izjemno veliko negotovost mogoče z opisanimi štirimi pristopi razmeroma dobro zajeti nekatere specifične značilnosti pandemije. S prvo dvema pristopoma dobrijene napovedi v realnem času so še vedno pre malo odražale dejansko zelo strmo gibanje v obliki črke V, vendar pa je bila z njima učinkoviteje napovedana simetrija gibanj v drugem in tretjem četrtletju 2020. Z drugima dvema pristopoma je bil obseg padca gospodarske aktivnosti v drugem četrtletju ocenjen precej natančno, čeprav – verjetno zaradi asimetričnega odziva indeksa PMI – pristopa nista v celoti odražala močnega povečanja v tretjem četrtletju.

Pri uporabi nestandardnih pristopov k ocenjevanju kratkoročnih gospodarskih gibanj v euroobmočju v kontekstu pandemije COVID-19 je potrebna previdnost. Po eni strani je nekaterim od teh orodij skupna ad hoc narava ocenjevanja (npr. izbiro skrajnih kvantilov) in prilagajanja specifikacijam modela (npr. kazalnik gibanja BDP na podlagi indeksa PMI), da bi se zajele posledice krize. Po drugi strani so za nekatere nestandardne podatke (npr. visokofrekvenčne kazalnike, indeks OSI) značilna kompleksna sezonska gibanja ali zelo kratki vzorci. To pomeni, da je uporaba vsakega posameznega orodja podvržena precejšnji presoji, zlasti glede vrste potrebnih prilagoditv. Nekatera od teh orodij so posebej prilagojena pandemičnemu šoku in lahko z normalizacijo gospodarske dinamike postanejo nepotrebna. Ta orodja so kljub svojim pomanjkljivostim precej izboljšala nabor standardnih orodij za ocenjevanje realnega BDP euroobmočja v realnem času ter se bodo še naprej uporabljala kot podlaga za presojanje, ki se upošteva v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, in bodo še naprej potrebna za ocenjevanje vpliva drugega vala pandemije na gospodarstvo. Ker se vrnitev v »normalnost« v kratkoročnem obdobju ne zdi verjetna, naj bi bili opisani pristopi, prilagojeni pandemiji COVID-19, še naprej koristno orodje za ocenjevanje realne rasti BDP, dokler ne bo dosežena faza vsespolne imunosti.

Razumevanje posledic pandemije COVID-19 s pomočjo uvozno prilagojene razčlenitve skupnega povpraševanja v euroobmočju

Pripravili Malin Andersson, Leyla Beck in Yiqiao Sun

V tem okvirju je predstavljena alternativna metoda razčlenitve BDP, ki upošteva, da vse komponente povpraševanja vsebujejo uvoženo blago in storitve.

Standardna razčlenitev BDP na domače izdatkovne komponente in neto izvoz omogoča oceno domačih dejavnikov rasti v primerjavi s tujimi. S tako razčlenitvijo se od skupnega izvoza navadno odšteje prispevek skupnega uvoza kot samostojnega agregata, s čimer dobimo neto izvoz. Dejansko pa uvoz prispeva k vsem posameznim komponentam BDP, in sicer tudi k spremembam zalog in domačemu povpraševanju, ter bolj vpliva na naložbe kot na zasebno in državno potrošnjo. Standardna praksa v nacionalnih računih je zato omejena, ker povečuje prispevek izključno domačega povpraševanja k rasti BDP in zmanjšuje vpliv tujih dejavnikov na domačo gospodarsko aktivnost.

V merilu BDP, prilagojenem za uvoz, je uvoz upoštevan pri vsaki izdatkovni komponenti in je od vsake komponente ločeno odštet na podlagi uvozne intenzivnosti. S to alternativno metodo je mogoče prikazati dva mehanizma, ki sta sicer skrita in sta bila udeležena pri širjenju šoka zaradi koronavirusa (COVID-19). Prvič, alternativna metoda upošteva vpliv neposrednega in posrednega uvoza v državah zunaj euroobmočja na domače povpraševanje – ki so ga prizadeli ukrepi za zajezitev pandemije po vsem svetu – tako da upošteva dejansko uvozno intenzivnost na ravni komponent. Drugič, poudarja vlogo zunanjih dejavnikov v izvozu, ki postane vidnejša, če se iz skupnega izvoza v države zunaj euroobmočja odšteje samo delež uvoza v državah zunaj euroobmočja, ki je povezan z izvozom. V tem okvirju je predstavljeno, kako pomembna je uvozna intenzivnost pri razčlenitvi dinamike gospodarske rasti v euroobmočju med pandemijo. Nato je opisana razširjena analiza, ki temelji na sektorskih približkih, da se upoštevajo morebitne spremembe v uvozni intenzivnosti po izdatkovnih komponentah v času pandemije.

Razčlenitev BDP euroobmočja, prilagojena za uvozno intenzivnost v državah zunaj euroomočja,³⁸ kaže, da je uvozna komponenta v domačem povpraševanju pomemben dejavnik, ki leta 2020 povečuje dinamiko domačega povpraševanja. Na podlagi tradicionalne opredelitev BDP v nacionalnih računih je domače povpraševanje v euroobmočju prispevalo 14,0 odstotne točke k skupnemu zmanjšanju gospodarske aktivnosti euroobmočja v prvi polovici leta 2020, ki je znašalo 15,0%, in 11,3 odstotne točke k medčetrtletnemu povečanju v tretjem četrtletju 2020, ki je znašalo 12,5% (glej graf A, sliko a). Prilagoditev izdatkovnih komponent v letu 2020 za uvozno intenzivnost iz leta 2019 kaže bolj omejen prispevek

³⁸ Izdatkovna razčlenitev BDP, prilagojena za uvoz, kaže pomen izvoza v države zunaj euroobmočja pri okrejanju od leta 2013, glej »*The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area*«, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt na Majni, avgust 2017. Tudi sestava povpraševanja, prilagojena za uvoz, je imela ključno vlogo v trgovinski dinamiki med svetovno finančno krizo, v skladu z Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G., in Yamano, N., »*Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–2009*«, *American Economic Journal*, zvezek 5, št. 3, str. 118–151.

h gospodarskim izgubam v prvi polovici leta pri komponenti domačega povpraševanja in večji prispevek pri izvozu (glej graf A, sliko b). Med poznejšim odbojem se je domače povpraševanje povečalo manj na tej podlagi kot po tradicionalni razčlenitvi. Primerjava je na splošno pokazala, da je bilo gospodarstvo euroobmočja zaradi input-output povezav med pandemijo precej bolj izpostavljeno zunanjim šokom, kot kaže tradicionalna razčlenitev.³⁹ To je zato, ker je prek globalnih vrednostnih verig uvoz neločljivo povezan z dinamiko domačega povpraševanja. Poleg tega se zunani šoki lahko širijo in povečujejo zaradi komplementarnosti med sektorji, ki lahko nastane zaradi prisotnosti input-output povezav.⁴⁰ Neposredna in posredna uvozna intenzivnost komponent BDP se lahko izračuna na podlagi Eurostatovih letnih input-output podatkov⁴¹ za euroobmočje, ki so na voljo za obdobje od leta 2005 do leta 2019. Pridobljene ocene kažejo, da je bila uvozna intenzivnost posebej visoka pri izvozu in investicijah, nekoliko nižja pri zasebnih potrošnjih in izrazito nizka pri državnih izdatkih za potrošnjo (glej graf B, sliko a). Prav tako je precej višja pri predelovalnih dejavnostih kot pri storitvah.

³⁹ To je skladno s prejšnjimi ugotovitvami o pomenu svetovnih vrednostnih verig za svetovno trgovino med pandemijo, glej okvir z naslovom »*The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

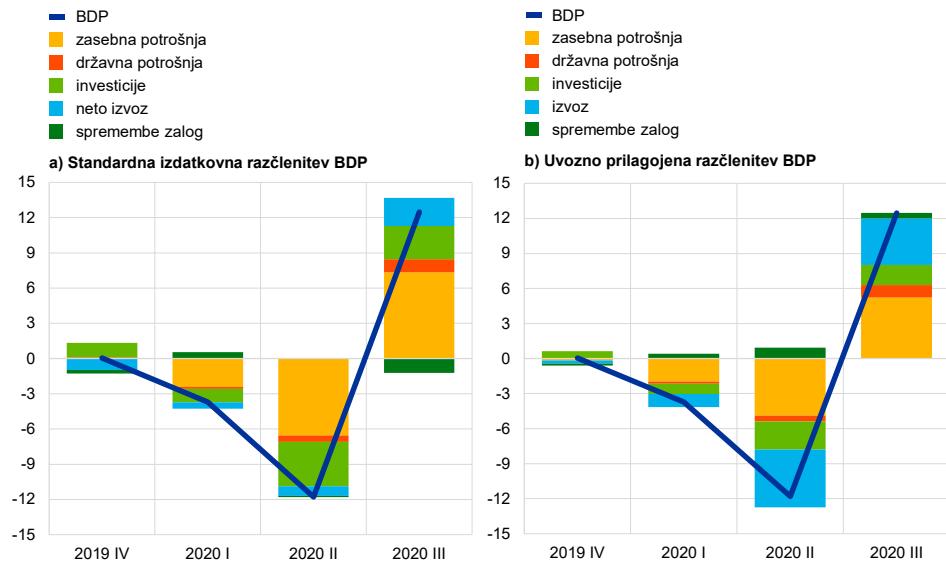
⁴⁰ Glej na primer Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., in Werning, I., »*Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?*«, *NBER Working Paper Series*, št. w26918, National Bureau of Economic Research, 2020; in Acemoğlu, D., Akcigit, U., in Kerr, W., »*Networks and macroeconomic shocks*«, *VoxEU*, 2016.

⁴¹ Eurostatovi simetrični input-output podatki za posamezne izdelke za obdobje 2005–2019 omogočajo izračun uvozne intenzivnosti po komponentah povpraševanja in po sektorjih.

Graf A

Realna rast BDP euroobmočja ter komponente od zadnjega četrletja 2019

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Slika a: v podatkih nacionalnih računov se uporablja standardna metoda razčlenitve BDP po izdatkovnih komponentah. Za izračun prispevka neto izvoza k rasti BDP se skupni uvoz v državah zunaj euroobmočja odstavlja iz uvoza v države zunaj euroobmočja. Slika b: razčlenitev BDP, prilagojena za uvoz, se izračuna v treh korakih. Prvič, intenzivnost letnega uvoza za vsako izdatkovno komponento se izračuna z Eurostatovimi simetričnimi input-output podatki po posameznih proizvodih za euroobmočje. Drugič, uvozna intenzivnost se uporabi kot uteh v oceni dejanskih nominalnih tokov uvoza v državah zunaj euroobmočja pri skupni zasebni potrošnji, državni potrošnji, investicijah in izvozu. Ker delež uvoza v spremembah zalog ni mogoče izračunati, se šteje, da je delež uvoza 50%. Tretjič, ocenjeni uvozni tokovi se ločeno odstavljajo od vseake izdatkovne komponente, in sicer nominalno in realno, nato se izračuna uvozno prilagojen prispevek vseake komponente k rasti. Skupni nominalni uvozni tokovi, izračunani iz input-output podatkov, niso vedno skladni s skupnimi uvoznnimi tokovi iz nacionalnih računov. To pomeni, da je za izračun končne razčlenitve BDP, prilagojene za uvoz, treba sprejemati dodatne predpostavke.

Uvozna intenzivnosti v državah zunaj euroobmočja se je med pandemijo

verjetno spremenila. Uvozna prilagoditev, prikazana v grafu A, sliki b, temelji na predkrizni uvozni intenzivnosti in predpostavki, da na uvozna intenzivnost domačega povpraševanja pandemija ne vpliva. Vendar pa se uvozna intenzivnost, ki je ponavadi razmeroma stabilna, med recesijo pogosto izraziteje spremeni (glej graf B, slika a).⁴² Običajni trend postopne rasti bi bil odraz večje globalizacije, razširjenih svetovnih vrednostnih verig in mednarodne specializacije, ki privede do stopnje rasti trgovinske menjave, ki presega rast domačega povpraševanja.⁴³

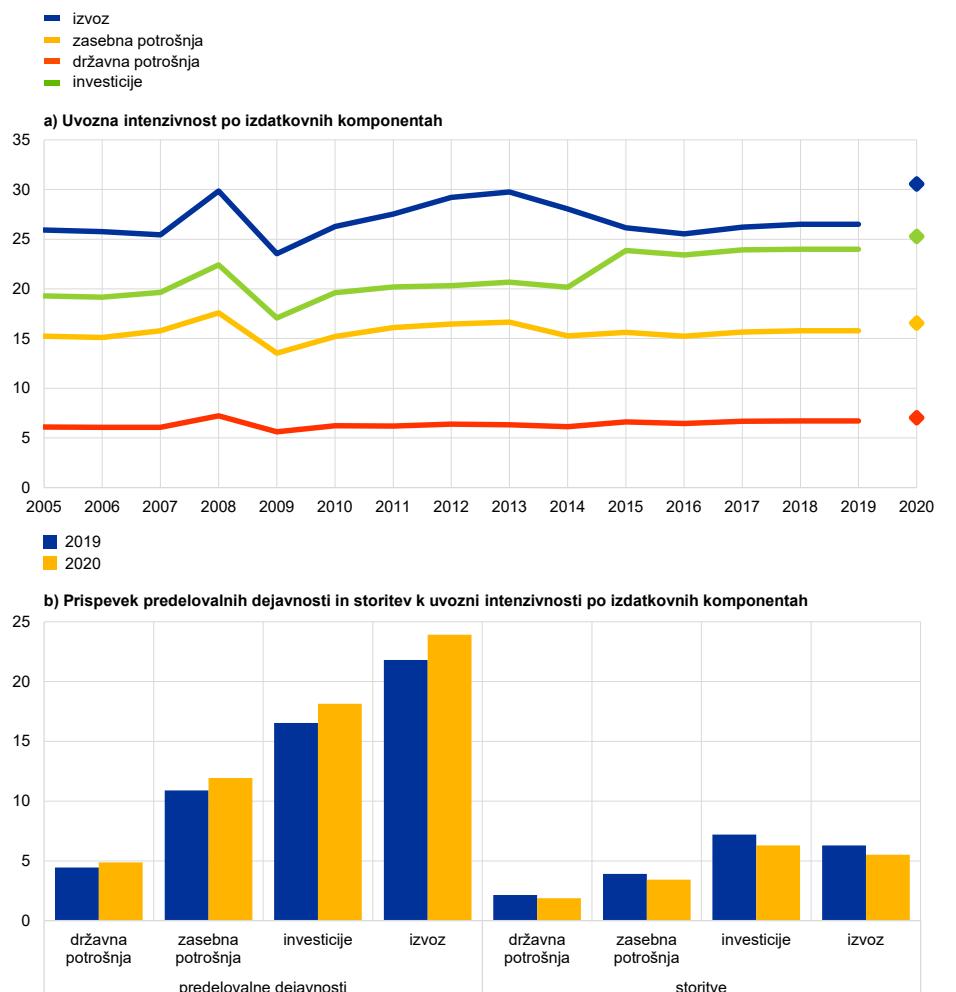
⁴² Glej Bems, R., Johnson, R.C., in Yi, K.-M., »*Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession*«, *IMF Working Papers*, št. WP/10/142, junija 2010.

⁴³ Glej Kranendonk, H., in Verbruggen, J., »*Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States*«, *De Economist*, zvezek 156, št. 3, Springer, 2008, str. 295–306.

Graf B

Uvozna intenzivnost po izdatkovnih komponentah BDP in glavnih sektorjih

(v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a je uvozna intenzivnost izražena kot vsota neposredne in posredne intenzivnosti. Uvozna intenzivnost za leto 2020, označena s karo oznako, je približek, izračunan na podlagi spremembe deleža uvoza v dodani vrednosti po izdatkovnih komponentah, kot so bile zabeležene v podatkih o trgovinski menjavi, in v dodani vrednosti za prva tri četrletja 2020. Vrednosti za leto 2020 na sliki b so približki prispevkov sektorjev predelovalnih dejavnosti oziroma storitev k skupni uvozni intenzivnosti po izdatkovnih komponentah.

Podatki za leto 2020 temelijo na povprečju za prva tri četrletja 2020. Obseg in sprememba prispevka kmetijskega in gradbenega sektorja k uvozni intenzivnosti po izdatkovnih komponentah sta bistveno manjša ter sta bila izpuščena.

Videti je, da se je med pandemijo COVID-19 uvozna intenzivnost v državah zunaj euroobmočja v predelovalnih dejavnostih nekoliko povečala, v storitvenih dejavnostih pa se je zmanjšala. Ker input-output podatki Eurostata za leto 2020 še niso na voljo, smo namesto tega uporabili razmerje med uvozom v državah zunaj euroobmočja na ravni sektorjev in dodano vrednostjo glavnih sektorjev kot približek uvozne intenzivnosti, da bi ocenili morebitni vpliv pandemije do tretjega četrletja 2020.⁴⁴ Zanimivo je, da so ti podatki pokazali, da se je med pandemijo, in sicer vključno z okrevanjem v tretjem četrletju, v predelovalnih dejavnostih dodana vrednost izrazito zmanjšala po ponudbenem šoku zaradi ukrepov za zajezitev koronavirusa v celotnem gospodarstvu, medtem ko je bilo zmanjšanje uvoza manjše.

⁴⁴ O gibanju uvozne intenzivnosti bo znano več, ko bodo objavljene Eurostatove input-output tabele za leto 2020, kar bo verjetno poleti 2021.

To pomeni, da se je uvozna intenzivnost v predelovalnih dejavnostih povečala (glej graf B, sliko b). V storitvenih dejavnostih je skupna izguba uvoza v državah zunaj euroobmočja v tem obdobju presegla izgubo dodane vrednosti, ker sta na uvoz izrazito negativno vplivala turizem in potovanja⁴⁵. Ker predstavljajo predelovalne dejavnosti precej večji delež uvoza kakor storitvene dejavnosti po vseh izdatkovnih komponentah, se je skupna uvozna intenzivnost v prvih treh četrtletjih 2020 povečala. Vendar morebitno povečanje uvozne komponente ne bi bistveno vplivalo na rezultat razčlenitve BDP, popravljene za uvoz, v primerjavi s to, ki je prikazana v grafu A, sliki b.

Zaključimo lahko, da je uporaba uvozne intenzivnosti za ugotavljanje domačega in zunanjega prispevka h gospodarski rasti v euroobmočju pokazala, da je bil zunanji prispevek v prvih treh četrtletjih 2020 absolutno večji, kakor kaže tradicionalna razčlenitev, vloga domačega povpraševanja pa je bila manjša. Približek na podlagi zadnjih podatkov, ki zajemajo spremembe v prispevku predelovalnih dejavnosti in storitev med pandemijo, kaže, da se je med pandemijo verjetno povečala uvozna intenzivnost v celoti. Vendar spremembe v uvozni komponenti ne bi bistveno vplivale na rezultat uvozno prilagojene razčlenitve.

⁴⁵ Glej okvirja z naslovom »*Impact of the COVID-19 lockdown on trade in travel services*«, *Economic Bulletin*, številka 4, ECB, 2020, in »*Gibanja v turističnem sektorju med pandemijo COVID-19*« v tej številki Ekonomskega biltena.

5

Gibanja v turističnem sektorju med pandemijo COVID-19

Pripravili Vanessa Gunnella, Georgi Krustev in Tobias Schuler

Poglavitna značilnost pandemije koronavirusa (COVID-19) je strm in globok padec mobilnosti, ki je povzročil močan upad turizma, menjave potovalnih storitev in potrošnje nerezidentov. Ukrepi za zaježitev koronavirusa in omejevanje socialnih stikov so povzročili veliko zmanjšanje sicer stabilne potrošnje storitev. Ta okvir obravnava gibanja v turističnem sektorju in različne posledice teh gibanj za potrošnjo po državah ter predstavlja kratkoročne obete glede okrevanja turizma in potovanj.

Zaradi strmega padca na področju turizma in potovanj zaradi omejitev in negotovosti, povezanih s čezmejnimi gibanji ljudi (npr. zaradi karantenskih ukrepov), se je potrošnja nerezidentov strmo zmanjšala. Posledice tega zmanjšanja se kažejo v razliki med domačo in nacionalno potrošnjo (glej sliko a v grafu A). Prva vključuje potrošnjo nerezidentov, slednja pa samo potrošnjo rezidentov.⁴⁶ V Italiji in Španiji se je na primer domača potrošnja nerezidentov v drugem četrtletju 2020 medletno zmanjšala za več kot 90%, podobno zmanjšanje pa je bilo zabeleženo tudi v potrošnji rezidentov teh držav v tujini, pri čemer je to zmanjšanje močno preseglo upad nacionalne potrošnje.

Zaradi zmanjšanja števila čezmejnih potovanj se je vrzel v potrošnji – presežek domače potrošnje nad nacionalno potrošnjo zaradi neto potrošnje nerezidentov – v drugem četrtletju 2020 skoraj zaprla (glej sliko b v grafu A).⁴⁷

Povedano drugače, turizem je med pandemijo COVID-19 deloval kot kanal krepitve šoka v državah, ki so neto izvoznice potovalnih storitev (tj. v državah, ki sprejemajo veliko turistov, kot so Španija, Grčija in Portugalska), ker so utrpele strmo zmanjšanje domače zasebne potrošnje, in kot kanal blažitve šoka v državah, ki so neto uvoznice potovalnih storitev (npr. Nemčija).⁴⁸ Tako je pri neto izvoznikih potovalnih storitev strm padec potrošnje nerezidentov povzročil, da se je domača potrošnja zmanjšala bolj kot nacionalna potrošnja, nasprotno pa se je zgodilo v državah, ki so bile pred nastopom pandemije COVID-19 neto uvoznice potovalnih storitev. To se kaže tudi v strmem poslabšanju trgovinskega salda potovanj v državah, ki so neto izvoznice potovalnih storitev, in v izboljšanju salda neto uvoznikov (glej sliko a v grafu A). Podatki, ki so na voljo za tretje četrtletje 2020, kažejo delno in nepopolno vračanje vrzeli v potrošnji na ravni, zabeležene pred pandemijo.

⁴⁶ Nacionalni koncept zasebne potrošnje obsega zasebno potrošnjo rezidentov države ne glede na to, ali je to potrošnja doma ali v tujini. Nacionalna zasebna potrošnja je koncept, ki se uporablja pri poročanju o skupni zasebni potrošnji gospodinjstev na izdatkovni strani BDP v nacionalnih računih. Domača zasebna potrošnja razširja koncept nacionalne zasebne potrošnje z neto stanjem potrošnje tujih rezidentov doma brez potrošnje domačih rezidentov v tujini. Za več informacij o razlikah med tem dvema konceptoma glej okvir 1 v članku z naslovom »*Consumption of durable goods in the euro area*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

⁴⁷ Vrzel v potrošnji, kot je opredeljena v tem okvirju – tj. razlika med domačo zasebno potrošnjo in nacionalno zasebno potrošnjo – poleg potrošnje turistov obsega čezmejno trgovino s storitvami, kot je potrošnja za izobraževanje in zdravje.

⁴⁸ Za več informacij o potovanjih in turizmu kot delu trgovinske menjave s storitvami v euroobmočju glej okvir z naslovom »*Vpliv omejitve gibanja zaradi pandemije COVID-19 na trgovino s potovalnimi storitvami*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

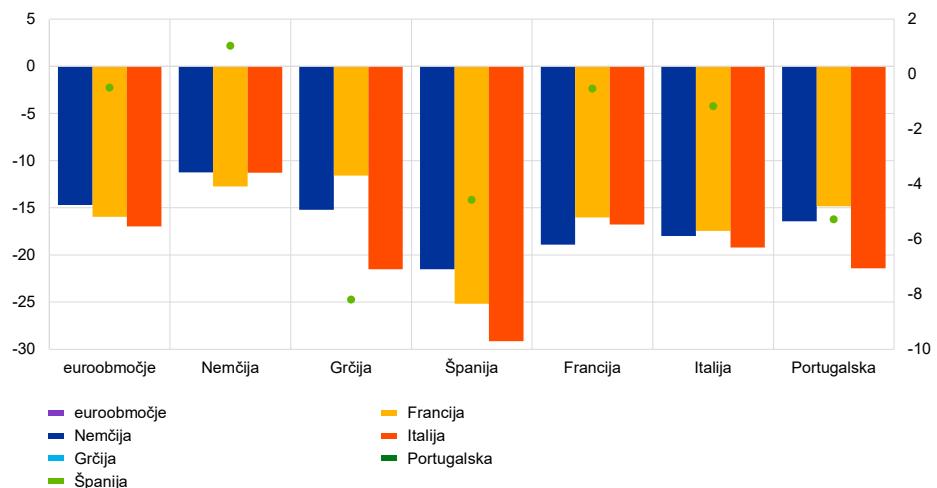
Graf A

Nacionalna in domača zasebna potrošnja ter trgovina s potovalnimi storitvami

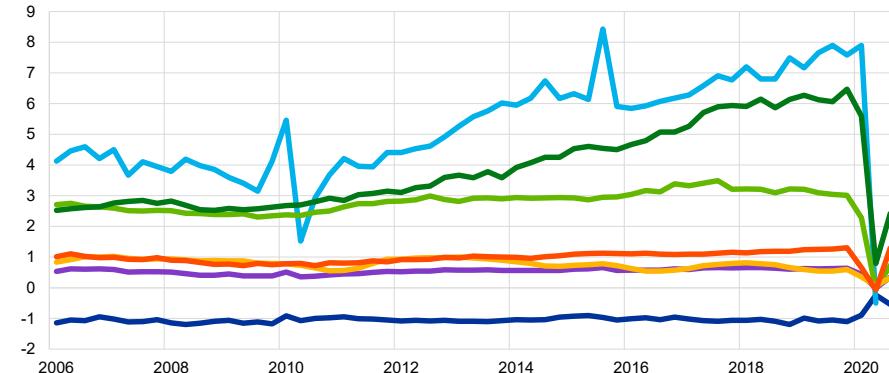
(slika a: medletne spremembe v odstotkih (lestvica na desni strani) in kot delež BDP (lestvica na desni strani) v drugem četrtletju 2020; slika b: delež BDP)

- BDP
- nacionalna zasebna potrošnja
- domača zasebna potrošnja
- trgovinski saldo potovalnih storitev (lestvica na desni strani)

a) Realni BDP, nacionalna in domača zasebna potrošnja ter trgovina s potovalnimi storitvami



b) Vrzel v zasebni potrošnji



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Euroobmočje predstavlja skupino vrednost za euroobmočje. Na sliki a je trgovinski saldo na področju potovalnih storitev prikazan kot delež BDP. Na sliki b je vrzel v zasebni potrošnji izračunana kot razlika med domačo zasebno potrošnjo in nacionalno zasebno potrošnjo, kar ustrezza neto stanju domače potrošnje tujih rezidentov minus potrošnje domačih rezidentov v tujini. Na sliki b se zadnji podatki nanašajo na tretje četrtletje 2020, z izjemo Grčije. Za euroobmočje je bilo tretje četrtletje 2020 ocenjeno na podlagi deloma razpoložljivih podatkov za države euroobmočja brez podatkov za Grčijo in Luksemburg.

Kljub delnemu okrevanju podatki kažejo, da je ostal sektor tujega turizma v tretjem četrtletju 2020 na zelo nizki ravni. Podatki o turističnih prihodih so še naprej kazali zelo nizke številke prihoda tujcev v primerjavi s stanjem pred izbruhom pandemije COVID-19 (glej sliko b v grafu B). Nasprotno je ostal domači turizem razmeroma vztrajen in je lahko deloma odtehtal izgubo tujih turistov, čeprav so bile zabeležene ravni nižje od tistih v letu 2019. Poleti je bilo povpraševanje večje po bližnjih destinacijah, več držav pa je sprejelo promocijske pobude.⁴⁹ Zadnji

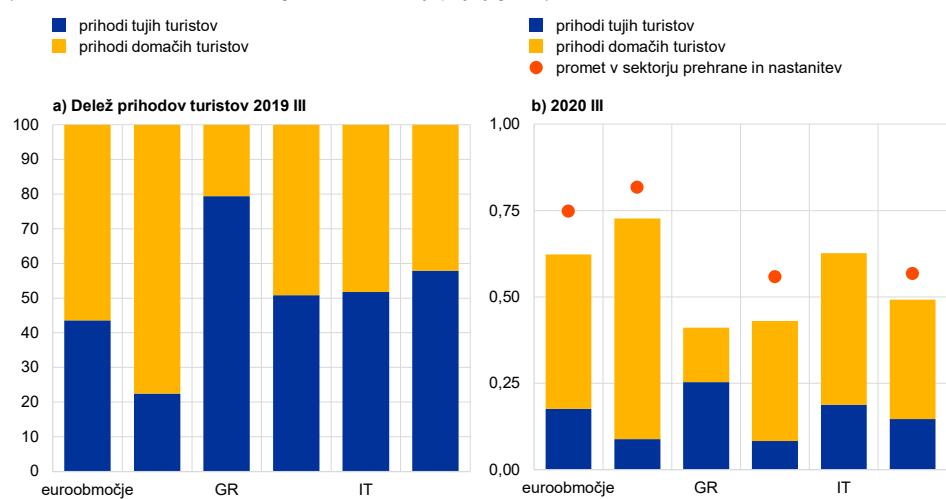
⁴⁹ V Italiji in Grčiji so bile za promocijo domačega turizma sprejete finančne spodbude, druge države pa so objavile oglaševalske kampanje. Glej Svetovna turistična organizacija, »*Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities*«, UNWTO Briefing Note – Tourism and COVID-19, št. 3, Madrid, september 2020.

razpoložljivi podatki kažejo slabotno in nepopolno okrevanje. V euroobmočju je bilo prihodov turistov manj kot dve tretjini od tistih, zabeleženih leto prej. Turizem v državah, ki so odvisne od tujih turistov, kot sta Grčija in Portugalska (glej sliko a v grafu B), ostaja daleč pod običajnimi ravnimi. Tudi promet v restavracijah in nekoliko manj v nastanitvenih obratih je okreval, vendar je bil na zelo nizkih ravneh, podpirali pa so ga domači in lokalni turisti.

Graf B

Prihodi turistov in promet s storitvami

(slika a: odstotek celote; slika b: delež glede na isto četrletje prejšnjega leta)



Vir: Eurostat.

Opombe: Zaradi razpoložljivosti podatkov se deleži prihodov turistov nanašajo na avgust in september za Grčijo. Deleži prometa na področju hrane in nastanitev za Grčijo in Italijo niso na voljo.

Po splošnem ponovnem izbruhu primerov COVID-19 so vlade v večini držav euroobmočja od oktobra 2020 dalje ponovno uvedle omejitve. V večini držav za obiskovalce velja testiranje ali karantena, vstop za obiskovalce iz držav zunaj EU pa je dovoljen samo v države, ki se štejejo za varne.⁵⁰ V večini držav euroobmočja so vlade ponovno uvedle policijsko uro in zaprle turistična središča ter rekreativne objekte, kot so muzeji, gledališča, bari in restavracije. Ponovna uvedba omejitev potovanj od oktobra dalje bo verjetno pomenila, da bo domači turizem nadomestil tujega, kar bo kratkoročno še naprej vplivalo na dinamiko turističnih storitev. Zadnje omejitve bi lahko spremenile tudi geografski vpliv krize na sektorje, ker bodo tokrat huje prizadete zimske turistične destinacije.

Kazalniki prihodnjih gibanj kažejo, da se bo stanje v turističnem sektorju po ponovni uvedbi omejitev znova poslabšalo (glej graf C). Zaradi prepovedi potovanj, omejitev in ponovne uvedbe ukrepov za zajezitev širjenja koronavirusa (glej zeleno črto) se je od poletja naprej zmanjšalo število potovanj, na rezervacije pa močno vpliva zaupanje. To je prikazano s preobratom okrevanja letalskih zmogljivosti (rdeča črta), ki se je zgodil v vseh državah euroobmočja. Po zadnjih podatkih letalske zmogljivosti trenutno dosegajo okoli 25% ravni izpred pandemije COVID-19. Kazalniki

⁵⁰ Svet Evropske unije je kot usmeritev objavil [seznam](#) epidemiološko varnih držav zunaj EU. Seznam se redno pregleduje in po potrebi posodablja. Številne države euroobmočja so za države na seznamu odpravile omejitve.

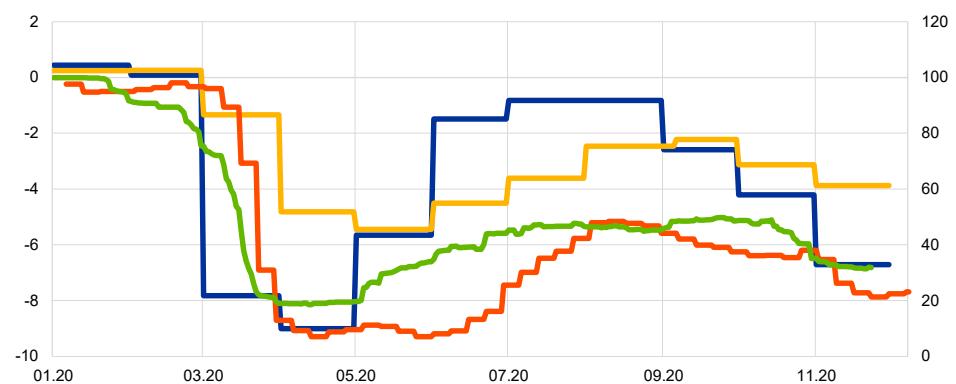
prihodnjih gibanj, kot so indeks vodij nabave (PMI) za nova naročila v turizmu in rekreacijskih sektorjih, so se novembra znova zmanjšali in se še naprej krčijo. Tudi zaupanje v nastanitveni panogi ostaja nizko in je daleč pod preteklim povprečjem, kot kažejo kazalniki zaupanja Evropske komisije.

Graf C

Zadnja gibanja na področju turizma

(lestvica na levi strani: standardizirani indeks; lestvica na desni strani: odstotek v istem obdobju prejšnjega leta)

- PMI (nova naročila v sektorju turizma in rekreacije) (lestvica na levi strani)
- nastanitve (lestvica na levi strani)
- leti (lestvica na desni strani)
- indeks strogosti – dodatek (lestvica na desni strani)



Viri: Markit, HAVER, Evropska komisija, OAG, Eurostat in Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) je za EU. Nastanitveni sektor se meri z evropskim kazalnikom zaupanja. Podatki o poletih so samo za Nemčijo, Španijo, Francijo in Italijo. Indeks strogosti je povprečje po državah euroobmočja, tehtano z deležem turističnih prihodov leta 2019. Dodatki (vrednost 100, pri čemer je 100 najvišja strogost) indeksa strogosti se poročajo tako, da povečanje serije ustreza sproščanju, zmanjšanje pa večji strogosti.

Dolgoročni vpliv pandemije: ugotovitve iz ankete med vodilnimi podjetji

Pripravila Eduardo Maqui in Richard Morris

V tem okvirju so povzete ugotovitve iz priložnostne ankete o dolgoročnem vplivu pandemije koronavirusa (COVID-19) na gospodarstvo, ki jo je ECB izvedla med vodilnimi podjetji v euroobmočju. Pandemija COVID-19 je poleg največjega kratkoročnega upada gospodarske aktivnosti v zadnjih stoletjih povzročila tudi spremembe v načinu poslovanja podjetij in v vedenju potrošnikov, pri čemer se bodo nekatere od teh sprememb verjetno ohranile tudi po koncu sedanja krize. Posledično bi to lahko dolgoročno vplivalo na aggregate, kot so proizvod, zaposlenost in cene, ter na povezavo med njimi.⁵¹

Glavni cilj ankete je bilo ugotoviti, kako vodilna podjetja v euroobmočju ocenjujejo dolgoročni vpliv pandemije COVID-19 na poslovanje. Za namen ankete smo »dolgoročno« opredelili kot »novo normalnost, ko zaradi razvoja cepiva oziroma učinkovitejšega zdravljenja gospodarstvo ne bo več izpostavljeno znatnim motnjam oziroma nenadnim spremembam, ki bi bile posledica virusa ali ukrepov, potrebnih za njegovo zajezitev«. Anketa je bila razdeljena na tri dele. V prvem delu smo anketirance vprašali, kakšen dolgoročen vpliv (če sploh kakšen) pandemije COVID-19 na svoje poslovanje pričakujejo, npr. z vidika organizacije poslovanja ali trgov, na katerih poslujejo. V drugem delu smo anketirance prosili, naj navedejo, ali se strinjajo oziroma ne strinjajo s sklopom trditev o »novi normalnosti«, ki naj bi bila posledica pandemije. V tretjem delu smo jih vprašali za mnenje o pričakovanim dolgoročnem vplivu na aggregate, kot so prodaja, zaposlenost in cene. Na anketo je odgovorilo 72 vodilnih nefinančnih podjetij, od tega okrog 60% iz industrijskega in okrog 40% iz storitvenega sektorja. Pri razlagi rezultatov je treba upoštevati, da so se ta podjetja zaradi svoje velikosti in porazdelitve dejavnosti najverjetneje sposobna bolje odzivati na izzive pandemije kot druga podjetja.

Najpogosteje navedena dolgoročna vpliva pandemije na strani ponudbe sta bila več dela na daljavo in pospešitev digitalizacije. Anketiranci so bili zaprošeni, naj po pomembnosti razvrstijo in na kratko razložijo do tri pričakovane dolgoročne vplive pandemije na njihovo poslovanje, na primer z vidika organizacije poslovanja ali trgov, na katerih poslujejo. Prejeti odgovori na to odprto vprašanje so povzeti v grafu A. Več kot 40% anketirancev je navedlo več dela na daljavo/v »domači pisarni«, medtem ko jih je skoraj prav toliko navedlo, da je zaradi pandemije njihovo podjetje pospešilo uvajanje digitalnih tehnologij, ki bodo dolgoročno spremenile način poslovanja. Okrog petina anketiranih podjetij je navedla trajnejše zmanjšanje števila poslovnih potovanj oziroma povečanje števila virtualnih sestankov, podoben delež podjetij pa je izpostavil povečanje elektronskega poslovanja ali v segmentu medpodjetniškega poslovanja »virtualne prodaje«. Okrog petina anketirancev je izpostavila dejstvo, da bo zaradi

⁵¹ Nedavna študija o dolgoročnih posledicah preteklih pandemij in o tem, kako jih je mogoče primerjati z vojami, je predstavljena v Jordà, Ó., Singh, S. R., in Taylor, A. M., »The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics«, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, št. 9, 2020.

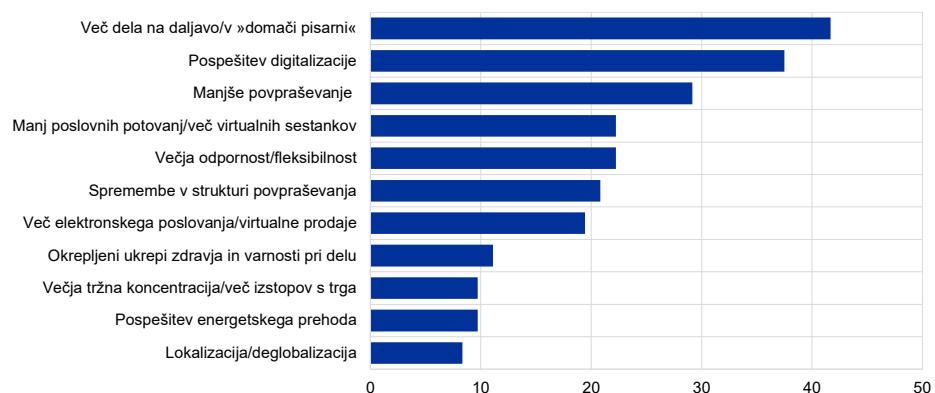
ukrepov, sprejetih kot odgovor na pandemijo, njihovo podjetje dolgoročno odpornejše oziroma fleksibilnejše.

Precejšen delež anketirancev je kot posebej skrb zbujačoče izpostavil manjše povpraševanje oziroma spremembe v strukturi povpraševanja. Skoraj 30% vprašanih je kot eno glavnih dolgoročnih posledic pandemije za njihovo podjetje navedlo manjše povpraševanje po njihovih izdelkih in storitvah, več kot 20% pa jih je izpostavilo trajne spremembe v strukturi povpraševanja. Zdi se, da je to večinoma odraz stališča, da se bodo nekatere spremembe življenjskih in delovnih navad, ki jih je povzročila pandemija, zlasti povečani obseg poslovanja in potrošnje prek spletu ter posledično zmanjšanje potovanj, dodobra uveljavile.

Graf A

Glavni dolgoročni vplivi pandemije na podlagi odgovorov anketiranih vodilnih podjetij

(v odstotkih anketirancev)



Opombe: V anketi je bilo anketirancem zastavljeno naslednje vprašanje: »Kakšne dolgoročne vplive (če sploh kakšne) pandemije COVID-19 na svoje poslovanje pričakujete (npr. z vidika organizacije poslovanja ali trgov, na katerih poslujete)? Navedite in po pomembnosti razvrstite največ tri vplive.« Odgovori so bili pozneje razvrščeni po kategorijah.

Več kot tri četrtine anketirancev se je strinjalo, da bo njihovo podjetje po pandemiji učinkovitejše in odpornejše. V grafu B so povzeti odgovori anketirancev na vprašanje, ali se strinjajo oziroma ne strinjajo s sklopom trditev, namenjenih preverjanju nekaterih scenarijev glede »nove normalnosti«, ki naj bi bila posledica pandemije. Več kot 75% se jih je strinjalo, da bo njihovo podjetje zaradi spoznanj, pridobljenih med pandemijo, učinkovitejše, zaradi uvedenih sprememb pa odpornejše. Devet desetin vprašanih je potrdilo, da so pospešili uvajanje digitalnih tehnologij oziroma avtomatizacije, več kot tri četrtine pa se jih je strinjalo, da bo tudi v prihodnje na daljavo delal precej večji delež njihovih zaposlenih. Okrog 60% anketirancev se ni strinjalo s trditvijo, da se zaradi več dela na daljavo zmanjšuje produktivnost njihovih zaposlenih, medtem ko se jih je s to trditvijo strinjalo le 20%. V zvezi s tem so anketiranci zmanjšano neformalno, osebno interakcijo sicer ocenili kot pomanjkljivost, vendar v delu na daljavo vidijo tudi številne prednosti, vključno z manj izgubljenega časa zaradi prevoza na delo in z njega, možnostjo boljšega usklajevanja družinskih in delovnih obveznosti ter večjo povezljivostjo.⁵²

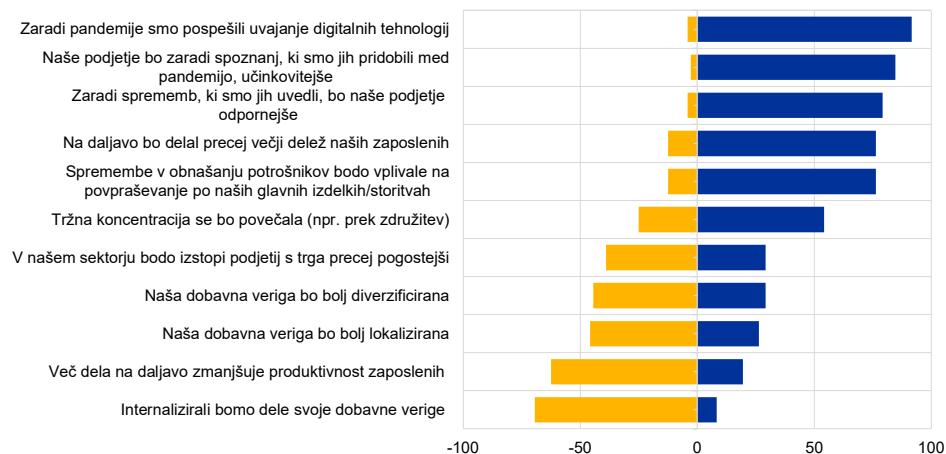
⁵² Ugotovljeno je bilo denimo, da so zaradi dela na daljavo zaposleni zdaj vedno dostopni, medtem ko v preteklosti zaradi prevoza na delo ali službenih poti to ni bilo tako. Ugotovljeno je bilo tudi, da so nekatere funkcije, kot je prodaja, postale precej bolj produktivne, kadar so se izvajale virtualno.

Graf B

Preverjanje scenarijev v zvezi z dolgoročnimi vplivi pandemije

(v odstotkih anketirancev)

- se strinjam
- se ne strinjam



Opombe: V anketi so bili anketiranci zaproseni za naslednje: »Navedite, ali se strinjate ali ne strinjate z naslednjimi trditvami v zvezi z dolgoročnimi vplivi pandemije COVID-19.« Anketiranci so lahko izbrali med naslednjimi odgovori: (i) se strinjam, (ii) se ne strinjam in (iii) nisem prepričan/-a ali ni relevantno. V grafu je odgovoru »se strinjam« dodeljena vrednost 1, odgovoru »se ne strinjam« pa vrednost -1.

Pandemija naj bi po mnenju anketirancev dolgoročno spremenila vedenje potrošnikov in verjetno povzročila večjo tržno koncentracijo, precej manj pa naj bi vplivala na dobavne verige. Tri četrtine anketirancev se je strinjalo, da bodo spremembe v vedenju potrošnikov zaradi pandemije dolgoročno vplivale na povpraševanje po njihovih glavnih izdelkih ali storitvah. Več kot polovica jih je menila, da se bo v njihovem sektorju povečala tržna koncentracija (medtem ko se s to trditvijo ni strinjala četrtina vprašanih), k čemur naj bi združitve prispevale bolj kot izstop podjetij s trga. Glede dolgoročnega vpliva pandemije na dobavne verige se večina tistih podjetij, za katera so bile te trditve relevantne, ni strinjala, da bo njihova dobavna veriga postala bolj diverzificirana ali lokalizirana, velika večina pa jih ni menila, da nameravajo njihova podjetja internalizirati več delov dobavne verige.

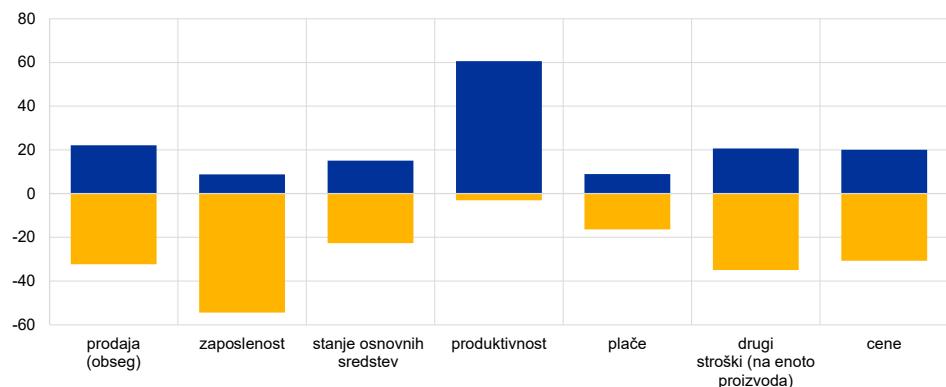
Večina anketirancev je menila, da bo imela pandemija pozitiven dolgoročni vpliv na produktivnost, toda negativen vpliv na zaposlenost. Anketiranci so na vprašanje, kako bi ocenili skupne dolgoročne vplive na izbrane agregate, v 60% odgovorili, da se bo produktivnost v njihovem podjetju ali sektorju povečala, medtem ko jih je zanemarljivo malo menilo, da bo dolgoročna posledica pandemije tudi zmanjšanje produktivnosti. Nasprotno je 55% anketirancev navedlo, da pričakuje negativen dolgoročni vpliv na zaposlenost, medtem ko jih je okrog 10% menilo, da bo vpliv na zaposlenost pozitiven. Kaže, da bi bilo to lahko odraz tega, da so se podjetja naučila ohranjati proizvodnjo kljub omejitvam na področju delovne sile, ki so posledica omejevanja socialnih stikov, in prepoznala s tem povezane možnosti za povečanje učinkovitosti. Po drugi strani je razmeroma malo anketirancev menilo, da bo imela pandemija kakršnekoli dolgoročne vplive na stanje osnovnih sredstev njihovega podjetja. V celoti gledano je pričakovani dolgoročni vpliv pandemije na prodajo (obseg), cene in stroške rahlo negativen, vendar je večina anketirancev navedla, da ne pričakuje nobenih dolgoročnih vplivov ali o tem niso prepričani.

Graf C

Kako so anketiranci ocenili dolgoročni vpliv pandemije na aggregate poslovanja

(v odstotkih anketirancev)

- povečanje
- zmanjšanje



Opombe: V anketi je bilo anketircem zastavljeno naslednje vprašanje: »Kako bi v primeru svojega podjetja/sektorja ocenili skupne dolgoročne vplive pandemije COVID-19 na naslednje?« Anketiranci so lahko izbrali med naslednjimi odgovori: (i) se bo povečal/-a/-o, (ii) se bo zmanjšalo/-a/-o, (iii) se ne bo spremenil/-a/-o in (iv) ne vem. V grafu je odgovoru »se bo povečal/-a/-o« dodeljena vrednost 1, odgovoru »se bo zmanjšalo/-a/-o« pa vrednost -1.

Ocenjevanje dinamike plač med pandemijo COVID-19: so nam podatki o dogovorjenih plačah lahko v pomoč?

Pripravili Gerrit Koester, Nicola Benatti in Aurelian Vlad

Kombinacija gospodarskih posledic pandemije koronavirusa (COVID-19) in odzivov ekonomskih politik nanjo predstavlja izvive pri interpretaciji gibanj na trgu dela – vključno z gibanjem plač. Zaradi znatnih sprememb v številu opravljenih delovnih ur na zaposlenega, zabeleženih v zadnjih četrtetljih, ter široke uporabe programov skrajšanega delovnega časa in problemov, povezanih s statističnim evidentiranjem teh programov, je bolj zapletena interpretacija kazalnikov gibanja plač, med katerimi sta recimo »sredstva za zaposlene na opravljeni delovno uro« in »sredstva za zaposlene na zaposlenega«.⁵³ Kazalnik dogovorjenih plač, ki ga pripravlja ECB, ponazarja izid pogajanj o kolektivnih pogodbah, zato ti posebni dejavniki nanj neposredno ne vplivajo.⁵⁴ Poleg tega se običajno objavlja en mesec pred kazalniki, ki temeljijo na četrtetnih nacionalnih računih. Vendar je treba opozoriti, da bi pandemija vseeno lahko vplivala tudi na lastnosti kazalnika dogovorjenih plač, ker je bilo sklenjenih manj plačnih dogоворов kot v normalnih razmerah. V tem okvirju obravnavamo, kakšno vlogo ima v sedanjih razmerah kazalnik dogovorjenih plač pri ocenjevanju in napovedovanju gibanja plač.

Medtem ko so podatki o dogovorjenih plačah na voljo bolj pravočasno, pa se rast dogovorjenih plač na spremembe razmer na trgu dela običajno odzove z določenim zamikom. Običajno traja nekaj časa, da se v pogajanjih o plačah odrazijo spremembe stopnje brezposelnosti zaradi presežnega povpraševanja po delovni sili. Kazalnik dogovorjenih plač se tako na ciklična gibanja na trgu dela običajno odzove s časovnim zamikom več četrtetij (glej graf A). To je posledica pogajanj v veliki državah euroobmočja (ki se večinoma odvijajo na sektorski ravni), v katerih se plače pogosto določijo za obdobje, daljše od enega leta, pri čemer se datumi začetka pogajanj in njihovo trajanje razlikujejo. V skladu s tem institucionalnim vidikom nedavna dinamika rasti dogovorjenih plač ne nakazuje, da bi pretresi na trgu dela, povezani s pandemijo, že imeli velik učinek. Medtem ko se je medletna rast znižala na 1,9% v prvem četrtetju 2020, na 1,7% v drugem četrtetju in na 1,6% v tretjem četrtetju, je to deloma odraz baznih učinkov – in sicer je nizka rast v tretjem četrtetju 2020 deloma povezana z zvišanjem rasti v tretjem četrtetju 2019, ki je povezano s posebnimi plačili v Nemčiji v tistem času.⁵⁵

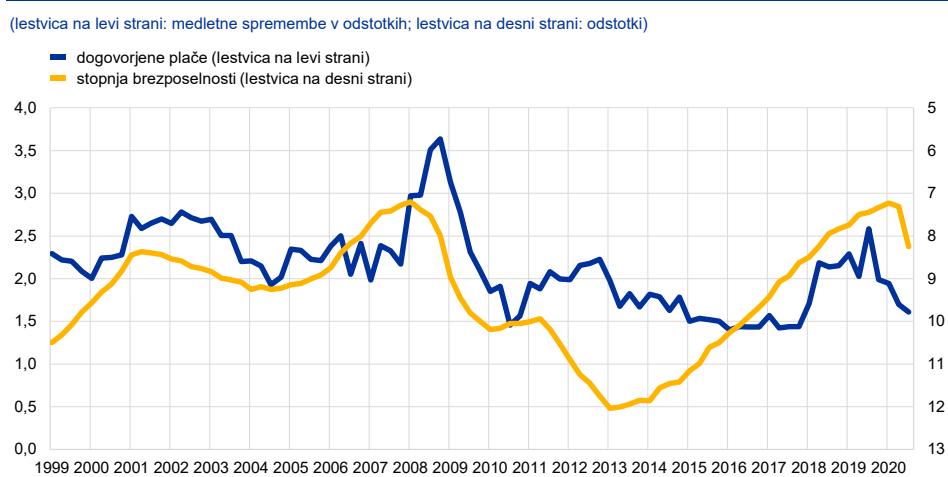
⁵³ Te teme so bile obravnavane tudi v predhodnih številkah Ekonomskega biltena ECB. Glej okvir z naslovom »[Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek](#)«, *Ekonomska bilten*, številka 4, ECB, 2020 ter okvir z naslovom »[Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic](#)« v članku z naslovom »[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)« v tej številki Ekonomskega biltena.

⁵⁴ Kazalnik dogovorjenih plač ECB pripravlja od leta 2001 na podlagi neharmoniziranih podatkov po državah kot kazalnik morebitnih plačnih pritiskov. Podrobnosti so v okvirju z naslovom »[Monitoring wage developments: an indicator of negotiated wages](#)«, *Monthly Bulletin*, ECB, september 2002.

⁵⁵ Več podrobnosti je v [Monthly Report](#), letnik 71, številka 11, Deutsche Bundesbank, november 2019, str. 8.

Graf A

Dinamika rasti dogovorjenih plač in stopnja brezposelnosti



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

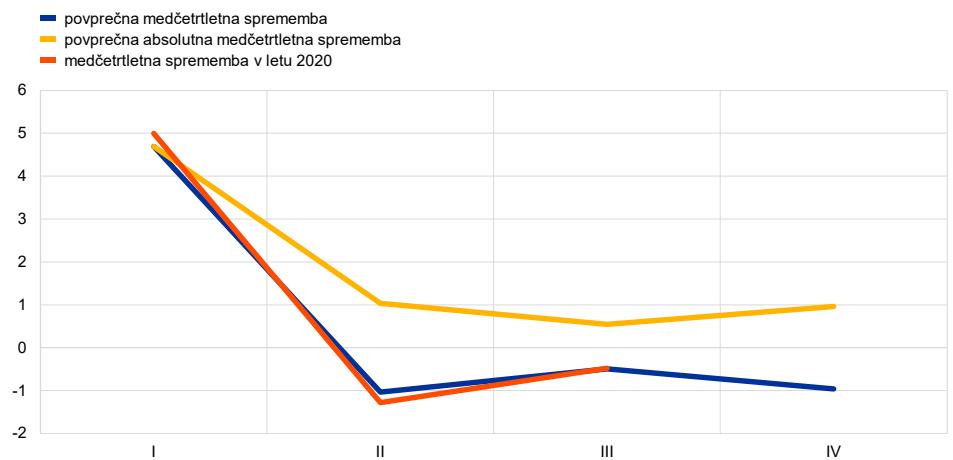
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrteletje 2020. Lestvica na desni strani je obrnjena.

Plačni dogovori, sklenjeni pred izbruhom pandemije, še vedno najbolj vplivajo na najnovejše gibanje kazalnika dogovorjenih plač. Medčetrtletne spremembe kazalnika kažejo, da je bila dinamika dogovorjenih plač v letu 2020 do zdaj zelo skladna z dinamiko, ki se v povprečju beleži od leta 1999 (glej graf B). Dogovorjene plače se navadno spremenijo predvsem v prvem četrtletju. To velja tako za povprečne spremembe kazalnika dogovorjenih plač kot tudi za povprečne absolutne spremembe. Dejstvo, da so povprečne absolutne spremembe kazalnika dogovorjenih plač, ki odražajo povprečno absolutno vrednost zvišanja in znižanja, prav tako skoncentrirane v prvem četrtletju, kaže, da se dogovorjene plače dejansko spreminjajo predvsem na začetku vsakega leta. Podrobnejši podatki nakazujejo, da je skoraj celotno zvišanje dogovorjenih plač v prvem četrtletju 2020 odraz zvišanja plač v januarju, torej preden je izbruhnila pandemija. Iz prevladajoče vloge plačnih dogovorov na začetku vsakega leta izhaja, da bi bili glavni učinki pandemije na dogovorjene plače lahko vidni šele na začetku leta 2021, ko se bodo v več državah euroobmočja začela ponovna pogajanja o velikem deležu kolektivnih pogodb.

Graf B

Sezonska dinamika sprememb dogovorjenih plač

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; analiziran časovni razpon: 1999–2020, razen če je navedeno drugače)



Viri: interne ocene ECB in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2020. Absolutne spremembe se izračunajo s seštevkom absolutne vrednosti zvišanja in znižanja.

V sedanji razmerah bi lahko dodatki na osnovno plačo temeljili na nekaterih v prihodnost usmerjenih informacijah. Dodatki na osnovno plačo se lahko izpeljejo kot razlika med stopnjo rasti dejanskih plač, merjeno z bruto plačami na zaposlenega, in stopnjo rasti dogovorjenih plač.⁵⁶ Na podlagi tega pristopa so negativni dodatki na osnovno plačo v prvih treh četrtletjih 2020 (glej graf C) ponazoritev dejstva, da je bila dejanska masa plač v podjetjih na splošno nižja med drugim zaradi vladnih podpornih ukrepov ter manj dodatkov in napredovanj. Vseeno pa na izračun dodatkov na osnovno plačo neizogibno vplivajo spremembe v sektorski sestavi zaposlenosti in v povprečnem številu opravljenih delovnih ur na zaposlenega – pri čemer so te spremembe v sedanjih razmerah zelo velike. Sestava zaposlenosti se je najverjetnejše spremenila, ker je pandemija povzročila izgubo delovnih mest predvsem v storitvenih dejavnostih, v katerih je razmeroma več delovnih mest z nizko plačo, zato se je samodejno zvišala povprečna plača in se je deloma izravnal sicer negativen vpliv na agregatne dodatke na osnovno plačo.⁵⁷ Dodatki na osnovno plačo nakazujejo pritiske na znižanje, ki bi lahko vplivali na dogovorjene plače, če bi se razmere na trgu dela poslabšale in bi delavci, ki trenutno delajo s skrajšanim delovnim časom, postali brezposelnici.

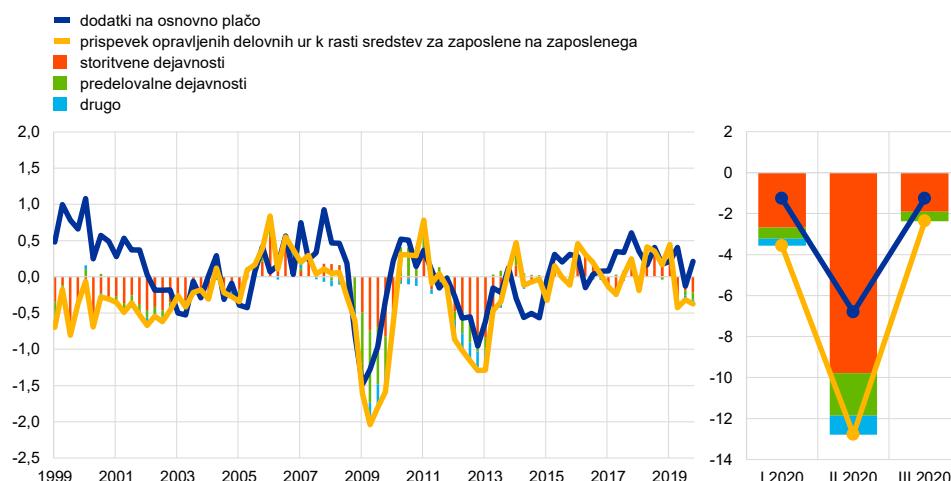
⁵⁶ To pomeni, da se rast skupnih plač, merjena s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, lahko razčleni na rast dogovorjenih plač, na dodatek na osnovno plačo in na spremembe prispevkov za socialno varnost, pri čemer so slednje opredeljene kot razlika med medletno stopnjo rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega in medletno stopnjo rasti bruto plač na zaposlenega.

⁵⁷ Podrobnosti o takšnih učinkih sestave so na primer v Crust, E.E., Daly, M.C. in Hobijn, B., *The Illusion of Wage Growth*, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, avgust 2020, in članku z naslovom »*The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth*«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2019.

Graf C

Dodatki na osnovno plačo in prispevek opravljenih delovnih ur k rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega

(prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2020. »Drugo« se nanaša na vse ostale sektorje. Stolpci ponazarjajo prispevek storitvenih dejavnosti, predelovalnih dejavnosti in ostalih sektorjev k skupnemu prispevku opravljenih delovnih ur k rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega.

Sedanja rast dogovorjenih plač je še naprej posledica plačnih dogоворov iz časa pred pandemijo, zato je njena информациска вредност за napovedovanje dejanske rasti plač v prihodnosti omejena. Glavni učinki pandemije na rast dogovorjenih plač bodo najverjetneje vidni šele od leta 2021, ko se bodo začela ponovna pogajanja o znatnem deležu kolektivnih pogodb v državah euroobmočja. Gibanje dodatkov na osnovno plačo lahko skupaj z informacijami o opravljenih delovnih urah in brezposelnosti do določene mere nakaže, v kakšnih razmerah bodo ta pogajanja potekala. Podrobnejši podatki, na primer o rasti dogovorjenih plač v različnih sektorjih, bi bili v veliko pomoč pri podrobnejši analizi gibanja plač v euroobmočju.

Osnutki proračunskih načrtov za leto 2021: ocena v času krize zaradi koronavirusa

Pripravili Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Steffen Osterloh

Evropska komisija je 18. novembra 2020 objavila svoje mnenje o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2021. V nasprotju s preteklimi leti in ob pandemiji koronavirusa (COVID-19) je bila letošnja ocena Evropske komisije kvalitativna in ni bila osredotočena na skladnost podatkov z javnofinančnimi pravili. To je bilo zaradi aktivacije splošne odstopne klavzule,⁵⁸ ki državam članicam omogoča odstopanje od zahtevanih prilagoditev iz Pakta za stabilnost in rast v nekaterih posebnih, točno opredeljenih okoliščinah, kot so huda gospodarska recesija v euroobmočju ali v Uniji kot celoti. Namesto tega je Komisija oceno opravila na podlagi javnofinančnih priporočil posameznim državam, ki jih je Svet sprejel 20. julija 2020, in navodil iz septembra, ki jih je poslal vsem državam članicam, v katerih je navedel, da bo splošna odstopna klavzula veljala tudi leta 2021, da se zagotovi potrebna pomoč s strani javnofinančnih politik. Komisija je v svoji oceni tudi pojasnila, da bi morale države članice, ko bodo gospodarske razmere to omogočale, izvajati takšno javnofinančno politiko, ki omogoča doseganje srednjeročnega javnofinančnega položaja po načelu previdnosti in zagotavljanje vzdržnosti dolga ob krepitvi naložb. Zaradi nujnosti zagotavljanja makroekonomske stabilizacije ob hkratnem doseganju srednjeročne javnofinančne vzdržnosti je Komisija izjavila, da bi morali biti ukrepi pomoči ciljno usmerjeni in začasni, ker bi lahko trajni ukrepi, ki se ne financirajo s kompenzacijskimi ukrepi, lahko vplivali na srednjeročno vzdržnost javnih financ.

Osnutki proračunskih načrtov kažejo premik v strukturi ukrepov od nujnih ukrepov k ukrepom za okrevanje v letu 2021, vendar pa še ne izkazujejo v celoti podpore iz instrumenta »EU naslednje generacije«. Po mnenju Evropske komisije so države članice v odziv na pandemijo sprejele obsežne javnofinančne ukrepe, ki znašajo do 4,2% BDP leta 2020 in 2,4% BDP leta 2021. Javnofinančne svežnje so leta 2020 večinoma sestavljeni nujni ukrepi, namenjeni blažitvi neposrednih posledic krize, in sicer obvladovanju razmer na področju javnega zdravja in omejevanju gospodarskih posledic. Po oceni Komisije so nujni ukrepi na ravni euroobmočja znašali približno 80% javnofinančnih svežnjev za leto 2020. Od leta 2021 se pričakuje, da se bodo ukrepi, namenjeni zagotavljanju nujne pomoči, počasi odpravljali in da se bo zgodil premik v smeri ukrepov, ki bodo podpirali okrevanje. Ocena osnutkov proračunskih načrtov, ki jo je opravila Evropska komisija, kaže, da ukrepi za okrevanje, kot je posredno znižanje davkov in večje državne naložbe, obsegajo več kot 60% javnofinančnih ukrepov leta 2021. Sklad »EU naslednje generacije«, zlasti njegov osrednji steber – mehanizem za okrevanje in odpornost – naj bi se začel izvajati leta 2021. Glede na stanje priprav, zlasti kar zadeva nacionalne načrte za okrevanje in

⁵⁸ Klavzula je bila sprejeta v okviru »šesterčka« reform Pakta za stabilnost in rast leta 2011. Klavzula se lahko aktivira v primeru neobičajnega dogodka, na katerega zadevna država članica ne more vplivati, ki močneje vpliva na finančni položaj širše države, ali v obdobjih hude gospodarske recesije v euroobmočju ali v Uniji kot celoti. Po aktivaciji omogoča državam članicam, da začasno odstopajo od zahtevanih javnofinančnih prilagoditev iz preventivnega in korektivnega dela pakta, če to ne ogroža srednjeročne vzdržnosti javnih financ.

odpornost, je v jesenski napovedi Evropske komisije in v nekaterih osnutkih proračunskih načrtov le manjši del prihodkov in odhodkov povezan z mehanizmom.

Evropska komisija je navedla, da so osnutki proračunskih načrtov za leto 2021 na splošno skladni s priporočili glede javnofinančne politike, ki jih je sprejel Svet, vendar pa je opozorila na tveganja, kjer so načrtovani trajni ukrepi. V večini držav euroobmočja so ukrepi za leto 2021 (večinoma) začasni, le načrti v Franciji, Italiji, Litvi⁵⁹ in na Slovaškem kažejo na ukrepe, ki niso videti začasni ali nimajo predvidenih kompenzacijskih ukrepov. V primeru Belgije, Francije, Grčije, Italije, Portugalske in Španije je Evropska komisija poudarila, da je »glede na raven javnega dolga in velike srednjeročne izzive [...] pomembno zagotoviti, da se pri sprejemanju podpornih proračunskih ukrepov ohrani srednjeročna vzdržnost javnih finanč«. Velika negotovost otežuje oceno ukrepov, zlasti ker začasnih in bolj strukturiranih ukrepov ni mogoče vedno ločiti, saj države sprejemajo ukrepe v odziv na gibanje križnih valov.

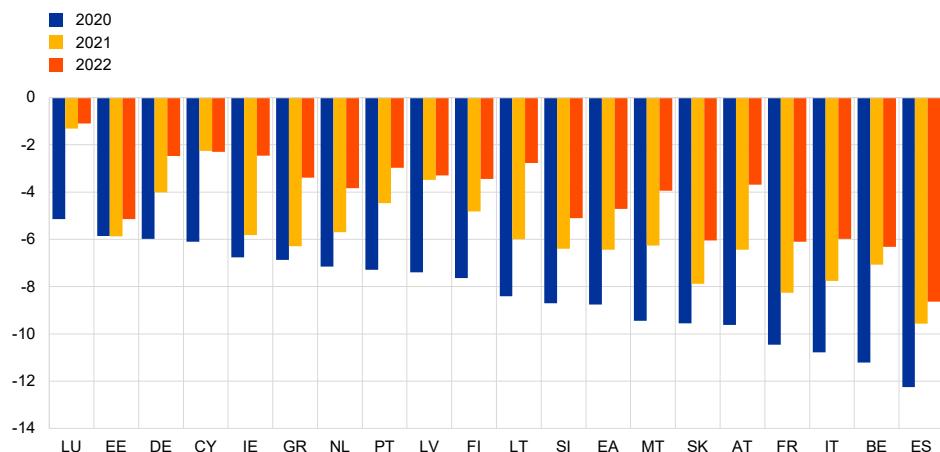
Oceno Komisije je treba obravnavati z vidika velikega in raznolikega vpliva, ki ga imajo pretresi zaradi pandemije COVID-19 in ukrepi javnofinančne pomoči na javne finance, pa tudi z vidika velike negotovosti. Po pričakovanjih bo povprečno okoli 30% poslabšanja proračunskega stanja, predvidenega v letu 2020, v letu 2021 izničenega, pri čemer bo delež primanjkljaja ostal večji od praga (3% BDP) v vseh državah euroobmočja, razen Luksemburga in Cipra (glej graf A). Španija, Francija, Italija in Slovaška bodo imele po pričakovanjih leta 2021 največji primanjkljaj, ki bo presegal 7,5% BDP. Če bodo ostale politike nespremenjene, bo leta 2022 ostal primanjkljaj nad 3-odstotnim pragom v 13 državah članicah euroobmočja. Številne države, ki so v krizo vstopile z velikim deležem dolga (okoli 100% in več), bo kriza zaradi pandemije COVID-19 po pričakovanjih najbolj prizadela zaradi povečanja zadolženosti (glej graf B). Predvidoma bo leta 2022 samo pet držav euroobmočja ohranilo delež dolga pod maastrichtsko referenčno vrednostjo (60% BDP), in sicer Estonija, Latvija, Litva, Luksemburg in Malta.

⁵⁹ Litva je predložila osnutek proračunskega načrta na podlagi scenarija nespremenjenih politik.

Graf A

Proračunski saldo širše opredeljene države, 2020–2022

(kot odstotek BDP)

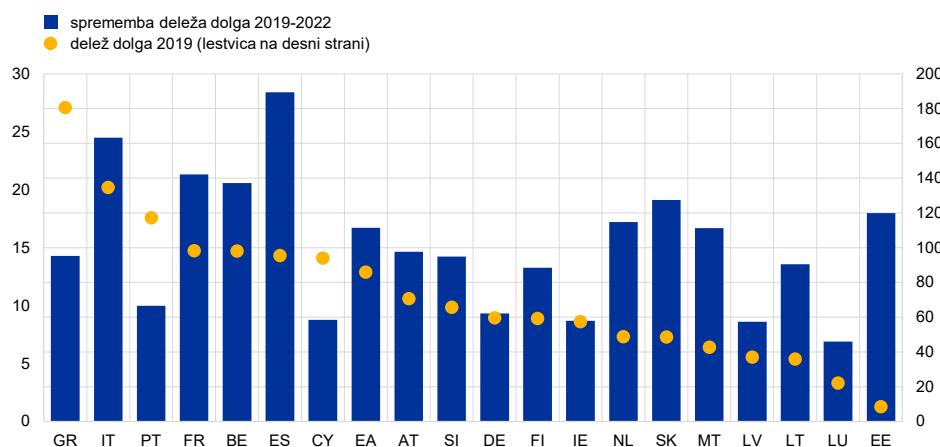


Viri: podatkovna zbirka Evropske komisije AMECO in izračuni ECB.

Graf B

Bruto javni dolg širše opredeljene države, 2019–2022

(kot odstotek BDP)



Viri: podatkovna zbirka Evropske komisije AMECO in izračuni ECB.

Evropska komisija v sedanjih okoliščinah ne bo začela postopkov v zvezi s čezmernim primanjkljajem zaradi kršitev referenčne vrednosti primanjkljaja (3% BDP) in pravila o zadolženosti. Trenutno je v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem samo Romunija, in sicer od aprila 2020. Komisija je v novembrskem svežnju izjavila, da zaradi »izjemne negotovosti, ki jo je povzročil izbruh COVID-19, ter njegovega izrednega makroekonomskega in fiskalnega učinka, med drugim tudi za oblikovanje verodostojne usmeritve za fiskalno politiko [...] odločitev o tem, ali naj se za države članice uvede postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ne bi smela biti sprejeta«. Z enako obrazložitvijo je navedla, da trenutno ni mogoče sprejeti odločitve o nadaljnjih ukrepih v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem za Romunijo, ki se je začel aprila 2020 zaradi proračunskega primanjkljaja v letu 2019. Ugotavlja pa, da v Romuniji »pomembni osnovni vzroki fiskalnega položaja, prisotni že pred

pandemijo v letu 2020, niso bili odpravljeni». Evropska komisija bo ponovno razmisnila o začetku dodatnega postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem spomladi 2021 na podlagi potrjenih podatkov za leto 2020 in spomladanske napovedi 2021.

Zaradi silovitega krčenja gospodarstva euroobmočja ostaja še naprej ključna ambiciozna in usklajena naravnost javnofinančne politike, dokler ne pride do trajnega okrevanja, ki bo omogočilo ponovno doseganje srednjeročnega javnofinančnega položaja po načelu previdnosti. Po zelo ekspanzivno naravnani javnofinančni politiki v letu 2020 letošnja jesenska napoved Evropske komisije kaže, da se bodo nujni ukrepi javnofinančne pomoči postopoma opuščali, vendar bodo po napovedi ostali precej obsežni s sprejetjem novih ukrepov, usmerjenih bolj na pomoč pri okrevanju. Če bodo izredne zdravstvene razmere vztrajale in okrevanje ne bo postalo samozadostno, bo pomembno, da se začasni ukrepi podaljšajo, da bi se preprečile skrajno negativne posledice. Ne glede na to je bistveno, da so ukrepi pravočasni, začasni in ciljno usmerjeni, da bi se čim bolj učinkovito zagotovila javnofinančna pomoč, da pri tem ne bi prišlo do trajnih posledic za proračunski položaj v obdobju po krizi ter da bi se zagotovila vzdržnost javnih financ. Ko bodo to omogočale epidemiološke in gospodarske razmere, bi bilo treba pozornost usmeriti na sprejemanje javnofinančnih politik, katerih cilj je doseči srednjeročni javnofinančni položaj po načelu previdnosti in krepiti naložbe. Glede tega predstavlja sklad »EU naslednje generacije« priložnost, da spodbudi naložbe in prispeva k vzdržnemu okrevanju.

Članki

1

The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia

Prepared by Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner and Tina Zumer

Following the completion of a roadmap agreed over the past few years among all relevant EU stakeholders, the Bulgarian lev and the Croatian kuna were included in the European exchange rate mechanism (ERM II) on 10 July 2020. Their inclusion marks a milestone towards future enlargement of the euro area, given the important role that ERM II plays as a preparatory phase for euro adoption. Participation in ERM II may lead to a regime shift in the country concerned, i.e. it may alter the incentives of international and local investors and of the national authorities.

We provide evidence that a regime shift indeed occurred in the central and eastern European countries (CEECs) that joined the mechanism in 2004 and 2005. If supported by sound economic policies, this shift may have positive consequences, such as accelerating the convergence process. Conversely, the implementation of ill-advised policy measures may contribute to a build-up of economic imbalances. The article also looks at ERM II from a historical perspective, reviews its main features and procedures and explains the new roadmap towards participation in ERM II – and, simultaneously, European banking union – that was established and successfully implemented for Bulgaria and Croatia.

The main conclusion of the article is that in order to fully reap the benefits of monetary integration and ensure their own smooth participation in the mechanism, countries need sound policies, governance and institutions which allow them to address risks with adequate macroeconomic, macroprudential, supervisory and structural measures.

1 Introduction

Two EU Member States, Bulgaria and Croatia, joined ERM II on 10 July 2020. The process began in 2017 along a roadmap that reflected lessons learned from other countries' experiences, the advent of European banking union and a careful assessment of country-specific strengths and vulnerabilities.⁶⁰ The roadmap was agreed between the Bulgarian and Croatian authorities and the ERM II parties – the finance ministers of the euro area countries, the ECB, Denmark's Finance Minister

⁶⁰ See the box entitled "The Bulgarian lev and the Croatian kuna in the exchange rate mechanism (ERM II)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2020.

and the Governor of Danmarks Nationalbank.⁶¹ These stakeholders took their decisions following a common procedure involving the European Commission and consultation of the Economic and Financial Committee in its euro area format, known as the Eurogroup Working Group (EWG).

The inclusion of the Bulgarian lev and the Croatian kuna in ERM II is a milestone towards further enlargement of the euro area. Bulgaria and Croatia are expected to adopt the euro once they have fulfilled the necessary requirements (the “Maastricht” convergence criteria) as assessed in the Convergence Reports of the European Commission and the ECB.⁶²

For Bulgaria and Croatia, ERM II will therefore serve not only as an exchange rate arrangement, but also as a preparatory phase for euro adoption. ERM II has two main purposes. The first is to act as an arrangement for managing exchange rates between the participating currencies, thus also contributing to the smooth functioning of the single European market by fostering exchange rate stability. The second is to assist the convergence assessment provided for in the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) with regard to the adoption of the euro by non-euro area EU Member States, with the exception of Denmark, which has a special status.⁶³ In this way, ERM II offers a testing ground before the adoption of the euro, as the economies of the participating Member States operate under a regime of stable exchange rates vis-à-vis the euro (market test) and are expected to further strengthen their macroeconomic, macroprudential, supervisory and structural policies (policy test), with the support of ever-evolving economic governance from the European Union.

This article looks at the participation of the Bulgarian lev and the Croatian kuna in ERM II, focusing on the mechanism’s role as a bridge from domestic currencies towards the euro. Specifically, Section 2 briefly reviews the history, main features and procedures of ERM II. Section 3 argues on the basis of quantitative evidence that ERM II may lead to a regime shift in participating countries on the path to euro adoption. Section 4 explains the roadmap towards ERM II participation that was established and implemented for Bulgaria and Croatia. Finally, Section 5 concludes by highlighting the way ahead and the key challenges faced by Bulgaria and Croatia on the path towards euro adoption.

⁶¹ Until 10 July 2020 Denmark was the only non-euro area EU Member State participating in the mechanism. Since then the ERM II parties have also included Bulgaria and Croatia.

⁶² Article 140 and Protocol 13 TFEU state that euro adoption by a given Member State is subject to the fulfilment of several economic and legal (Maastricht) convergence criteria. In their biennial Convergence Reports, the ECB and the European Commission examine whether (i) the countries concerned have achieved a high degree of sustainable economic convergence, (ii) the national legislations are compatible with the Treaty and the Statute of the European System of Central Banks and of the ECB, and (iii) the statutory requirements are fulfilled for the relevant national central banks to become an integral part of the Eurosystem.

⁶³ With regard to exchange rate stability, the ECB and the European Commission examine whether the country has participated in ERM II for a period of at least two years without severe tensions being observed in the normal fluctuation margins of the exchange rate mechanism. In particular, this means that the country should not devalue the bilateral central rate against the euro on its own initiative during this period. Protocol 16 TFEU grants an exemption to Denmark from participation in Stage Three of EMU. Denmark is, therefore, the only non-euro area EU Member State to participate in ERM II without pursuing the objective of euro adoption.

2 The history, main features and procedures of ERM II

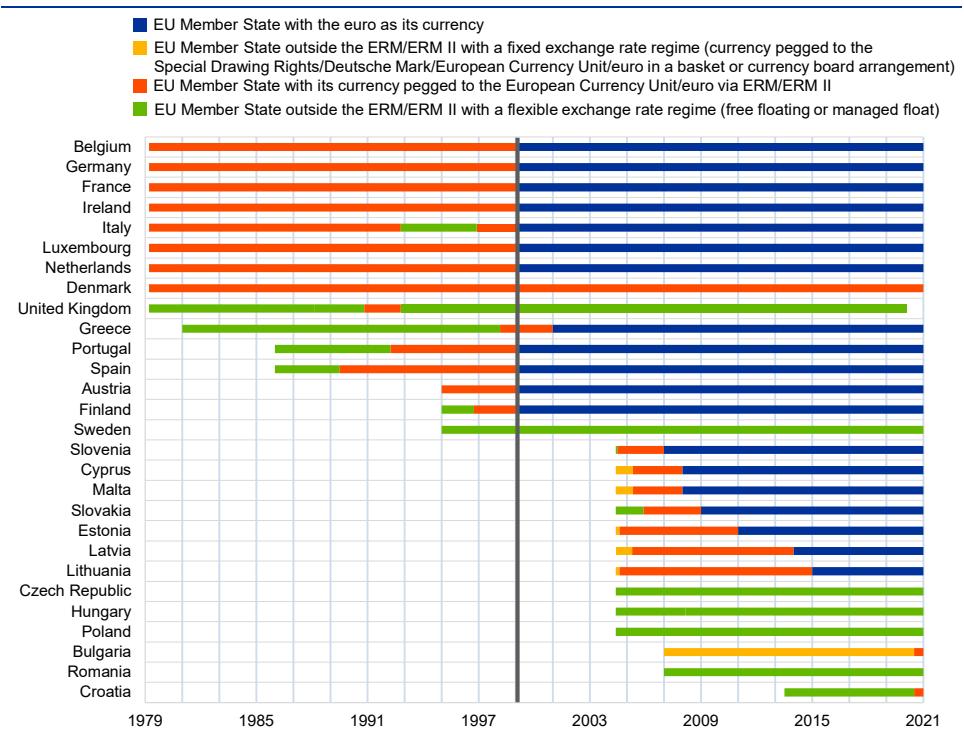
2.1 History

With the introduction of the euro on 1 January 1999, ERM II replaced the original exchange rate mechanism, which was one of the components of the European Monetary System (EMS) in place since 13 March 1979.⁶⁴ The original ERM, a core element of the EMS, was aimed at reducing exchange rate variability and fostering monetary stability among the currencies of an initial eight Member States. With the introduction of the euro, the Danish krone and the Greek drachma were included in the new mechanism, ERM II. After Greece adopted the euro in 2001, Denmark was the only non-euro area EU Member State participating in the mechanism until 2004 (see Chart 1).

⁶⁴ More generally, on 1 January 1999 EMS was replaced by Stage Three of EMU.

Chart 1

Exchange rate regimes of EU Member States since the start of the European Monetary System



Source: ECB.

Notes:

- 1) The ERM, which was one element of the European Monetary System, became operational on 13 March 1979 and ended with the start of Stage Three of Economic and Monetary Union (EMU) on 1 January 1999. On the same day the ERM was succeeded by ERM II.
- 2) Belgium and Luxembourg were in a monetary association until the adoption of the euro in 1999.
- 3) The standard fluctuation band around the central rates in the ERM was $\pm 2.25\%$, except for the Italian lira, the Spanish peseta, the Portuguese escudo and the UK pound sterling, for which it was $\pm 6\%$. From 8 January 1990 until 16 September 1992 the Italian lira (previously in the wide band of the ERM) was in the narrow band.
- 4) In August 1993 the ERM fluctuation band was widened temporarily to $\pm 15\%$ for all ERM participants.
- 5) In September 1992 the participation of the Italian lira and the UK pound sterling in the ERM was suspended. The Italian lira resumed full participation in the ERM in November 1996.
- 6) Greece participated in ERM II in the period 1999-2000 with the new standard $\pm 15\%$ fluctuation band. Denmark kept the $\pm 2.25\%$ fluctuation band within both the ERM and ERM II. While the nominal band was standard, nearly all subsequent ERM II members unilaterally committed to a narrower actual fluctuation band upon joining ERM II. These commitments do not involve any obligations on the part of the other ERM II parties.
- 7) The Czech Republic introduced a one-sided exchange rate floor towards the euro from November 2013 to April 2017.
- 8) The United Kingdom withdrew from the EU on 31 January 2020.

On 1 May 2004 ten new Member States joined the European Union and their national central banks (NCBs) became part of the ERM II Central Bank

Agreement. On 28 June 2004, soon after EU enlargement, the Estonian kroon, the Lithuanian litas and the Slovenian tolar were added to ERM II. On 2 May 2005 the Cyprus pound, the Latvian lats and the Maltese lira joined the mechanism, followed by the Slovak koruna on 28 November 2005. Since then, all these countries have adopted the euro after “fulfilling their obligations regarding the achievement of economic and monetary union” (Article 140 of the TFEU), which included receiving positive convergence assessments from the ECB and the European Commission (see Chart 1).

2.2 Main features

ERM II was established by the European Council Resolution of 16 June 1997⁶⁵, which stipulated that “The euro will be the centre of the new mechanism.” The main features of ERM II are (i) a central rate against the euro, (ii) a fluctuation band with a standard width of $\pm 15\%$ around the central rate, (iii) interventions at the margins of the agreed fluctuation band, and (iv) the availability of very short-term financing from the participating central banks. Participating NCBs may unilaterally commit themselves to tighter fluctuation bands (including currency board regimes) than those provided for by ERM II, without imposing any additional obligations on the other participating NCBs or the ECB.⁶⁶ Interventions at the margins of the fluctuation bands are in principle automatic and unlimited, although the ECB and the participating NCBs can suspend them at any time if they conflict with the primary objective of maintaining price stability. During ERM II participation, realignments of the central rate or adjustments to the width of the fluctuation band may occur, for example if equilibrium exchange rates change over time. Such developments may take place not only during a process of real convergence, but also in the case of significant changes in external competitiveness or in the presence of inconsistent economic policies.

2.3 Main procedures

While ERM II is referred to in the Treaty as an integral part of the Maastricht exchange rate convergence criteria, the ERM II procedures and agreements are not based on the Treaty, since they are intergovernmental in nature. According to Article 2.3 of the European Council Resolution of 1997, the decisions regarding participation in ERM II – in particular, whether the currency of a country can be included in the mechanism with a certain central rate and fluctuation band – are taken by mutual agreement of the finance ministers of euro area countries, the ECB and the finance ministers and central bank governors of the non-euro area Member States participating in ERM II at any given time. The decisions are taken at the end of a process involving consultation of the EWG. The European Commission is also involved in this process; it participates in the relevant meetings, can be mandated particular tasks and is kept informed by the ERM II parties. As participation in ERM II is a precondition for the eventual introduction of the euro, all EU Member States with a derogation from the obligation to adopt the euro, i.e. all non-euro area Member States except Denmark, are expected to join the mechanism at some stage.

In the interests of all stakeholders, decisions regarding participation in ERM II are to be mutually agreed on the basis of a sound and thorough economic assessment conducted by the relevant parties, and in consultation with the European Commission, through a candid, in-depth exchange of views. The requirement for mutual agreement on ERM II participation means that there must be a consensus that the Member State concerned is pursuing effective stability-oriented

⁶⁵ Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16 June 1997 (OJ C 236, 2.8.1997, p.5).

⁶⁶ While narrower bands are as a rule adopted on a unilateral basis, i.e. without imposing any additional obligations on the remaining participating NCBs or the ECB, they can be multilaterally agreed in the case of economies at a sufficiently advanced stage of economic convergence, as was the case with Denmark.

policies consistent with smooth participation in the mechanism. All parties take part in the search for consensus in a positive spirit, and negotiations continue until there is an agreement acceptable to all. This is reflected in the policy position on ERM II adopted by the ECB's Governing Council in 2003, which emphasises the need to take a holistic approach and to carry out a comprehensive analysis in the economic assessment.⁶⁷

3 The “regime shift” effect of ERM II on investor and policymaker behaviour

3.1 Motivation

The full benefits of euro adoption can only be enjoyed if adequate policy measures are in place, including at the national level.⁶⁸ Attaining “a high degree of sustainable convergence” (Article 140 of the TFEU) is the most important precondition for the successful adoption of the euro. To this end, sound policies and an adequate level of institutional quality are of the essence. They are therefore given due consideration when assessing the readiness of a non-euro area EU Member State to participate in ERM II.

This is all the more important as participation in ERM II may affect the expectations and economic incentives of international and local investors, as well as those of the local policy authorities, in a regime shift that may in turn trigger various positive or negative dynamics. Progress in the process of monetary integration, as well as the prospect of adopting the euro, may improve international investor sentiment towards Member States joining ERM II. This may result in an acceleration of gross international financial inflows and, in turn, stronger domestic credit growth coupled with a significant improvement in financing conditions. While this may fuel a sustainable catching-up process, it may also provide the wrong sort of incentives if coupled with a weak institutional and business environment, potentially leading to misallocation of capital, postponement of necessary reforms and deterioration in the country’s adjustment capacity, for example. The ensuing build-up of imbalances might eventually exacerbate a possible international financial flow reversal.⁶⁹

Against this backdrop, several insights can be gained from the analysis of developments in international financial flows and credit growth in the countries

⁶⁷ See “Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries”, ECB, 18 December 2003.

⁶⁸ For recent reviews of the benefits of euro adoption, see the speech by Mario Draghi entitled “Europe and the euro 20 years on”, on accepting the Laurea Honoris Causa in Economics from the University of Sant’Anna, Pisa, 15 December 2018, and Brans, P., Clemens, U., Kattami, C. and Meyermans, E., “Economic benefits of the euro”, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 19, No 3, European Commission, forthcoming.

⁶⁹ Despite increasing evidence that global “push” factors, rather than country-specific “pull” factors, are the main driving forces of international capital flows, the interaction of country-specific characteristics with global trends may play an important role in determining the dynamics of international capital flows. See, for example, Rey, H., “*Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*,” speech at the *Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2013.

which have joined ERM II in the past. The analysis focuses on the CEECs that joined ERM II in 2004 and 2005 and subsequently adopted the euro: Estonia, Latvia, Lithuania, Slovenia and Slovakia. Section 3.2 compares their experiences with those of the EU Member States in the same region which have not yet participated in ERM II (the Czech Republic, Hungary, Poland and Romania) or which joined the mechanism only very recently (Bulgaria and Croatia). Section 3.3 discusses some policy implications arising from this analysis.

3.2 Evidence

Following the accession of the above CEECs to the European Union, countries that participated in ERM II experienced a more pronounced international financial flow cycle than those which did not participate. Gross financial inflows as a share of GDP accelerated ahead of EU accession, which for some countries also coincided with the start of their participation in ERM II.⁷⁰ However, countries that joined ERM II experienced a much stronger surge (see Charts 2 and 3). Gross financial inflows in ERM II countries peaked about three years after they joined ERM II, at an average of around 30% of GDP (see Chart 2). Conversely, gross financial inflows were more stable in the non-ERM II countries, remaining at between 5% and 10% of GDP following EU accession (see Chart 3). With the onset of the global financial crisis in 2007-08, which materialised in most of the observed countries about three to four years after EU accession, ERM II participants experienced a sharper financial flow reversal (see Charts 2 and 3).⁷¹ Supporting the quantitative evidence, internal econometric analysis on a sample of emerging market and (former) transition economies shows that the degree of flexibility of the exchange rate regime does not affect financial inflows to these countries, whereas ERM II participation is found to increase the magnitude of gross financial inflows. At the same time, the results suggest that EU accession is not relevant in explaining the financial inflows recorded.⁷²

⁷⁰ As the countries under consideration joined both the European Union and ERM II in 2004-05 (except for Bulgaria, Romania and Croatia), these developments also reflected business cycle synchronisation to some extent.

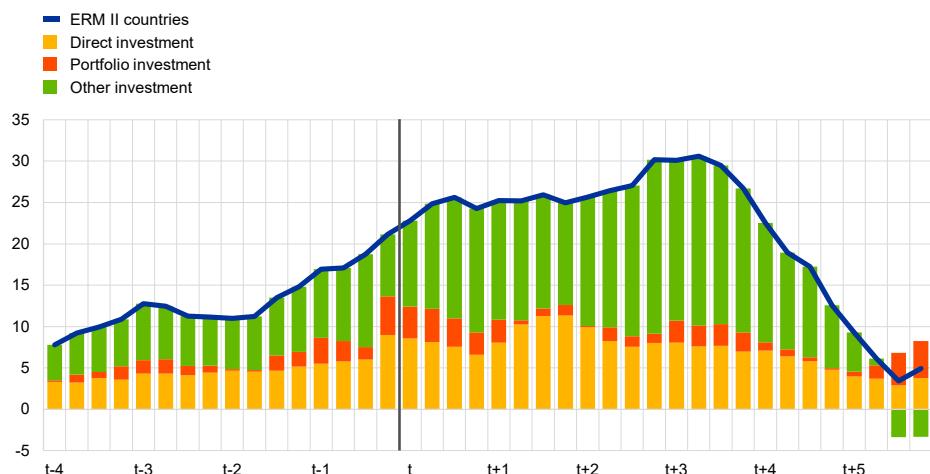
⁷¹ Countries participating in ERM II also experienced larger international financial inflows than the other CEECs in net terms.

⁷² The insignificance of EU accession for international financial inflows holds true if the ERM II participation dummy is dropped from the specification.

Chart 2

Gross international financial inflows of CEECs before and after joining ERM II

(as a percentage share of GDP; unweighted averages)



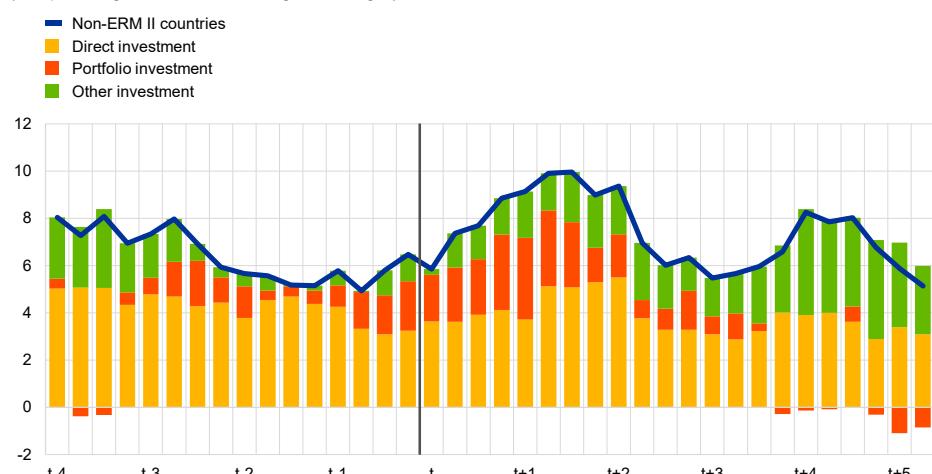
Source: ECB staff calculations.

Notes: The countries covered are Estonia, Latvia, Lithuania, Slovenia and Slovakia. Period "t" is a country-specific event and identifies the year in which the country joined ERM II: 2004 for Estonia, Lithuania and Slovenia, and 2005 for Latvia and Slovakia.

Chart 3

Gross international financial inflows of CEECs not participating in ERM II before and after joining the European Union

(as a percentage share of GDP; unweighted averages)



Source: ECB staff calculations.

Notes: The countries covered are Bulgaria, the Czech Republic, Croatia, Hungary, Poland, and Romania. Period "t" is a country-specific event and identifies the year of the country's accession to the European Union: 2004 for the Czech Republic, Hungary and Poland, 2007 for Bulgaria and Romania, and 2013 for Croatia.

The differences in gross international financial inflows between the CEECs participating in ERM II and other CEECs were driven largely by bank lending and, to a lesser extent, by inward foreign direct investment (FDI). The largest share of financial flows to ERM II CEECs took the form of "other investment", consisting mainly of bank lending to firms and households and flows within banking groups. While this may reflect the strong presence of foreign (mostly EU-based) banks in ERM II CEECs during that period, it was a common feature across the whole region.

Conversely, the composition of international financial flows to non-ERM II CEECs was much more evenly distributed between FDI and other investment (see Charts 2 and 3).

After joining the mechanism, ERM II participants also experienced a stronger expansion in domestic credit and lower real interest rates than CEECs that did not join ERM II after their accession to the EU. Large international financial inflows, particularly in the form of bank credit and other interbank flows, can exacerbate the domestic credit cycle, for example by supporting funding for banks.⁷³ Credit to the private sector as a share of GDP nearly doubled in ERM II countries in the five years after they joined the mechanism, while in the other CEECs the increase in credit stock was more gradual (see Chart 4). At the same time, ERM II countries experienced negative average short-term real interest rates in the three to four-year period after joining ERM II. In addition, the drop in long-term real interest rates was much stronger in ERM II countries than in non-ERM II countries (see Chart 5). While financially less-developed economies usually have lower domestic savings and therefore need financing from abroad in order to support economic growth and the overall catching-up process, this may pose a challenge for certain countries joining ERM II, as large international financial inflows are likely to fuel credit booms and busts.⁷⁴ Moreover, credit booms can turn out to be more severe and difficult to contain in countries with fixed exchange rates, as the rising inflation typically associated with strong domestic demand lowers real interest rates further and this in turn triggers additional credit demand.

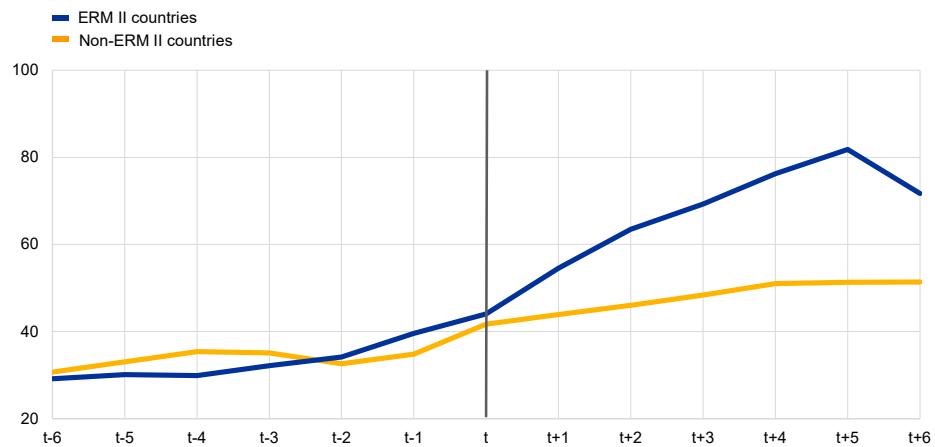
⁷³ See, for example, Lane, P.R. and McQuade, P., "Domestic Credit Growth and International Capital Flows", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 116, No 1, 2014, pp. 218-252, who also find that domestic credit growth in European countries before 2008 was strongly related to net debt inflows but not to net equity inflows.

⁷⁴ The experience of credit booms in the new EU Member States during the 2000s has been widely discussed. See, for example, Backé, P. and Wójcik, C., "[Credit booms, monetary integration and the new neoclassical synthesis](#)", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No 3, pp. 458-470, and Bakker, B.B. and Gulde, A.-M., "[The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?](#)", *Working Paper Series*, No 10/130, IMF, 2010.

Chart 4

Domestic credit to the private sector in ERM II and non-ERM II CEECs

(as a percentage share of GDP; unweighted averages)



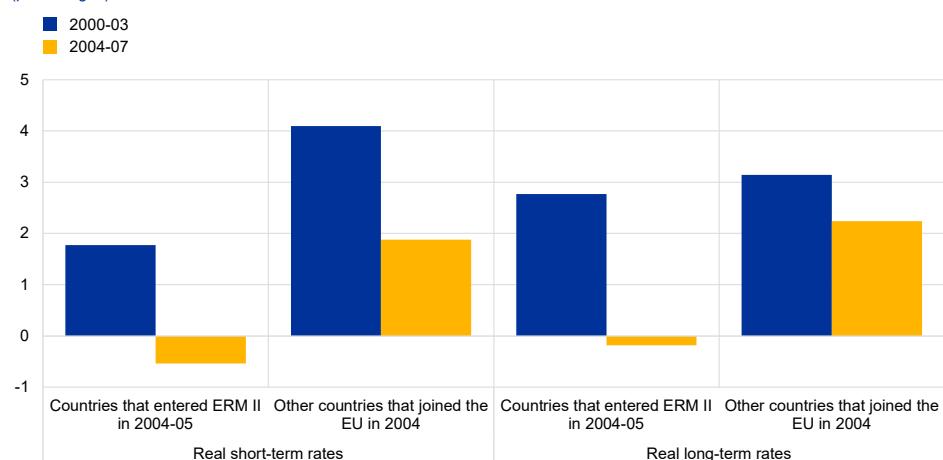
Source: ECB staff calculations.

Notes: The ERM II countries covered are Estonia, Latvia, Lithuania, Slovenia and Slovakia. Period "t" is a country-specific event and identifies the year in which the country joined ERM II: 2004 for Estonia, Lithuania and Slovenia, and 2005 for Latvia and Slovakia. The non-ERM II countries covered are Bulgaria, the Czech Republic, Croatia, Hungary, Poland, and Romania. Period "t" is a country-specific event and identifies the year of the country's accession to the European Union: 2004 for the Czech Republic, Hungary and Poland, 2007 for Bulgaria and Romania, and 2013 for Croatia.

Chart 5

Real interest rates in ERM II and non-ERM II CEECs

(percentages)



Sources: DataStream, ECB, Eurostat, OECD, Reuters, and ECB staff calculations.

Notes: Nominal three-month money market rates and nominal long-term (10-year maturity) interest rates for convergence purposes are adjusted using the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). Aggregates are simple averages across countries. The countries that entered ERM II in 2004-05 are Estonia, Lithuania and Slovenia (all in 2004), and Latvia and Slovakia (both in 2005). The other countries that entered the European Union in 2004 are the Czech Republic, Hungary, and Poland. Data for real long-term rates are missing in 2000. Data for Slovenia are available from 2002 onwards. Estonia is excluded from the aggregate of real long-term rates owing to missing data.

3.3 Policy implications

Although the period following EU accession in 2004-05 fell within the environment of “Great Moderation”⁷⁵, which is very different from the conditions prevailing today, the empirical findings discussed in the previous subsection nevertheless carry some general policy implications that may be of relevance for Bulgaria and Croatia, as well as for other EU Member States that seek ERM II participation in the future. ERM II participants may benefit from increased availability of capital, but they may also face an increased risk of a build-up of macroeconomic imbalances. Countries with large international financial inflows are indeed more likely to experience credit booms and busts as foreign financial inflows increase the available funds of the banking system, of which a significant share is often foreign-owned in central and eastern Europe.

Historical experience suggests that factors such as resilient economic structures⁷⁶ and the quality of institutions and governance reduce the risk of economic imbalances and enhance the capacity of a country to cope with shocks. While the economic literature on this topic has mainly focused on the phase following euro adoption,⁷⁷ the evidence discussed in the previous subsection suggests that similar dynamics might also materialise during the run-up to euro adoption.

Resilient economic structures create the preconditions for allocating capital to productive firms, thus supporting the catching-up process rather than the formation of bubbles. This also allows policymakers to resist pressures of vested interests against the implementation of necessary reforms, build up fiscal buffers during upturns and implement other countercyclical measures, including on the macroprudential side. Developments such as a surge in the most volatile components of international financial flows may provide the wrong sort of incentives in a weak institutional context, thus leading to the postponement of reforms and deterioration in the country’s adjustment capacity. This is not to deny that developing economies need to attract capital. However, if institutions are weak, such financial inflows are more likely to eventually become a disadvantage more than a benefit.

The smooth participation of a given currency in ERM II therefore requires the proper framework conditions to be in place at the national level. The prospect of

⁷⁵ See Bernanke, B.S., “The Great Moderation”, remarks at the *meetings of the Eastern Economic Association*, Washington, DC, February 20 2004.

⁷⁶ The expression “resilient economic structures” is used in Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. and Schulz, M., “The Five Presidents’ Report: Completing Europe’s Economic and Monetary Union”, *Background Documents on Economic and Monetary Union*, European Commission, 2015. In Brinkmann, H., Harendt, C., Heinemann, F. and Nover, J., “Economic Resilience: A new concept for policy making?”, Bertelsmann Stiftung, 2017, economic resilience is defined as “*the capability of a national economy to take preparatory crisis-management measures, mitigate the direct consequences of crises, and adapt to changing circumstances. In this regard, the degree of resilience will be determined by how well the actions and interplay of the political, economic and societal spheres can safeguard the performance of the economy – as measured against the societal objective function – also after a crisis*”.

⁷⁷ See Fernández-Villaverde, Garicano, J.L. and Santos, T., “Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone”, *NBER Working Paper*, No 18899, 2013; Challe, E., Lopez, J and Mengus, E., “Southern Europe’s institutional decline,” *HEC Research Papers Series*, No 1148, HEC Paris, 2016; Masuch, K., Moshammer, E. and Pierluigi, B., “Institutions, public debt and growth in Europe”, *Working Paper Series*, No 1963, ECB, September 2016; and Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucci, E., Heinz, F.F and Muzikarova, S., “Real convergence in the euro area: a long-term perspective”, *Occasional Paper Series*, No 203, ECB, December 2017.

joining ERM II and then the euro area should serve as an important incentive to improve policies, governance and institutions in order to attain convergence on a sustainable basis – in a similar manner to the incorporation of European law when joining the EU. If these improvements do not take place, excessive ease of financing after joining ERM II – and later after adopting the euro – risks reducing the incentives to make necessary reforms.

4 The Bulgarian lev and the Croatian kuna in ERM II

In the summers of 2018 and 2019 respectively, following discussions with the ERM II parties, the Bulgarian and Croatian authorities made a number of policy commitments in areas of high relevance for a smooth transition process and subsequent participation in ERM II. After fulfilment of these so-called prior policy commitments, as well as the announcement of post-entry policy commitments to be completed after joining ERM II, the two countries entered ERM II and European banking union simultaneously on 10 July 2020. This section explains the rationale for ERM II participation and the roadmap towards it that was implemented for these two EU Member States.

When Bulgaria and Croatia first expressed their interest in joining the mechanism, ERM II parties took account of three fundamental considerations.

First, it would be the first time a country had joined ERM II since the financial crisis, from which important lessons had been learned. As a result, the European institutional framework had been substantially overhauled over the previous decade and it was crucial not to overlook the lessons learned in future ERM II decisions. The resilience of economic structures, financial stability and the quality of institutions and governance had moved to the forefront of discussions, given their importance for the longer-term sustainability of euro adoption. In particular, the experiences of former ERM II participants had confirmed that these features needed to be in place to ensure smooth participation in the mechanism.

Second, it would also be the first time a Member State had joined ERM II since the start of European banking union. In banking union, the Single Supervisory Mechanism (SSM) and the Single Resolution Mechanism have direct powers over the banking system of the Member State concerned. Each Member State is required to enter banking union at the latest by the time it introduces the euro. Given that ERM II is a preparatory phase for euro adoption, joining ERM II today also means preparing for banking union. To this end, it was considered advisable for countries aiming to adopt the euro to enter into close cooperation with the ECB (see Box 1) at the same time as joining ERM II.⁷⁸

Third, there was also a need to take account of country-specific considerations. While both Bulgaria and Croatia had made significant progress in addressing macroeconomic imbalances and both countries had a track record of adjusting to

⁷⁸ At the same time, entering into close supervisory cooperation *without* joining ERM II is also a possible course of action for EU Member States that are currently outside the euro area, i.e. the two processes do not necessarily need to be synchronised.

adverse shocks under their own exchange rate regimes, there were concerns about their smooth participation in ERM II, owing to a number of remaining vulnerabilities.

In this context, the question arose as to how the aforementioned considerations could best be accommodated within the existing institutional and legal framework. EU Member States must be treated equally at any given stage of EMU, which implies that no preconditions or new rules can be imposed before a Member State applies for ERM II participation. Any Member State is, therefore, free to request the inclusion of its currency in ERM II at any time and make its policy commitments, as other Member States have done in the past. At the same time and in line with the procedure recalled in Section 2.3, ERM II parties may decide not to agree to that Member State's ERM II participation in the event that the policy commitments and related actions taken by its national authorities do not sufficiently address the identified developments, concerns and risks. This approach is fully consistent with the ERM II framework.

During the informal phase of the roadmap towards ERM II participation, a dialogue was held between the ERM II parties and the Bulgarian and Croatian authorities on the risks that had been identified and how they could be mitigated. This dialogue clarified the policy commitments that the Bulgarian and Croatian authorities would have to make and fulfil when moving forward with the roadmap. Once this phase was completed, the last step in the roadmap was marked by the formal requests for the inclusion of the Bulgarian lev and the Croatian kuna in ERM II, which were sent the day before the decision was taken.

Some policy commitments were completed by the time Bulgaria and Croatia formally entered ERM II (“prior commitments”) and, in line with past practices, other commitments have to be completed after joining ERM II (“post-entry commitments”), with the aim of achieving a high degree of sustainable economic convergence by the time of euro adoption. Both prior and post-entry commitments needed to be reasonable, proportional and motivated. They also had to be specific, realistic and verifiable in nature. Finally, it was agreed that they had to be implemented, monitored and verified in a relatively short period of time.

In the meantime, adequate monitoring was established by the ECB and the European Commission within their respective remits in order to verify compliance with both prior and post-entry commitments. In particular, the ECB focused on commitments related to the banking sector, including both banking supervision and macroprudential issues. Following a mandate issued by the ERM II parties, the Commission focused on commitments concerning structural policies. In order to forestall overlap with other procedures, it was also noted that fiscal policies are governed by the Stability and Growth Pact, and that the judicial reforms and the fight against corruption and organised crime in Bulgaria were monitored by the Commission under the Cooperation and Verification Mechanism (CVM).

Prior commitments were made by Bulgaria in the summer of 2018 and by Croatia in the summer of 2019, and completed by both countries before they joined ERM II on 10 July 2020. Three of these commitments were in the same policy areas for both Bulgaria and Croatia: (i) establishing close cooperation between ECB

Banking Supervision and the national competent authorities (NCAs) under the legal framework of the SSM; (ii) strengthening the macroprudential toolkit by empowering NCAs to adopt so-called borrower-based measures, such as imposing limits on the debt service burden of borrowers relative to their income; and (iii) transposing EU anti-money laundering directives into national legislation. The other three commitments were country-specific and pertained to structural policies. Box 1 discusses these commitments in greater detail and describes the process of implementing and assessing the prior commitments falling under the ECB's remit (i.e. those in the banking supervision and macroprudential fields), which were completed by the time the two countries joined ERM II. It also briefly explains how the supervision of non-euro area EU banks under close cooperation works in practice and how it differs from the supervision of euro area banks. Box 2 lists the structural policy-related prior commitments made by the Bulgarian and Croatian authorities, which fall under the remit of the Commission.

Box 1

Completion of ERM II prior policy commitments related to banking supervision and the macroprudential toolkit

Prepared by Maximilian Fandl, Jaime Serra Goya and Kalina Paula Tylko-Tylczynska

The European Central Bank was mandated by the exchange rate mechanism (ERM II) parties to monitor the implementation of the two prior commitments related to banking supervision and financial stability, which the Bulgarian and Croatian authorities had to complete by the time they joined ERM II. The two commitments were: (i) to establish close cooperation between ECB Banking Supervision and the national competent authority (NCA) under the legal framework of the Single Supervisory Mechanism (SSM); and (ii) to strengthen the macroprudential toolkit by establishing a clear legal basis on which to adopt macroprudential borrower-based measures, such as imposing limits on the debt service burden of borrowers relative to their income.

Bulgaria and Croatia submitted requests to establish close cooperation between their NCAs and the ECB in July 2018 and May 2019 respectively. Based on these requests, the ECB assessed whether the conditions for establishing close cooperation had been met. In accordance with the legal framework, the assessment consisted of two main parts: (i) a legal assessment of the relevant national law adopted by the requesting Member State, and (ii) a comprehensive assessment of credit institutions established in the Member State. To properly verify whether all conditions had been met, the ECB developed a standard assessment framework based on Article 7 of the SSM Regulation⁷⁹ and the procedural aspects specified in Decision ECB/2014/5 on close cooperation⁸⁰.

With regard to the legal assessment, Bulgaria adopted relevant legislation in December 2018, putting in place a mechanism to ensure that Българска народна банка (Bulgarian National Bank, BNB) would adopt any measures required by the ECB in relation to credit institutions. The ECB assessed the new legislation, including whether the powers available to the BNB would be at least equivalent to those of ECB Banking Supervision. In order to comply with the requirements for close cooperation,

⁷⁹ See Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions (OJ L 287, 29.10.2013, p. 63).

⁸⁰ Decision 2014/434/EU of the European Central Bank of 31 January 2014 on the close cooperation with the national competent authorities of participating Member States whose currency is not the euro (ECB/2014/5) (OJ L 198, 5.7.2014, p. 7).

the BNB introduced a draft law in January 2020 amending the Law on credit institutions⁸¹ and the Law on the Bulgarian National Bank⁸². The new law amended the sanctioning powers of the BNB and extended the list of breaches which may be subject to sanctions.

Similarly, the Croatian authorities amended the Credit Institutions Act⁸³ and the Act on the Croatian National Bank⁸⁴ in order to create a legal basis for close cooperation with the ECB. The first amendments were adopted by the Croatian Parliament in July 2019 and entered into force in August 2019. Additional amendments were adopted in April 2020 and entered into force in the same month. The ECB assessed the national legal framework as compliant with the relevant conditions for establishing close cooperation. The amendments ensured that once close cooperation started, the ECB had all the powers necessary to carry out its supervisory tasks vis-à-vis Croatian banks.

The comprehensive assessment results for Bulgarian banks were published on 26 July 2019 and indicated capital shortfalls for two out of the six participating banks.⁸⁵ The two banks implemented their respective capital plans before close cooperation was established. With this final step, all supervisory and legislative prerequisites were fulfilled. On 10 July 2020 the ECB announced that its Governing Council had adopted a Decision establishing close cooperation with the BNB⁸⁶.

The comprehensive assessment results for Croatian banks were published on 5 June 2020 and did not indicate any capital shortfalls for the five selected Croatian banks. On 10 July 2020 the ECB announced that its Governing Council had adopted a Decision establishing close cooperation with Hrvatska narodna banka (HNB)⁸⁷ following the latter's fulfilment of all supervisory and legislative prerequisites.

When Bulgaria and Croatia expressed their intent to join ERM II, their macroprudential framework did not include a legal basis for borrower-based measures. Instead, the framework mainly relied on capital instruments based on the Capital Requirements Directive⁸⁸ and the Capital Requirements Regulation⁸⁹, such as the countercyclical capital buffer. Although both HNB and the BNB had broad powers to issue recommendations on new lending practices, these were not as legally binding and enforceable as borrower-based measures.

Against this background, both the Bulgarian and the Croatian authorities made commitments to broaden their macroprudential toolkit by providing the legal basis for borrower-based measures. This

⁸¹ [Law on Credit Institutions](#), adopted by the 40th National Assembly on 13 July 2006, published in the Darjaven Vestnik, issue 59 of 21 July 2006.

⁸² [Law on the Bulgarian National Bank](#), adopted by the 38th National Assembly on 5 June 1997, published in the Darjaven Vestnik, issue 46 of 10 June 1997.

⁸³ [Credit Institutions Act](#), published in the Narodne novine No 159/13, 19/15, 102/15 and 15/18.

⁸⁴ [Act on the Croatian National Bank](#), published in the Narodne novine No 75/08 and 54/13.

⁸⁵ See “[ECB concludes comprehensive assessment of six Bulgarian banks](#)”, ECB Press release, 26 July 2019. The two banks with capital shortfalls in the comprehensive assessment were First Investment Bank AD and Investbank AD.

⁸⁶ [Decision \(EU\) 2020/1015 of the European Central Bank of 24 June 2020 on the establishment of close cooperation between the European Central Bank and Българска народна банка \(Bulgarian National Bank\)](#) (ECB/2020/30) (OJ L 224I, 13.7.2020, p. 1).

⁸⁷ [Decision \(EU\) 2020/1016 of the European Central Bank of 24 June 2020 on the establishment of close cooperation between the European Central Bank and Hrvatska Narodna Banka](#) (ECB/2020/31) (OJ L 224I, 13.7.2020, p. 4).

⁸⁸ [Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms](#) (OJ L 176, 27.6.2013, p. 338).

⁸⁹ [Regulation \(EU\) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms](#) (OJ L 176, 27.6.2013, p. 1).

was completed through the adoption of the relevant legislation in December 2018 and April 2020 respectively.

After the completion of their prior commitments, Bulgaria and Croatia joined ERM II and banking union. From 1 October 2020 the ECB started directly supervising significant Bulgarian and Croatian institutions, while the Single Resolution Board became the resolution authority for these and all cross-border groups. Credit institutions falling under close cooperation are subject to the same supervisory standards and procedures as their equivalents in the euro area.

A key difference between Member States that have adopted the euro and those under close cooperation is that ECB legal acts, including decisions on banks, do not have direct effect in the Member State in close cooperation. This means that the ECB does not adopt decisions addressed to banks in these Member States, but rather issues instructions to the respective NCA, which will in turn adopt the required administrative measures at the national level.

The establishment of close cooperation with the BNB and HNB marks an important milestone in the development of banking union. It is the first time that banking union has been enlarged with EU Member States outside the euro area.

Box 2

Completion of ERM II prior policy commitments related to structural policies

In their letters to the exchange rate mechanism (ERM II) parties, Bulgaria⁹⁰ and Croatia⁹¹ committed themselves to implementing a number of policy measures related to structural policies before joining ERM II. The European Commission was mandated by the ERM II parties to monitor the implementation of these prior policy commitments, in line with its remit. The monitoring was facilitated by regular technical exchanges between the Commission and the Bulgarian and Croatian authorities. The European Commission provided regular progress updates to the ERM II parties. At the same time, the ECB was reporting on the implementation of policy measures related to banking supervision and the macroprudential toolkit (see Box 1).

Bulgaria and Croatia each tailored their prior policy commitments on structural policies to their own national conditions in order to avoid a build-up of macroeconomic imbalances and to improve institutional quality and governance. The Bulgarian authorities made commitments to implement measures in the following policy areas: (i) the supervision of the non-banking financial sector, (ii) the insolvency framework, (iii) the anti-money laundering framework, and (iv) the governance of state-owned enterprises. Meanwhile, the Croatian authorities made commitments related to: (i) the anti-money laundering framework, (ii) statistics, (iii) public sector governance, and (iv) the business environment.

The final assessment reports were published together with the ECB Decisions to include the Bulgarian lev⁹² and Croatian kuna⁹³ in ERM II. On 8 June 2020 and 19 June 2020 respectively, the Croatian and the Bulgarian authorities informed the ERM II parties that their prior commitments had

⁹⁰ See the [letter from Bulgaria on ERM II participation](#) of 13 July 2018.

⁹¹ See the [letter from Croatia on ERM II participation](#) of 4 July 2019.

⁹² See the [letter from the European Commission to ERM II parties on Bulgaria's participation in ERM II and the assessment of its prior commitments](#).

⁹³ See the [letter from the European Commission to ERM II parties on Croatia's participation in ERM II and the assessment of its prior commitments](#).

been completed, except for those relating to establishing close cooperation with the ECB, and asked the ERM II parties to invite the Commission and the ECB to assess their effectiveness. Both institutions confirmed that the policy commitments in their respective areas of competence had been fully implemented and welcomed the efforts of Bulgaria and Croatia to better prepare their economies for smooth participation in ERM II.

Post-entry commitments made by Bulgaria and Croatia on joining ERM II

- The Bulgarian authorities made commitments to implement additional measures on the non-banking financial sector, state-owned enterprises, the insolvency framework and the anti-money laundering framework. Furthermore, Bulgaria will continue implementing the extensive reforms under the CVM in the judiciary and in the fight against corruption and organised crime.
- The Croatian authorities made commitments to implement specific policy measures on the anti-money laundering framework, the business environment, state-owned enterprises and the insolvency framework.

At the time of its inclusion in ERM II, the central rate of the Bulgarian lev against the euro was set at the prevailing market rate, which was the same as the fixed exchange rate under the currency board arrangement (CBA). With the adoption of the standard fluctuation margins of ±15% it was also determined, in line with past arrangements, that the Bulgarian CBA is a unilateral commitment borne exclusively by Българска народна банка (Bulgarian National Bank), which should place no obligation on the ECB or the other participants in ERM II.

The central rate of the Croatian kuna against the euro within ERM II was set at the prevailing market rate at the time of its inclusion. In line with past practice, the central rate was equal to the official ECB reference rate – published daily on the ECB's website – of the Friday prior to the currency's inclusion in ERM II. The inclusion of the Croatian kuna in ERM II is also subject to the standard fluctuation margins of ±15%.

Box 3 summarises the economic assessment supporting these exchange rate decisions.

Box 3

Assessing the central rates of the Bulgarian lev and the Croatian kuna within ERM II

Bulgaria and Croatia have both maintained nominal exchange rate stability for more than two decades (see Chart A). Bulgaria adopted a currency board arrangement in July 1997 to address hyperinflationary pressure. This was initially based on a legal obligation of Българска народна банка (Bulgarian National Bank, BNB), enshrined in the Law on the Bulgarian National Bank, to exchange domestic currency at the rate of 1,000 old Bulgarian levs per Deutsche Mark. Following a (purely nominal) redenomination of the Bulgarian lev in June 1999, the fixed exchange rate was realigned to 1 new Bulgarian lev per Deutsche Mark. When the Deutsche Mark lost its status as legal tender in

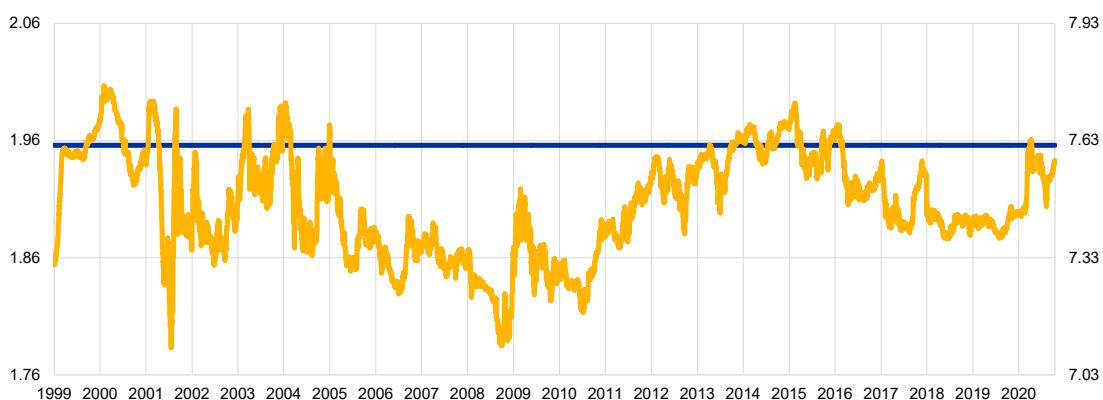
Germany in 2002, the reference currency was changed to the euro and the fixed exchange rate set at 1.95583 levs per euro, equal to the irrevocable conversion rate between the Deutsche Mark and the euro. The Croatian kuna has been trading under a tightly managed floating exchange rate regime since its introduction in 1994, with no pre-announced level, path or band, and its exchange rate against the euro has been fluctuating within a narrow range of $\pm 4.5\%$ around its average level since 1999.

Chart A

Exchange rates of the Bulgarian lev and the Croatian kuna against the euro

(4 January 1999 to 14 October 2020; national currency units per euro)

- Bulgarian lev (left-hand scale)
- Croatian kuna (right-hand scale)



Source: ECB.

In line with its currency board regime, BNB frequently exchanges Bulgarian levs for euro in operations with domestic banks, while Hrvatska narodna banka (HNB) only rarely intervenes in foreign exchange markets. As stipulated by the Law on BNB, the monetary liabilities of BNB are fully covered by its foreign reserves and BNB is obliged to exchange monetary liabilities and euro at the official exchange rate. Thus, the issuance of Bulgarian levs is not discretionary, but directly linked to the availability of international reserves. As a result, BNB does not need to undertake traditional foreign exchange interventions in order to maintain the exchange rate peg. Instead, it issues or absorbs national currency solely against reserve currency in transactions with the banking sector, referred to as “type II interventions”, such that the national currency supply automatically equates to the demand. In the case of the Croatian kuna, interventions have historically been carried out both to support and to weaken the currency, although more recently, until the coronavirus (COVID-19) shock, HNB has mostly intervened in order to counter appreciation pressures.

As a result of their credible commitments to maintaining exchange rate stability, both national central banks have accumulated comfortable buffers of foreign exchange reserves. Since the global financial crisis of 2007-08, BNB and HNB have significantly expanded their holdings of foreign exchange reserves. In 2019 the foreign exchange reserves of BNB and HNB stood at 47% of GDP and 38% of GDP respectively and substantially exceeded all traditional metrics of foreign exchange reserve adequacy.

Equally, both countries have experienced significant improvements in their external balances since the global financial crisis, turning their current account balances from double-digit deficits into surpluses. Their net international investment positions have also changed significantly – from around

-100% of GDP for both countries to -50% for Croatia and -30% for Bulgaria, making the latter one of the least vulnerable central and eastern European countries.

This rebalancing was also paired with significant adjustment of relative costs and prices, such that from a normative perspective the Bulgarian lev and the Croatian kuna were assessed to be in line with fundamentals. The assessment of both countries' external balances when they joined ERM II suggested that their current account balances were relatively close to their cyclically adjusted level, and if anything somewhat above their medium-term current account benchmarks, thus indicating that the currencies were not overvalued. At the same time, both countries' relative price levels were close to what their relative income levels would suggest based on a comparative econometric analysis. In 2019 Bulgaria's price level stood at 52% compared with the euro area, while its real per capita GDP was 49% of that of the euro area. Croatia's price level was 65% compared with the euro area, while its real per capita GDP was 60% of that of the euro area.

In the absence of any significant real exchange rate misalignment, the ERM II parties decided to set the central rates of the Bulgarian lev and the Croatian kuna at the level of their prevailing market rates. In the case of the Bulgarian lev, this was equal to its fixed exchange rate under the currency board arrangement. Thus, the Bulgarian lev was included with its central rate set as its fixed exchange rate of 1.95583 levs per euro. The Croatian kuna was included with its central rate set to 7.53450 kuna per euro, corresponding to the level of the reference exchange rate (as published by the ECB based on a daily consultation between European central banks) ahead of its inclusion.

Both countries were included in ERM II with a standard fluctuation margin of $\pm 15\%$. At the same time, it was accepted that Bulgaria would join with its existing currency board arrangement in place as a unilateral commitment imposing no additional obligations on the ECB.

5 Conclusion: the way ahead and related challenges

Joining ERM II is a necessary step towards euro adoption. At present, 19 EU Member States have adopted a common monetary policy with the euro as a common currency. Under the Treaty, all other EU Member States except Denmark are expected to introduce the euro once the necessary requirements have been fulfilled.

From a procedural angle, the decision on euro adoption is taken by the Council of the European Union in line with the relevant Treaty provisions, including the need to stay in ERM II for at least two years. The process is defined in Article 140 and Protocol 13 of the Treaty and can be summarised as follows. After consulting the European Parliament and following discussion in the European Council, the Council shall, at the proposal of the European Commission, decide which Member States with a derogation fulfil the necessary conditions to adopt the euro. This decision is taken on the basis of the Maastricht economic and legal criteria. The Convergence Reports on the fulfilment of these criteria are prepared by the European Commission and the ECB. The Council shall act – on the basis of the recommendation of a qualified majority of euro area EU Member States – at the latest six months after receiving the Commission's proposal, which is based on the conclusions of the Convergence

Reports. The next Convergence Reports are expected to be published in the course of 2022.

From a policy standpoint, the adoption of the euro is an opportunity, albeit not a guarantee, for Member States to reap substantial benefits. Most importantly, the adoption of a global currency as legal tender fosters monetary stability, which in turn manifests itself in a stable and low real interest rate environment. This benefit, however, may also expose a country to vulnerabilities if it considers monetary stability as a substitute for disciplined and sustainable economic policies.

Article 140 of the TFEU states unambiguously that a country should achieve “a high degree of sustainable convergence” with the euro area before introducing the euro. This means that the adoption of the euro should be sustainable over the long run. Factors such as resilient economic structures, financial stability, the quality of institutions and governance, and the progressive enhancement of EU architecture also play a very important role. The convergence process, therefore, is not automatic, and at country level should be seen rather as a by-product of relentless policy efforts before and after adoption of the euro, i.e. as a continuum. It is for these reasons that the ECB press releases of 10 July 2020 on the inclusion of the Bulgarian lev and Croatian kuna in ERM II also emphasised a “firm commitment” by the respective authorities “to pursue sound economic policies with the aim of preserving economic and financial stability, and achieving a high degree of sustainable economic convergence.”⁹⁴

The role of ERM II as a preparatory phase for euro adoption and the regime shift this entails raise policy challenges that need to be addressed. The prior commitments made by the Bulgarian and Croatian authorities in recent years have spurred the introduction of important measures that will mitigate risks under ERM II. The additional, structural policy measures announced when they joined ERM II are therefore to be welcomed. However, while crucial steps have been taken in both countries to address macroeconomic imbalances, there is still significant progress to be made with regard to the overall quality of institutions and governance. In this regard, taking a long-term view on policymaking will be decisive going forward, especially in the light of the new divergence risks caused by the coronavirus (COVID-19) shock.

Finally, these policy efforts will also need to include measures aimed at preventing the euro changeover from being used by firms and price-setters as an excuse for unwarranted price hikes that may harm the trust of the population in the single currency. In this regard, the national authorities, in cooperation with the European Commission and the ECB, can benefit from past experiences with euro changeover in other countries, which have included measures such as public campaigns and the introduction of dual price display, as well as agreements with relevant associations. The ECB is fully committed, along with the Commission, to supporting the Bulgarian and the Croatian authorities in the promotion of campaigns to prevent the rounding up of prices.

⁹⁴ See the ECB press releases “[Communiqué on Bulgaria](#)” and “[Communiqué on Croatia](#)” of 10 July 2020.

2

The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market

Prepared by Robert Anderton, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Lara Vivian

1 Introduction

The euro area labour market has been severely hit by the coronavirus (COVID-19) pandemic and associated containment measures. Employment and total hours worked declined at the sharpest rates on record. Unemployment increased more slowly and to a lesser extent, reflecting the high take-up rate of job retention schemes and transitions into inactivity. The labour market adjustment occurred primarily via a strong decline in average hours worked. In addition, the labour force declined by about 5 million in the first half of 2020, which is half a million more than its increase between mid-2013 and the fourth quarter of 2019.

Both labour supply and aggregate demand shocks help explain the decline in total hours worked. An analysis via a sign-restricted structural vector-autoregressive model shows that labour supply and productivity shocks together account for about one-third of the total decline in hours worked in the second quarter of 2020. This reflects both the impact of lockdowns, which forced firms to temporarily close or reduce their operations, and the decline in the labour force, potentially also reflecting some discouragement in view of the pandemic situation. The negative aggregate demand shock is estimated to account for about one-quarter of the decline in total hours worked, reflecting both demand constraints and possible effects of uncertainty on consumption behaviour.

The high take-up of job retention schemes in the euro area significantly affected labour market developments. As euro area governments introduced containment measures to limit the spread of the virus they also devised policies to support the labour market, with a particular focus on job retention schemes in the form of short-time work and temporary lay-offs. These schemes help to explain the adjustment via average hours worked. They also help to explain why compensation per employee declined significantly in the euro area during the COVID-19 pandemic, while compensation per hour increased slightly over the same period.⁹⁵ High-frequency indicators of labour demand and new hires help to shed light on the impact of the crisis on the labour market. These indicators show that the labour market remained depressed in the fourth quarter of 2020, despite some recovery in employment and hours worked in the third quarter.

A prominent feature of the pandemic was a shift from office work to teleworking. While teleworkable jobs accounted for 33% of employees in 2019, fewer than 10% of potential teleworkers (3.3% of employees) reported working from home either usually or sometimes. That changed with the pandemic and associated

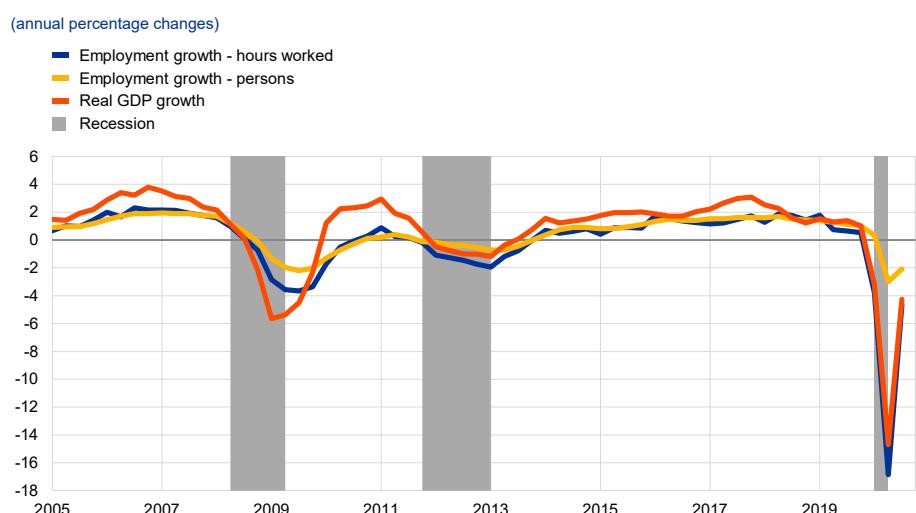
⁹⁵ The consequent decline in household income was buffered to some extent by fiscal subsidies, job retention schemes and other support measures.

lockdowns, during which more than a third of Europeans began to telework. In the first months after the onset of the pandemic, teleworking may have supported employment and hours worked in some sectors, in particular among workers with higher levels of education. Looking ahead, the pandemic is likely to accelerate the ongoing digital transformation of the euro area economy, with teleworking and the use of digital technology becoming more prominent.

2 Developments in employment, unemployment and hours worked

The COVID-19 pandemic led to the sharpest contraction on record in employment and total hours worked in the second quarter of 2020. There were 5.2 million fewer persons employed in the second quarter 2020 than at the end of 2019, a fall of 3.2%. The decline in the number of persons employed in the first half of 2020 corresponds to roughly 44% of the increase in the number of persons employed since the second quarter of 2013. Both employment and hours worked recovered somewhat in the third quarter, but remained substantially below their levels in the fourth quarter of 2019. Moreover, despite the record low employment growth observed in the first half of 2020, the quarter-on-quarter adjustments in employment remained relatively muted in comparison to the changes in GDP. Total hours worked changed substantially more than employment, and also more than GDP. In the second quarter of 2020, the quarter most affected by the containment measures, total hours worked declined by 16.8% and average hours worked declined by 14.3% in annual terms (see Chart 1). The adjustment via the “intensive margin” was facilitated by the high take-up of job retention schemes, which benefited from government efforts to implement new schemes or to considerably expand existing ones (see Section 3). Box 1 describes the nature of the shocks affecting total hours worked and labour force participation.

Chart 1
Employment developments in the euro area



Sources: Eurostat and authors' calculations.

Notes: Annual changes are based on seasonally and working-day adjusted data. Shaded bars indicate euro area recessions, defined as two consecutive quarters of negative GDP growth. Latest observation: third quarter of 2020.

Labour productivity per employee decreased markedly during the COVID-19 pandemic, while labour productivity per hour increased slightly. In the first half of 2020, there was a sharp decline in labour productivity per employee, with a year-on-year change of -12.1% in the second quarter of 2020, as the sharp drop in GDP was accompanied by a more moderate fall in employment. By contrast, labour productivity per hour increased by 2.6% year-on-year in the second quarter of 2020, as hours worked dropped more than GDP (see Chart 1). This dichotomy between productivity per person and per hour worked is more marked than in previous recessions and reflects the very high take-up rate of job retention schemes. However, labour productivity per person recovered substantially in the third quarter.

The reaction of the unemployment rate to the fall in activity was more muted than the reactions of employment and total hours worked. Between February and October 2020, the unemployment rate in the euro area increased by only 1.2 percentage points to 8.4%, despite the large fall in employment. The unemployment rate reached 8.7% in July and thereafter declined. The limited increase in the unemployment rate in the euro area during the first months after the onset of the COVID-19 pandemic was in sharp contrast to developments in the United States, where part of the adjustment occurred via the temporary laying off of workers. These are considered unemployed in the United States, whereas in the euro area those affected by short-time work schemes or temporary lay-offs remain, in most cases, on the payroll and are thus not considered unemployed (see Box 2). The more muted response of euro area unemployment to the decline in activity can be attributed not only to the job retention schemes that aimed to protect employment and limit unemployment, but also to a high number of workers transitioning into inactivity, resulting in sharp contractions in labour force participation (see Chart 2). Lockdowns and other containment measures suppressed labour demand and discouraged the search efforts of some workers who lost their jobs and transited directly into inactivity.⁹⁶ The labour force recovered substantially in the third quarter, but remains smaller than in the fourth quarter of 2019.

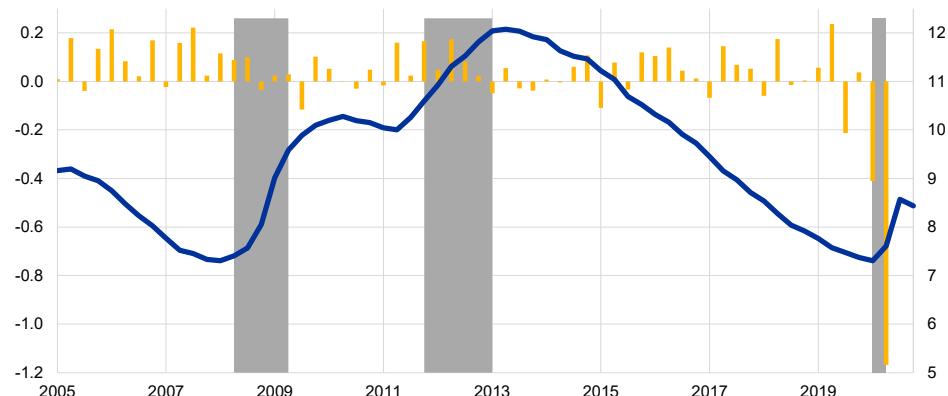
⁹⁶ Persons available for but not seeking work increased by 3.2 million in the first half of 2020, which represents 86% of the total decline in the labour force as measured by the Labour Force Survey. A broad measure of labour underutilisation which includes the unemployed, persons available but not seeking, persons seeking but not available and part-time workers who wish to work more hours increased from 14.6% to 16.3% of the extended labour force between the fourth quarter of 2019 and the second quarter of 2020. The extended labour force includes persons available but not seeking and persons seeking but not available, in addition to the employed and unemployed.

Chart 2

Unemployment rate and labour force participation rate in the euro area

(left-hand scale: percentage points, quarter-on-quarter changes; right-hand scale: percentages)

- Unemployment rate (right-hand scale)
- Changes in labour force participation rate



Sources: Eurostat and authors' calculations.

Notes: All quarterly data are seasonally adjusted. Labour force measured as the sum of employment and unemployment. Shaded bars indicate euro area recessions, defined as two consecutive quarters of negative GDP growth. Latest observations: third quarter of 2020 for the labour force participation rate and October 2020 for the unemployment rate.

The unemployment rate and total hours worked moved away from their long-term co-movements with GDP in the second quarter of 2020.⁹⁷ Chart 3

contrasts the observed year-on-year growth rates for employment and total hours worked, and the observed year-on-year differences in the unemployment rate, with their expected responses if the long-term relationship between these labour market aggregates and GDP had remained stable over the first half of 2020. The response of employment appears broadly in line with the predictions of the dynamic approach to estimating its long-term relationship with GDP. However, the unemployment rate has not increased relative to the second quarter of 2019, while total hours worked has decreased by more than would have been expected when looking at its long-term relationship with GDP. In the third quarter 2020, the observed annual growth rates of employment and total hours worked appear to have been broadly in line with their long-term relationship with GDP growth, while the unemployment rate remains lower than would be expected given its historical co-movement with GDP.

⁹⁷ This long-term relationship between the main labour market aggregates and GDP can be estimated using either a static or a dynamic approach. The static approach ignores both the short-run and the long-run dynamics of the adjustment of the labour market to fluctuations in the business cycle, whereas a dynamic approach allows for a protracted response of the unemployment rate, employment and total hours worked to the observed changes in GDP. Independently of the estimation approach, this long-term relationship helps to quantify the observed decline in employment and total hours worked and the observed increase in the unemployment rate as a result of the fall in economic activity in the first half of 2020.

Chart 3

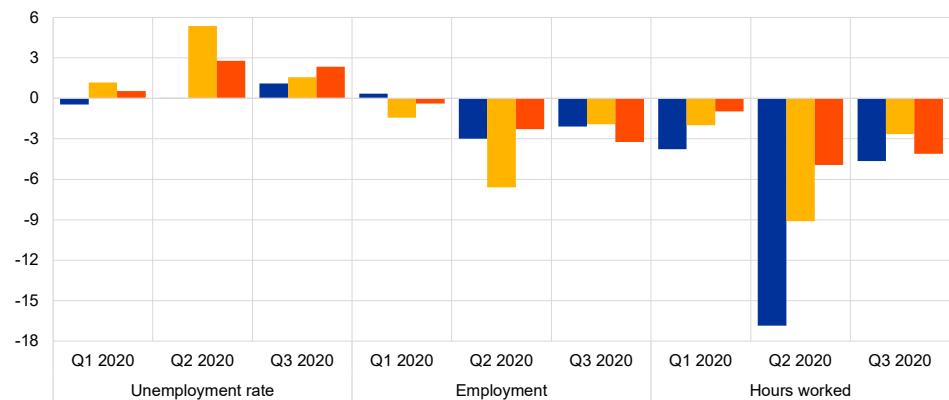
Predictions based on the long-term relationship between selected labour market aggregates and GDP

(unemployment rate, percentage points; employment and hours worked, percentages)

■ Observed

■ Static Okun prediction

■ Dynamic Okun prediction



Sources: Eurostat and authors' calculations.

Notes: The long-term relationship between each labour market variable and GDP is estimated on the basis of year-on-year growth rates or differences (in the case of the unemployment rate) up to the fourth quarter of 2019. The impacts are then calculated as the response of the labour market variables to the observed year-on-year decline in GDP in the first and second quarters of 2020 according to Okun's law. The dynamic Okun prediction is based on an autoregressive distributed lag model, and allows for a dynamic response of labour market aggregates to the decline in GDP.

Box 1

Key drivers of labour market developments: an SVAR analysis

Prepared by Claudia Foroni and Matthias Mohr

This box assesses recent developments in total hours worked and the labour force in the euro area on the basis of a sign-restricted structural vector-autoregressive model (SVAR). This approach can be used to decompose the year-on-year changes in the four endogenous variables shown in Table A into the cumulative contributions of four specific economic shocks, comprising (i) a shock giving rise to an increase in the demand for labour; (ii) a technology or productivity shock, which can be thought of as a sudden change in the production technology of firms; (iii) a shock constituting an exogenous change in the labour supply (via a shock to labour force participation); and (iv) a wage bargaining shock, which can be thought of as a change in the bargaining power of workers. These shocks are unobservable and are identified by imposing restrictions on the direction in which the endogenous variables move in response to the impact of the shocks, as shown in Table A.⁹⁸

⁹⁸ The restrictions on the impact of shocks on the endogenous variables can be derived from theoretical economic models. For a description of a similar model and an explanation of the restrictions, see Foroni, C., Furlanetto, F. and Lepetit, A., "Labor Supply Factors and Economic Fluctuations", *International Economic Review*, Vol. 59, Issue 3, 2018, pp. 1491-1510.

Table A

Restrictions imposed on the impact of shocks on endogenous variables

Endogenous variable	Labour demand shock	Productivity shock	Labour supply shock	Wage bargaining shock
Hours worked	+	+	+	-
GDP deflator	+	-	-	+
Real wages		+	-	+
Labour force			+	+

Notes: The table shows the restrictions on the sign of the instantaneous impact of each shock (top row) on the quarter-on-quarter change in the respective endogenous variable (first column). A "+" ("−") indicates that the variable reacts positively (negatively) on impact to the shock, while an empty cell means that no restriction on the direction of the response on impact is imposed. The SVAR is estimated using quarter-on-quarter changes of the variables between the second quarter of 1995 and the fourth quarter of 2019. "Real wages" is defined as compensation per hour deflated by the GDP deflator.

From an economic point of view, these shocks can capture various events. An increase in wage bargaining power can be related to policy measures, such as an increase in the minimum wage. Likewise, structural reforms that aim to reduce labour costs and to make labour markets more flexible, such as a reduction in unemployment benefits or allowing opt-outs from collective wage agreements, can be considered examples of negative wage bargaining shocks. Positive labour supply shocks can be related to migration waves, changes in the preferences of workers, or institutional reforms that change the size of the labour force, such as an increase in the retirement age. Positive aggregate demand shocks comprise events giving rise to an increase in demand for goods and services in the domestic economy, such as an unexpected increase in foreign demand, or an increase in confidence which may incentivise people to spend more on investment or consumption goods. Such a shock would, in this context, also increase the demand for labour, so total hours worked would increase. Finally, positive productivity shocks can be technological innovations which ease the production or distribution of goods and services or give rise to new products, but they also cover the impact of economic reforms aimed at improving the supply side of the economy (e.g. increasing competition by abolishing inefficient regulations).

Chart A shows the cumulative effect of the identified shocks on the annual changes in total hours worked and the labour force up to the second quarter of 2020.⁹⁹ As shown in the upper left panel, the SVAR model interprets the large decline in total hours worked observed in the second quarter of 2020 as being induced primarily by supply-side and demand shocks.¹⁰⁰ On the supply side, labour supply and productivity shocks together are estimated to account for more than one-third of the total decline in hours worked. This reflects the impact of lockdown and containment measures introduced by national governments during the pandemic, which forced many shops and firms to temporarily close or reduce their operations. Furthermore, the negative impact of the labour supply shock captures workers who lost their jobs during the pandemic crisis and did not immediately search for new jobs. As these workers were registered as inactive, this gave rise to the large decline in the labour force recorded during the first two quarters of 2020. The impact of a negative demand shock is estimated to account for about one-quarter of the decline in total hours worked in the second quarter. This reflects constraints on the demand for services as a consequence of the lockdown measures as well as other

⁹⁹ The shocks are obtained by estimating an SVAR model with time-invariant parameters for the euro area, with the sign restrictions defined in Table A, from the second quarter of 1995 to the fourth quarter of 2019. The shocks for the first and second quarters of 2020 are obtained on the basis of the estimated past shocks, the estimated parameters and the available data for the four variables in this period. While the model is estimated using quarterly changes of the endogenous variables, the charts in this box show the decomposition of the changes transformed into annual rates of change. The residual component captures the unconditional mean of the variables.

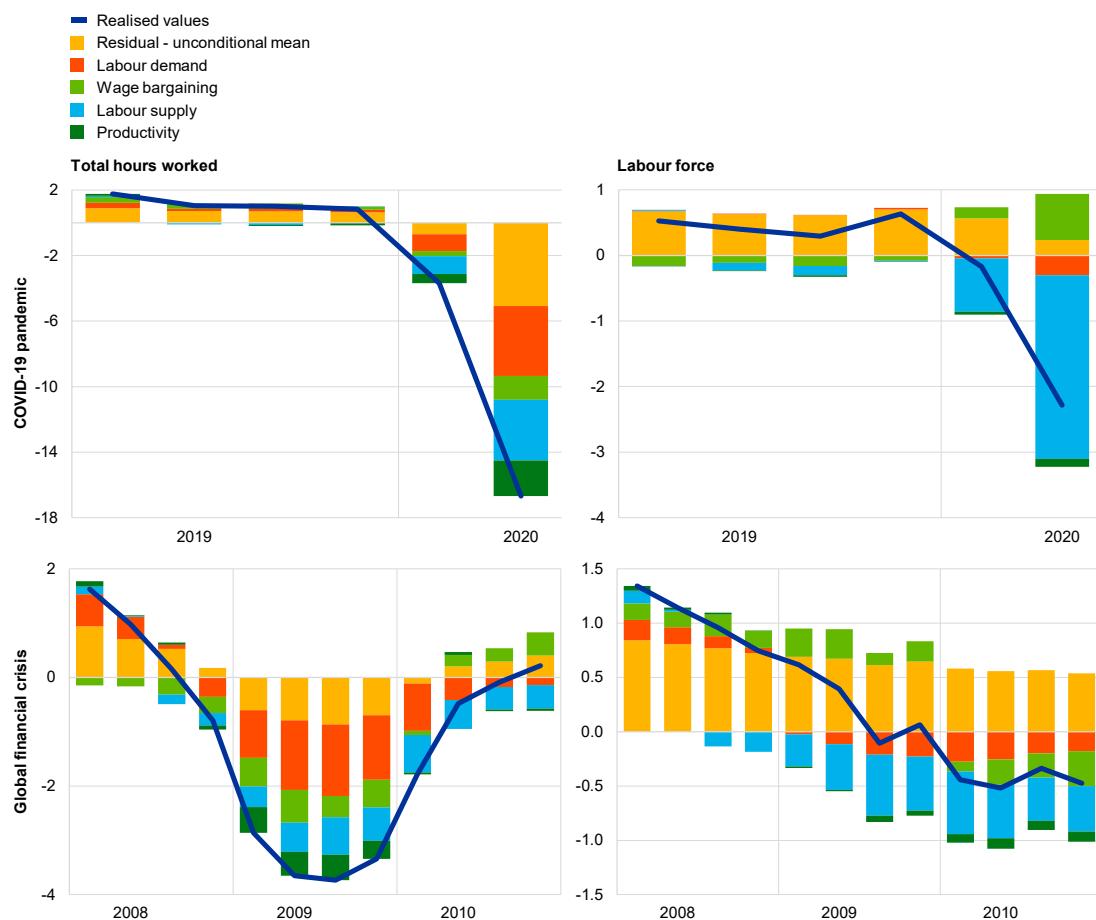
¹⁰⁰ In the first quarter, the pandemic impacted the economy primarily in the last month, March. Looking at the results for the first two quarters of 2020 provides a similar picture to the one described here for the second quarter of 2020.

factors, such as an increase in uncertainty during the pandemic, which restrained consumption. The impact of a positive wage mark-up shock is estimated to explain less than one-tenth of the observed decline in total hours worked in the second quarter, mainly on account of an observed strong increase in compensation per hour (see Box 3 for developments in compensation per hour). Unsurprisingly, the large decline in labour force participation is mostly explained by the impact of the labour supply shock, as shown in the upper right panel of Chart A. The residual component is estimated to account for less than one-third of the decline in total hours worked.

Chart A

Contributions of shocks to changes in total hours worked and the labour force in the euro area

(annual percentage changes; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and authors' calculations.

While the responses of total hours worked and the size of the labour force have been significantly larger in the current COVID-19 pandemic than during the financial crisis, a comparison of the impacts of shocks in the two recessions highlights interesting similarities but also important differences. As in the current pandemic, the largest part of the decline in total hours worked during the financial crisis was also explained by labour supply, productivity and demand shocks (see Chart A, lower left panel). However, unlike in the current pandemic, the dominant shock during the trough of the financial crisis in 2009 was the demand shock, which accounted for a larger share of the decline in total hours worked than the two supply-side shocks. Finally, in both recessions, labour supply shocks were the main contributors to the decline in the labour force, which in both cases was accompanied by a decline in total hours worked.

Box 2

The impact of the COVID-19 crisis on the labour market in the United States

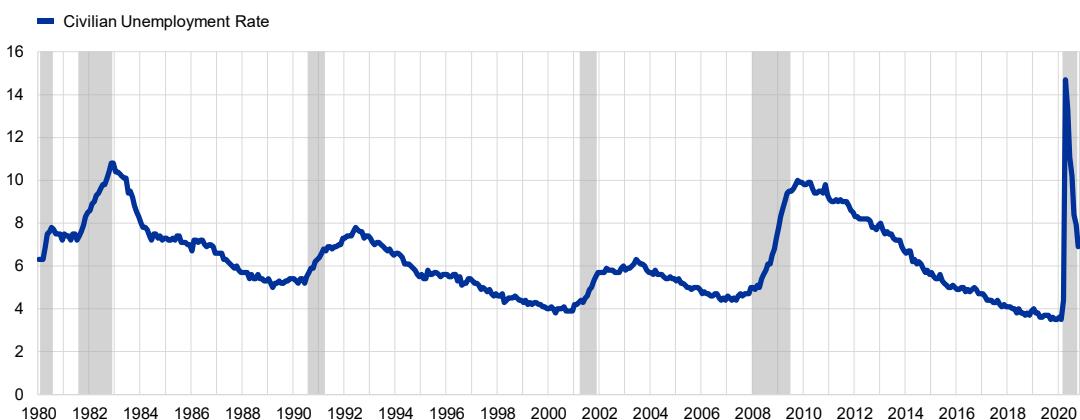
Prepared by Ramon Gomez Salvador

The broad-based shutdown of the US economy put in place to control the COVID-19 outbreak led to an unprecedented rise in unemployment and a fall in labour force participation. Between February and April 2020 around 25 million jobs were lost and the unemployment rate increased from 3.5% to 14.7% (see Chart A), with workers that were temporarily laid off accounting for 75% of the new unemployed.¹⁰¹ In the first six weeks of the shutdown around 30 million people applied for unemployment benefit, while 8 million workers left the labour force in March and April.¹⁰²

Chart A

Unemployment rate

(percentages of civilian labour force, seasonally adjusted)



Source: Bureau of Labor Statistics (BLS).

Notes: Labour force data are restricted to people 16 years of age and older. Shading indicates recession dates announced by the NBER Business Cycle Dating Committee. Latest observation: October 2020.

The decline in employment has been unprecedented compared to previous recessions. One relevant aspect for understanding the increase in unemployment is its link to the decline in employment related to developments in labour force participation. Chart B shows that in past recessions the bulk of the increase in unemployment was related to the decline in employment. By contrast, in the COVID-19 crisis, not only has the decline in employment been high compared to previous recessions, but the decline in participation has also limited the increase in unemployment to a greater extent than in the past. Hours worked per worker also showed a slightly more marked adjustment than in previous recessions (see Chart B).

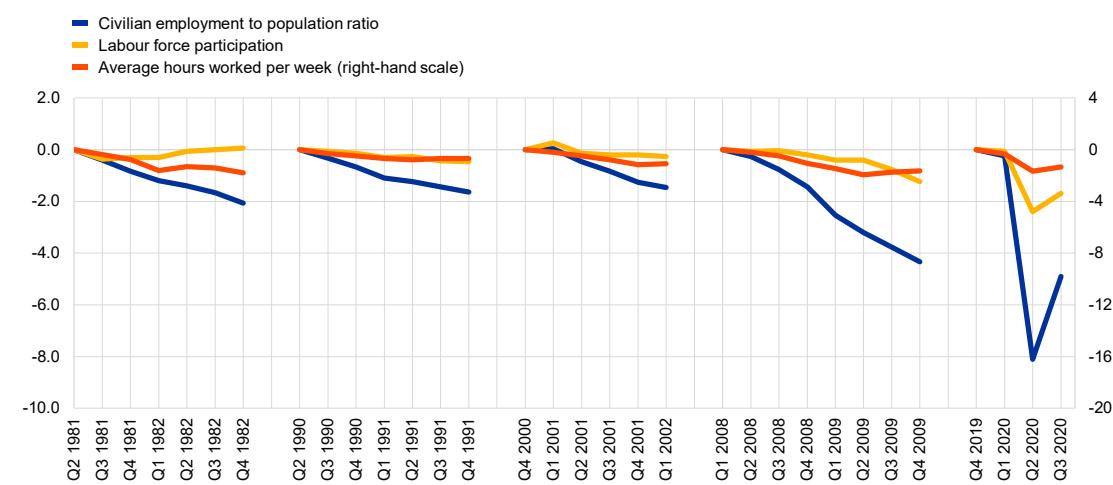
¹⁰¹ In the United States, workers on temporary lay-offs are those classified as unemployed who have been given a date to return to work or who expect to return to work within six months.

¹⁰² The severe adjustment took place despite the introduction of measures to contain unemployment, including: (i) the Paycheck Protection Program, which provides loans and guarantees to companies with up to 500 employees to cover payroll costs, mortgage or rent payments, utilities and health benefits, where the loans are eligible for partial or total forgiveness if the firm maintains most of its pre-crisis employees on the payroll; and (ii) the Employee Retention Tax Credit, a tax credit equal to 50% of the qualified wage paid by eligible employers until the end of 2020, provided businesses keep workers on their payroll.

Chart B

Employment rate, labour force participation and average hours worked per week during the COVID-19 crisis and past recessions

(left-hand scale: percentage points; right-hand scale: percentage changes)



Sources: Bureau of Labor Statistics (BLS) and authors' calculations.
Note: The chart shows cumulative developments over the course of each recession.

Despite the rapid bounce back of the labour market, it will take time for the unemployment rate to fall back to pre-COVID-19 levels. The unemployment rate declined to 6.9% in October, 7.8 percentage points below its April high. Between April and October, the number of employed workers increased by 16.4 million owing to the re-insertion into the labour market of temporarily laid-off workers. The number of hours worked per week has also shown signs of recovery. Nonetheless, according to the Federal Open Market Committee forecast released in September 2020, the unemployment rate is not expected to return to pre-recession levels until 2023.

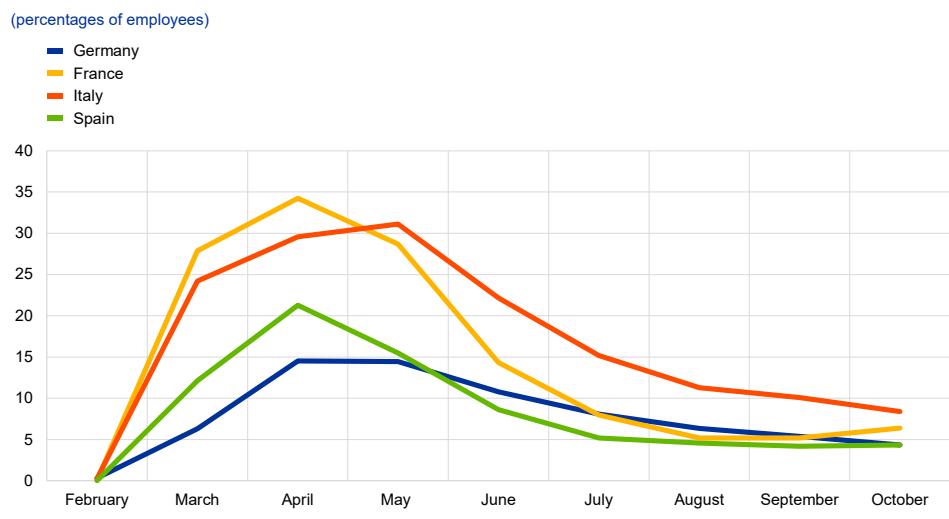
3 Job retention schemes

Job retention schemes reached unprecedented levels in the first months after the onset of the COVID-19 pandemic and thus play an important role in explaining labour market developments in this period. In April 2020, when lockdown measures to contain the spread of COVID-19 were in place in most euro area countries, including the four largest ones, 15% of all employees in Germany, 34% in France, 30% in Italy and 21% in Spain were on short-time work (see Chart 4). While these levels have since declined, they still remain elevated. In the fourth quarter of 2020 the number of workers in job retention schemes is expected to increase in response to the new lockdown measures. To put these numbers into perspective, in 2009 the average share of employees participating in short-time work schemes reached 3.2% in Germany, 0.8% in France, 3.3% in Italy and 1.0% in Spain.¹⁰³ These schemes help to explain the adjustment in the labour market via average hours worked. They also help to explain why compensation per employee declined

¹⁰³ See *OECD Employment outlook 2010: Moving beyond the Jobs Crisis*, OECD, 2010.

significantly in the euro area during the COVID-19 pandemic, while compensation per hour increased slightly over the same period (see Box 3).

Chart 4
Share of employees on job retention schemes



Sources: Authors' estimates based on data from Eurostat, Institute for Employment Research (*Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung – IAB*), ifo Institute, Ministère du Travail, de l'emploi et de l'insertion, Instituto Nazionale Previdenza Sociale (INPS), and Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

The large number of workers on job retention schemes benefited from rapid policy responses to support the labour market during the early stages of the pandemic. National governments of euro area countries implemented extensive labour market policies at the onset of the COVID-19 pandemic. Job retention schemes featured prominently and were widely adopted across the euro area. These measures were designed to support workers' incomes and to protect jobs in firms during the COVID-19 pandemic.¹⁰⁴ Some countries introduced new short-time work schemes and others overhauled existing schemes by increasing their generosity, broadening eligibility and reducing the administrative burden of accessing the schemes. There was also support for these schemes at EU level.¹⁰⁵

Job retention schemes help to keep employment stable in the short term, but it is important to design them in a way that limits undesirable effects. In particular, these schemes played an important role at the onset of the COVID-19 pandemic when firms faced a sudden contraction in their sales. They helped to reduce firms' liquidity needs, while allowing them to resume activity more swiftly after the lockdown by keeping employment relationships intact. Some studies have analysed the causal impact of short-time work on employment and concluded that these schemes helped to save jobs when firms faced a sharp drop in demand.¹⁰⁶ These effects could also be

¹⁰⁴ See the box entitled "Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2020.

¹⁰⁵ In May 2020 the Council of the European Union adopted a European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency (SURE).

¹⁰⁶ See, for example, Hijzen, A. and Martin, S., "The role of short-time work schemes during the global financial crisis and early recovery: a cross-country analysis", *IZA Journal of Labor Policy*, Vol. 2:5, 2013; and Balleer, A., Gehrke, B., Lechthaler, W. and Merkl, C., "Does short-time work save jobs? A business cycle analysis", *European Economic Review*, Vol. 84, 2016, pp. 99-122.

potentially higher for highly leveraged firms.¹⁰⁷ However, job retention schemes also entail some degree of deadweight losses (when they subsidise jobs that would not have been lost) and displacement effects (when they subsidise unviable jobs). Some studies suggest that short-time work schemes may decrease the allocative efficiency of the economy when used on a large scale for an extended period of time.¹⁰⁸ For these reasons they should be limited in duration in order not to hinder necessary economic restructuring, while remaining in place long enough to preserve viable jobs that might otherwise be lost.¹⁰⁹ These risks are likely to be significantly lower during the COVID-19 crisis than in cyclical downturns. In addition, some countries adjusted the generosity of their job retention schemes when extending their duration after the first months of the pandemic.

Structural features affect the margins of adjustment of the labour market, but the nature of the shock, in conjunction with the institutional frameworks of the labour market in Europe, led to widespread adoption of the intensive margin of adjustment. A number of euro area countries are characterised by relatively strict employment protection legislation, making the use of short-time work schemes more attractive than dismissals when firms are faced with a temporary drop in demand. In some countries, high employment protection leads to segmented labour markets and temporary workers are used as a buffer against demand fluctuations. However, the nature and magnitude of the COVID-19 crisis, and the implementation of measures to ease access to short-time work, led to widespread use of the intensive margin of adjustment across most euro area countries. This high reliance on the intensive margin of adjustment may also be reflected in lower job creation in the recovery period.

Box 3

Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic

Prepared by Gerrit Koester and Elke Hahn

Aggregate wage growth is mostly assessed in terms of compensation per employee or compensation per hour worked. For the euro area these two indicators tend to move broadly in tandem during normal times (see Chart A, panel a). However, at other times they can diverge substantially, reflecting, for instance, (temporary) reductions in hours worked per employee (the “intensive margin”) where employees are not forced to absorb these reduced hours in their monthly salaries.

Developments during the global financial crisis of 2008-09 provide a historical example.

¹⁰⁷ See Cahuc, P., Kramarz, F. and Nevoux, S., “When Short-Time Work Works”, *IZA Discussion Papers*, No 11673, 2018.

¹⁰⁸ See, for example, Cooper, R., Meyer, M. and Schott, I., “The Employment and Output Effects of Short-Time Work in Germany”, *NBER Working Paper*, No 23688, 2017; and Giupponi, G. and Landais, C., “Subsidizing Labor Hoarding in Recessions: The Employment & Welfare Effects of Short Time Work”, *CEP Discussion Papers*, No 1585, Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, 2018.

¹⁰⁹ For a discussion, see Arpaia, A., Curci, N., Meyermans, E., Peschner, J. and Pierini, F., “Short time working arrangements as response to cyclical fluctuation”, *European Economy Occasional Papers*, No 64, European Commission, 2010; and Costa Dias, M., Joyce, R., Postel-Vinay, F. and Xu, X., “The Challenges for Labour Market Policy during the COVID-19 Pandemic”, *Fiscal Studies*, Vol. 41(2), 2020, pp. 371-382.

The COVID-19 pandemic has led to a substantial divergence between compensation per employee and compensation per hour. This has been visible since the start of the pandemic, especially in the second quarter of 2020, when compensation per employee declined at an annual rate of 4.7% and compensation per hour increased by 9.3%, although the differences moderated again in the third quarter of 2020 (see Chart A, panel b). The number of workers on job retention schemes, which has remained elevated since the start of the pandemic and peaked in the second quarter (see Chart 4 in the main text), played a decisive role in these developments, especially via the implications for hours worked per person. Such schemes tend to have a downward effect on compensation per employee, as employees usually retain their employment status but face pay cuts when enrolling in these schemes. At the same time, they have an upward effect on compensation per hour, as hours worked tend to be reduced far more strongly than pay.¹¹⁰ A further factor complicating the assessment of underlying wage trends during the pandemic is compositional effects. As employment declined particularly strongly among low-skilled jobs and young workers (see Chart 9 in the main text), which tend to be in the lower wage groups, compositional effects may currently be having an upward effect on wage developments.¹¹¹

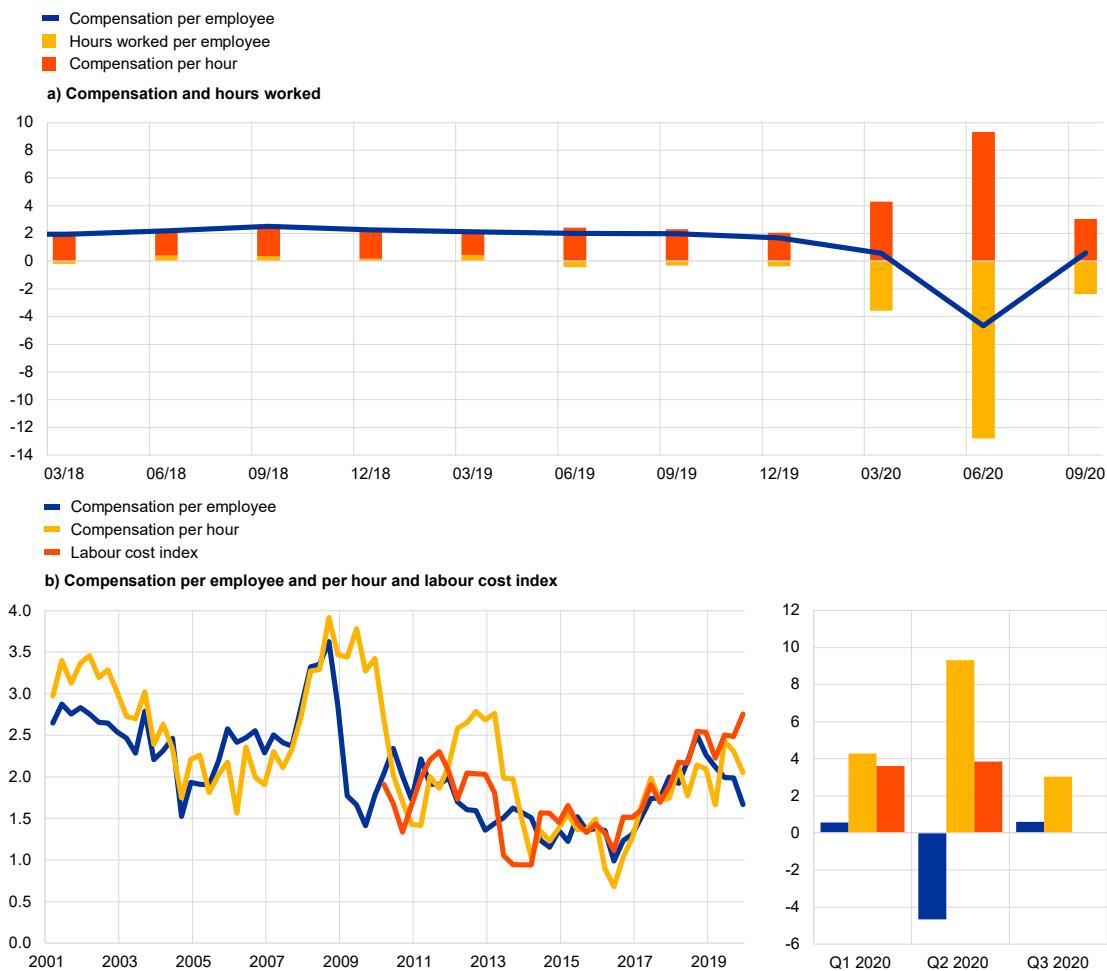
¹¹⁰ See also the box entitled “[Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income](#)”, op. cit.

¹¹¹ For a discussion of such compositional effects and their impact on euro area wage developments in previous crises, see the article entitled “[The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2019.

Chart A

Developments in selected wage indicators

(year-on-year percentage changes; percentage point contributions; quarterly data)



Sources: ECB, national central banks and Eurostat.

Notes: Given the recent strong movements observed in compensation per employee and compensation per hour, the year-on-year rates for the last three quarters are shown on a separate scale in panel b. Latest observation: second quarter of 2020 for the labour cost index and third quarter of 2020 for the rest.

The operation of government support measures complicates the assessment of underlying wage trends during the pandemic. First, information on how much of the aggregate compensation and how many of the employees are attributable to job retention schemes requires detailed data on wage replacement rates and take-up rates, which are published only with a considerable time lag. Second, the statistical recording can differ across countries. While in most large euro area countries the benefits provided under the support schemes are paid directly to employees and are recorded as social transfers, in the Netherlands, for example, employers receive a subsidy to finance their payments to employees. If the benefits are paid directly to employees but are recorded as social transfers, then compensation relative to the number of hours worked decreases and the schemes will have a strong downward effect on compensation per employee, while compensation per hour should be affected much less strongly. By contrast, in countries where a scheme is based on a subsidy paid to employers, who then pay salaries for hours not worked, the schemes should not lead to a strong reduction in compensation per employee but mainly imply a higher compensation per hour.

Against the background of scheme-related distortions in compensation per employee and per hour, relevant signals for wage cost developments might be distilled from, *inter alia*, Eurostat's labour cost index (LCI), which effectively measures developments in compensation per hour, including employers' social security contributions and taxes paid but subtracting subsidies received by employers. According to the LCI, in the second quarter of 2020 hourly labour costs in the euro area rose by 4.2% compared with the same quarter in the previous year (see chart A, panel b), which was substantially lower than the increase in compensation per hour.¹¹² This indicates that the decrease in the number of hours worked due to the COVID-19 crisis was not fully matched by a corresponding increase in firms' costs, as in some cases firms received subsidies introduced by euro area governments to support job retention during the crisis.

Overall, wage developments are an important determinant of price pressures in the euro area.¹¹³ The strong and unprecedented divergence in the development of different wage indicators in the COVID-19 crisis and the large and heterogeneous effects of job retention schemes across euro area countries complicate the assessment of underlying wage pressures and thus also their impact on prices. This highlights the importance of the availability of detailed and timely information on the impact of such schemes on indicators of wage growth.

4 Using high-frequency indicators to assess labour market developments

High-frequency indicators are a useful tool for gaining a timely understanding of labour market developments, particularly in periods of rapid and drastic changes in economic activity. For example, Google Trends provides information about the interests of people using the Google search engine to search specific topics, such as job retention schemes and unemployment conditions. Two other sources that can be used as a more direct measure of demand conditions in the labour market are Indeed job postings and the LinkedIn hiring rate.¹¹⁴ The number of job postings on Indeed can be used as a proxy for changes in labour demand, while the LinkedIn hiring rate provides complementary information about the number of job changes. These indicators are available well ahead of the publication of official labour market statistics and thus provide valuable timely information which can aid the early identification of changes in labour demand and job findings. However, they need to be used as a complement to official statistics as they do not follow the same sampling rules and may not represent developments in the population with the same accuracy as official labour market statistics.

The Google Trends high-frequency awareness indicator on job retention schemes and unemployment conditions peaked after the start of lockdown in

¹¹² The stronger increase in the LCI in 2019 was partly linked to a permanent reduction in employers' social security contributions in France, replacing the tax credit for employment and competitiveness (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE), from the first quarter of 2019.

¹¹³ See, for example, the box entitled "[The role of wages in the pick-up of inflation](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2018.

¹¹⁴ See, for example, the box entitled "[High-frequency data developments in the euro area labour market](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

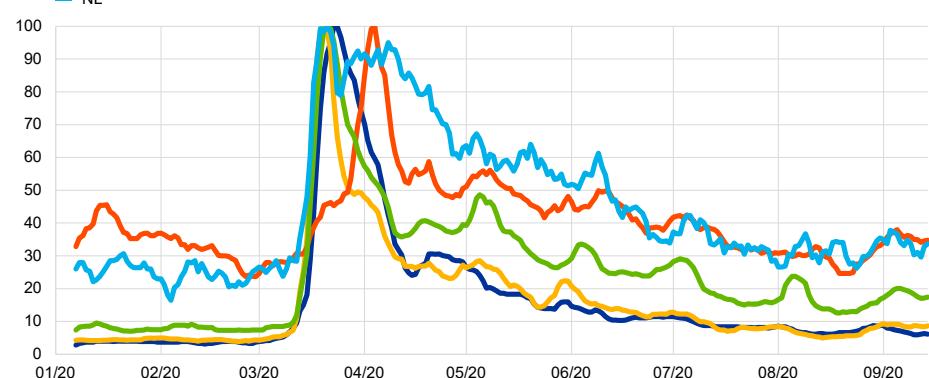
the five largest euro area countries (see Chart 5). The awareness indicator on job retention schemes and unemployment conditions is based on Google Trends data and is constructed by looking at searches related to lay-offs, short-time working, furlough and unemployment. This indicator provides daily information on the level of interest of users in the labour market situation. In particular, Google searches related to job retention schemes and unemployment conditions skyrocketed in mid-March, with a relatively good match between peak interest in the labour market situation and the starting dates of the lockdowns implemented in the five largest euro area countries.¹¹⁵ As containment measures eased, the awareness indicator reverted to its usual levels.¹¹⁶

Chart 5

Awareness indicator on job retention schemes and unemployment conditions

(index: 100 = peak interest)

- DE
- FR
- IT
- ES
- NL



Sources: Google Trends and authors' calculations.

Notes: The value of 100 represents the peak interest in the topic. The awareness indicator is constructed as a seven-day moving average of the daily Google Trends popularity of the terms "lay-off", "short-time working", "furlough" and "unemployment". Latest observation: 15 September 2020.

The hiring rate and job postings indicators provide further evidence of the strong impact of the pandemic on the labour market. The LinkedIn hiring rate indicator is more closely related to job-to-job transitions and the job-finding rate, while the Indeed job postings indicator reflects developments in labour demand and may be regarded as an indicator of vacancies. Both indicators declined sharply in March and April as the pandemic took hold and lockdown measures were implemented (see Chart 6). The hiring rate bottomed out in May and recovered substantially thereafter, but remains at much lower levels than in the previous year. Job postings followed the same declining pattern as the hiring rate, but have only started to recover at a slow pace and remain at broadly the same low levels as those reached in May. The

¹¹⁵ The awareness indicator peaked one day after the lockdown started in Germany, three days after the lockdown started in France, seven days after the lockdown started in Spain, and six days after the lockdown started in the Netherlands. By contrast, in Italy the peak of the awareness of job retention schemes and unemployment conditions was slightly delayed relative to the start of the containment measures in that country.

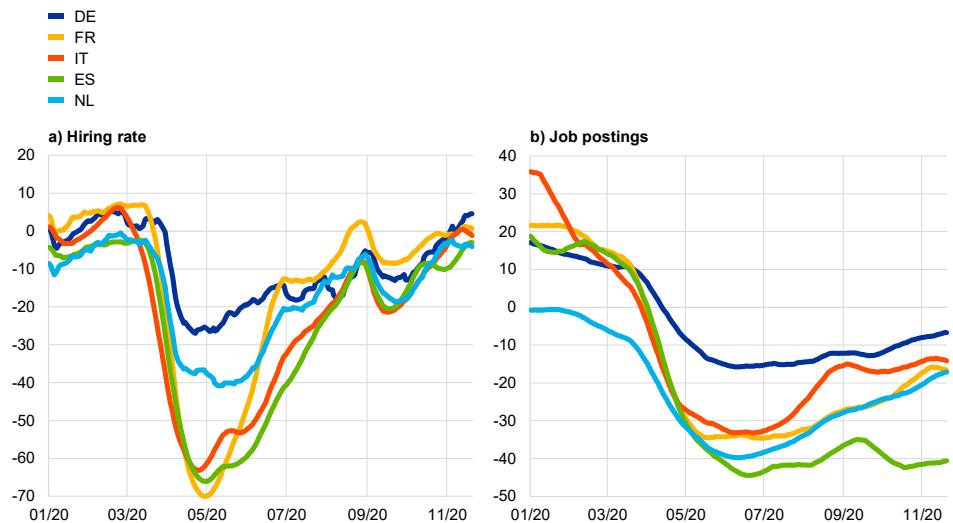
¹¹⁶ This reflects not only the improvements observed in economic activity following the easing of containment measures and then the easing of the restrictions on travel within the euro area, but also a decrease in the uncertainty associated with the implementation and use of job retention schemes in the labour market and with their impact on labour market conditions in the five largest euro area countries.

difference between the two indicators may reflect the fact that some new hires are occurring on the basis of past vacancies or through referrals.

Chart 6

High-frequency labour market indicators: hiring rate and job postings

(year-on-year growth rates, percentages)



Sources: *LinkedIn*, *Indeed* and authors' calculations.

Notes: The methodology behind the high-frequency indicators on new hires and job postings is documented in the box entitled "High-frequency data developments in the euro area labour market", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020. Latest observation: 20 November 2020.

5 The impact of the crisis across countries, activity sectors, demographic groups and types of job

The COVID-19 pandemic is having a heterogeneous impact on euro area labour markets across various dimensions. This section analyses differences in the impact of the pandemic across euro area countries and across activity sectors, as some sectors are more exposed to changes in demand patterns than others. It also analyses the impact of the pandemic across demographic groups and types of employment contract. In addition, the section discusses the adoption of teleworking during the pandemic and the potential for its further use.

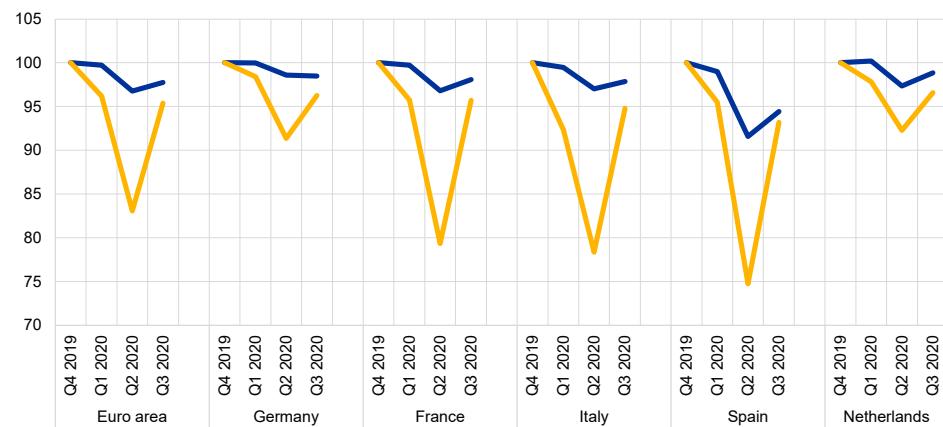
The impact of the COVID-19 pandemic on the labour market is very negative and widespread across euro area countries. Lockdown restrictions across the euro area began to be introduced at the end of February and began to be eased from mid-May. While the precise start and end dates of the lockdown restrictions varied, the bulk of the impact on economic activity and job losses materialised in the second quarter of 2020. Chart 7 shows the cumulative impact on the labour market of the pandemic in the first three quarters of 2020 across the five largest euro area countries. While the contraction in employment was substantial across all large countries, there is some cross-country heterogeneity, reflecting differences in the intensity of policy responses to the pandemic and in the sector compositions of the economies.

Chart 7

Changes in employment and hours worked

(index: Q4 2019 = 100)

- Employment - persons
- Employment - hours worked



Sources: Eurostat and authors' calculations.

Total hours worked declined in all main sectors in the euro area in the second quarter of 2020. The extent of the decline was different across sectors, partly reflecting the strictness of the lockdown measures affecting each sector.¹¹⁷ A comparison with the first quarter of 2009, when growth in employment and total hours worked reached a trough during the financial crisis, shows that the quarter-on-quarter decline in total hours worked was larger in all key sectors in the recent pandemic-related recession (see Chart 8). Quarter-on-quarter, the decline in total hours worked in recreation services in the second quarter of 2020 was 40 times larger than the corresponding decline recorded in the first quarter of 2009, while in the trade and transport sector, the decline was 15 times larger. Employment growth in the second quarter of 2020 was also more varied across key sectors than in the first quarter of 2009. Still, the sectoral pattern of the decline in total employment is more comparable than the sectoral pattern of the decline in total hours worked to the pattern observed during the financial crisis. This reflects the widespread use of job retention measures to stabilise employment in the current pandemic recession. While job retention schemes have helped to stabilise employment, such policies may also hinder the efficient reallocation of workers across sectors. Such reallocation is expected to be larger the longer the pandemic lasts.

¹¹⁷ For a discussion on how various sectoral outcomes may be related to euro area macroeconomic projections, see the box entitled “[Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

Chart 8

Total hours worked and total employment in the euro area across sectors

(quarter-on-quarter rates of change, percentages)



Sources: Eurostat and authors' calculations.

Note: The area of the bubbles reflects the share of the respective sector in the total economy.

The decline in employment was strongest for temporary employees, the young and workers with low levels of education. Chart 9, panel a, shows that employment of workers with a high level of education was virtually unaffected by the pandemic, whereas workers with a low level of education saw a sharp decline in their employment. Likewise, young workers were disproportionately affected when compared to older workers. Employment also declined more for women than for men, although the difference is relatively small. Across contract types, employment decreased most for temporary employees (see Chart 9, panel b). In line with the fall in employment, the youth unemployment rate increased significantly more than the overall unemployment rate (see Chart 9, panel c).

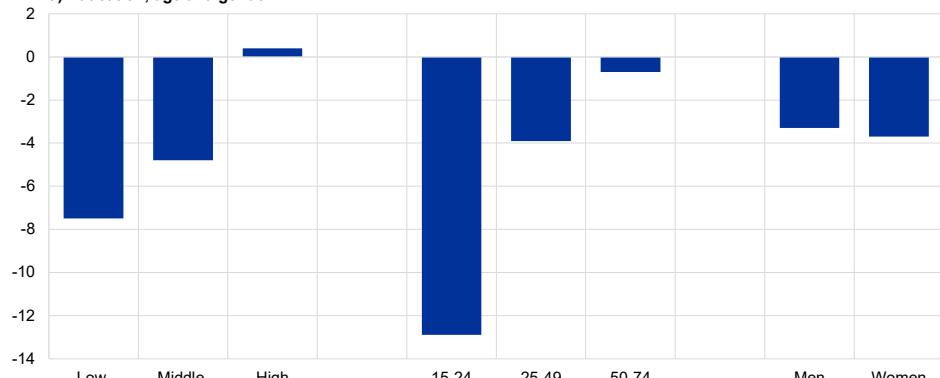
Chart 9

Change in the labour market in the euro area across demographic groups and types of employment in the first half of 2020

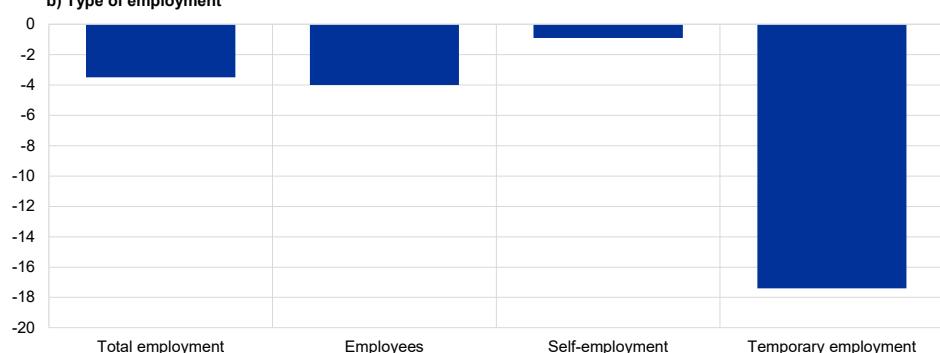
(panels a and b: percentage changes, cumulative growth, Q4 2019 to Q2 2020; panel c: percentages)

■ Change in employment, Q4 2019 - Q2 2020

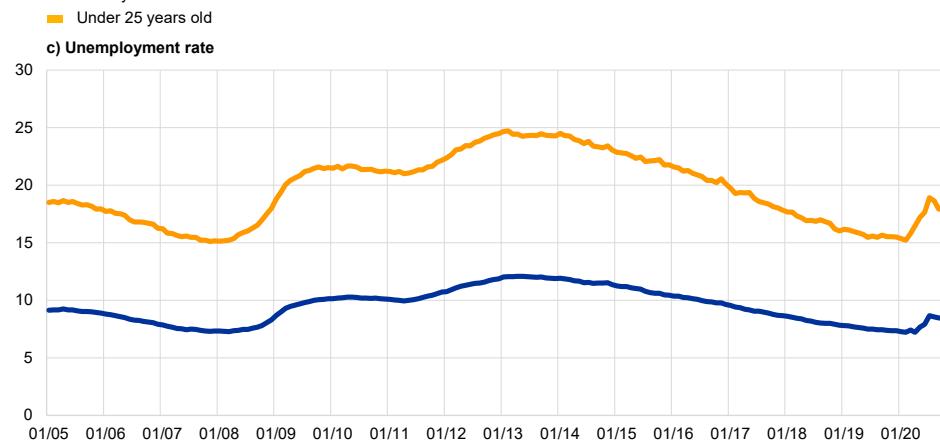
a) Education, age and gender



b) Type of employment



c) Unemployment rate



Sources: Eurostat and authors' calculations.

Notes: Calculation in panels a and b based on the aggregate of all euro area countries with the exception of Germany, for which no data were available. The latest observation for the unemployment rate is October 2020.

Remote working has the potential to mitigate the economic costs of stay-at-home and social distancing policies. The COVID-19 crisis and related policies have resulted in the more widespread adoption of teleworking. More than a third of workers in Europe began to telework as a result of the pandemic.¹¹⁸ This is

¹¹⁸ See "Living, working and COVID-19: First findings – April 2020", Eurofound, 2020.

likely to have supported employment and hours worked in some sectors and for some workers, in particular those with a high level of education. Among those who worked remotely during the pandemic, a large majority had previous teleworking experience, suggesting that investigating the pre-COVID-19 distribution of teleworkable jobs could provide insights into the dynamics of the European and euro area labour markets in the context of the pandemic (see Box 4).

Box 4

Teleworkable jobs

Prepared by Colm Bates and Lara Vivian

This box analyses teleworking patterns in the EU and the United Kingdom. In order to disentangle occupations which can be performed from home from those which require presence in the workplace, we combine a teleworking index with individual-level data for 2019 for EU Member States and the United Kingdom.¹¹⁹ Potentially teleworkable occupations include clerks, information and communication technicians, and most managers and professionals. On the other hand, some jobs in, for example, sales, cleaning and health rely on workplace attendance in order to be carried out.

In 2019 teleworkable jobs accounted for 33% of employees and 46% of annual earnings in the euro area, suggesting that remote working is more prevalent in highly-paid jobs (see Chart A). These shares each increase by one percentage point when also considering other EU countries and the United Kingdom. Despite methodological differences, the results are similar to those for the United States, where 37% of jobs and 46% of wages were identified as suitable for teleworking (Dingel and Neiman, 2020). In the euro area, the share of teleworkable jobs is highest in the information and communication sector and lowest in agriculture. Occupations which are conducive to teleworking account for 83% of employees and 87% of annual earnings in the information and communication sector. In agriculture, by contrast, teleworking is only possible for 7% of workers, but their earnings represent almost one fifth of total earnings in the industry. Sectors where more than 40% of jobs can be performed remotely, namely education, financial activities, public administration, real estate and other administrative activities, account for around 30% of total employees in the euro area. The remaining 70% of employees are spread across industries where remote working is an option for no more than 25% of workers. In addition, less than 10% of potential teleworkers in the euro area report working from home either usually or sometimes, meaning that two-thirds of workers might not be familiar with remote working.¹²⁰

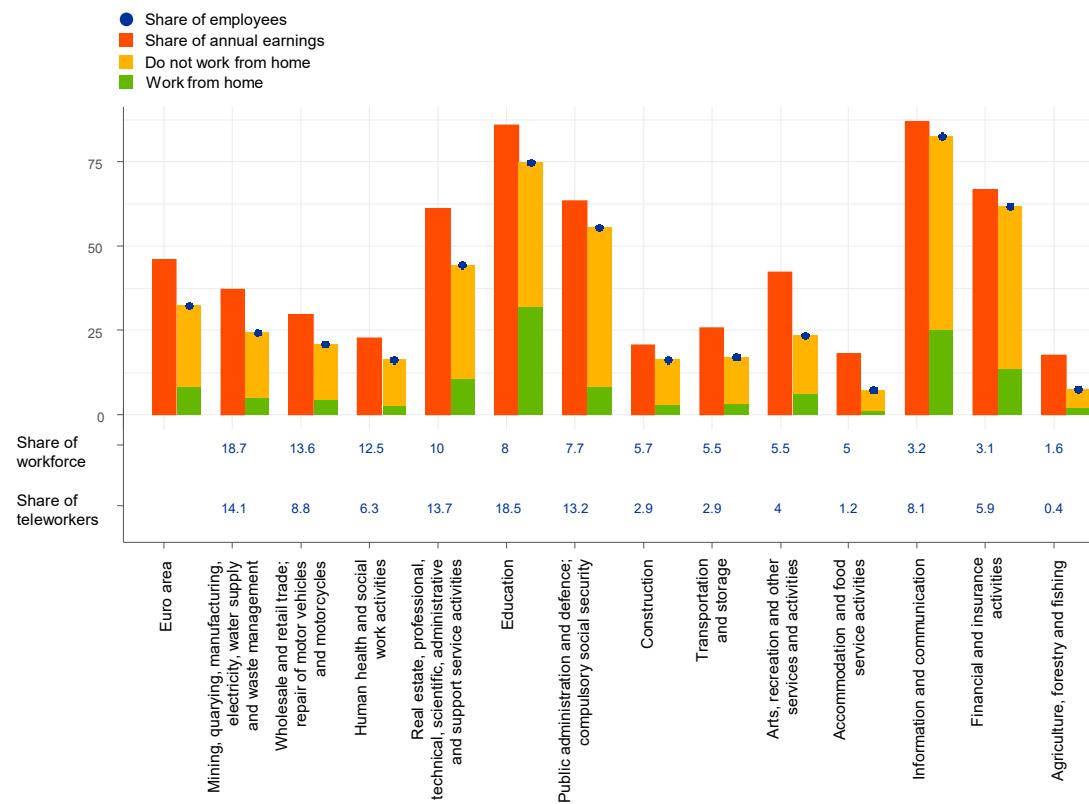
¹¹⁹ The teleworking index is based on Dingel, J.I. and Neiman, B., "How many jobs can be done at home?", *Journal of Public Economics*, Vol. 189, 2020, pp. 1-8. Dingel and Neiman assign to occupations a degree of teleworkability ranging from 0 to 1, where 0 implies that no jobs in that occupation can be performed via teleworking and 1 implies that all jobs in that occupation can be performed via teleworking. In this analysis, the classification is applied to the International Standard Classification of Occupations (ISCO-08) via a crosswalk table provided by the United States Bureau of Labor Statistics (see "Crosswalks between the 2010 SOC and systems used by other Federal and international statistical agencies", Bureau of Labor Statistics, 2012). In addition, we use employee weights to match the index to a broader ISCO-08 aggregate. The purpose of this exercise is to combine the index with individual-level data, namely from the European Labour Force Survey (EU-LFS), European Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC) and the German Socio-Economic Panel (SOEP). For each data source, we consider the most recent survey available – 2019 for EU-LFS and 2018 for the EU-SILC and SOEP (see "Socio-Economic Panel (SOEP), data from 1984-2018", version 35, SOEP, 2019). Occupations with a teleworkability score above 0.5 are identified as suitable for remote working.

¹²⁰ The Labour Force Survey asks respondents whether they work from home. However, an answer of "usually" or "sometimes" does not necessarily mean that the individual teleworks or that their job is entirely teleworkable. For instance, teachers might say that they work from home at times to prepare classes, but this does not necessarily mean that they have taught a class from home.

Chart A

Share of annual earnings and employees in potentially teleworkable jobs in the euro area by sector

(percentages)



Sources: Index: Dingel and Neiman (2020); data: EU-LFS 2019, EU-SILC 2018, SOEP (2019); and authors' calculations.

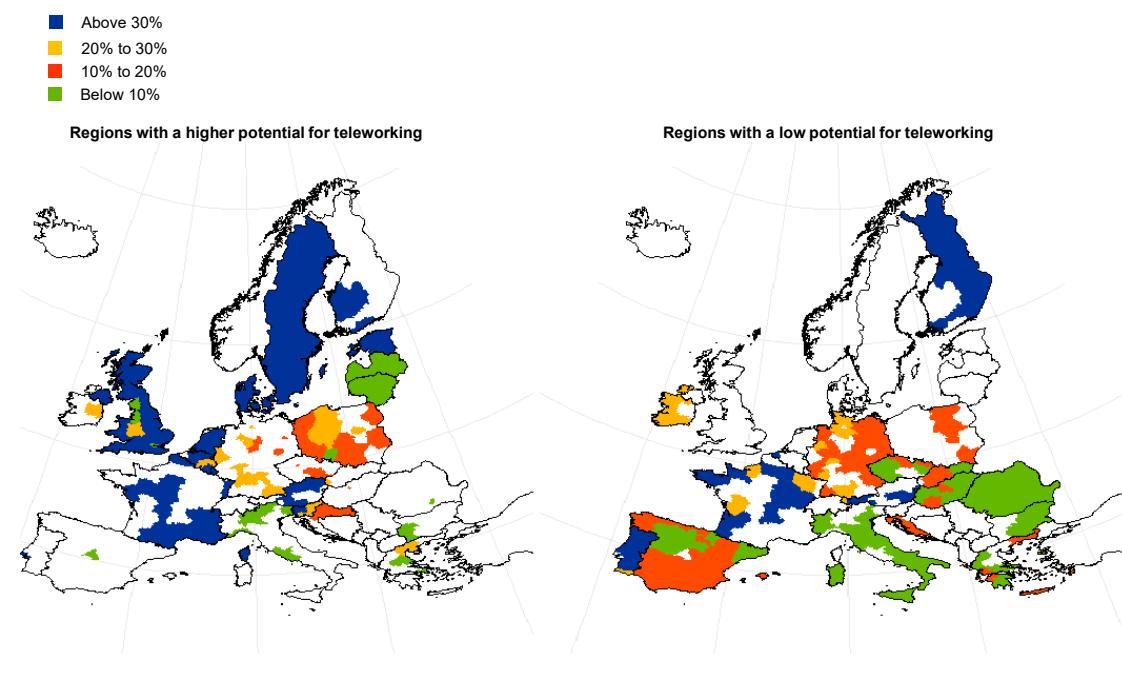
Notes: For the euro area and each sector, the chart shows the share of annual earnings generated by potential teleworking jobs (orange bar) and the share of employees in potential teleworking jobs (blue dot), including those who currently telework (green bar) and those who don't (yellow bar). The figures below the bars show the percentage of the total workforce and the percentage of all potential teleworkers in each sector. Teleworking index aggregated at the ISCO-08 2-digit level using employee weights. Slovakia, Slovenia and Malta are not included.

The share of employees in potentially teleworkable jobs is above 50% in the capital regions of the United Kingdom, Belgium, France, Luxembourg and Sweden, while it is around 20% in some regions of Spain, Greece and Romania (see Figure A). Similarly, the share of workers who work from home either regularly or occasionally varies substantially across regions. As many as 70% of potential teleworkers report working from home in Stockholm, while this share is around 45% in Paris and London. On the other hand, less than 10% of potential teleworkers engage in remote working in Italy. These pre-pandemic differences in potential and actual take-up rates for teleworking suggest that there were differing degrees of preparedness to promptly deploy remote working as a tool to cope with the pandemic across European regions. Such differences might arise, for instance, from heterogeneous social norms and stigma linked to working from home, as well as from limitations related to digital equipment and skills. The latter refers to a bundle of tools which would ease remote working, ranging from suitable broadband connections to training aimed at addressing the challenges of remote working environments. Looking ahead, the COVID-19 crisis could accelerate the adoption of teleworking and reduce the digital divide across European countries if countries that are lagging behind invest more in digital technologies.¹²¹

¹²¹ See the article entitled "The digital economy and the euro area" in this issue of the Economic Bulletin.

Figure A

Share of potential teleworkers who work from home at least sometimes across EU regions



Sources: Index: Dingel and Neiman (2020); data: EU-LFS 2019; and authors' calculations.

Notes: A low potential for teleworking indicates that the share of potentially teleworkable jobs in the area is below 30%. Teleworking index aggregated at the ISCO-08 2-digit level using employee weights. NUTS level is NUTS2, except for the Netherlands (NUTS0) and the United Kingdom (NUTS1). Outermost regions and Malta are not included.

6 Concluding remarks

The large government support in the form of job retention schemes alleviated the impact of the pandemic on the labour market. It is estimated that in April the number of workers in these schemes reached 32 million, which was almost three times higher than the number of unemployed. The number of furloughed workers has since declined and was estimated at around 8 million in October 2020. Owing to the very large number of workers subject to temporary conditions, caution is required when interpreting official labour market statistics. In particular, job retention schemes have helped to contain a further increase in unemployment and a stronger decrease in employment. However, it remains unclear how many of these workers will successfully move back to their normal working hours and how many may be at risk of losing their jobs. The still large number of workers in job retention schemes and the sharp decline in labour market participation suggest that the slack in the labour market is substantially greater than captured by the unemployment rate. The reliance on job retention schemes was also complemented by the adoption of labour market policies at EU level, including the European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency (SURE). This created a Union-wide solidarity toolkit to help national governments address sudden increases in public expenditure in order to preserve employment.

The crisis is likely to lead to an increase in labour reallocation needs, and these are expected to be greater the longer the pandemic lasts. The current set of

labour market policies was designed with a view to protecting workers from a temporary adverse shock to the economy. They have helped protect household income and limit negative feedback loops. Labour reallocation will crucially depend on the duration of the crisis and possible structural shifts in demand. However, the longer the shock lasts, the more job reallocation may be required. The COVID-19 shock is also boosting the automation and digitalisation process, and the skills content of existing jobs may need to be upgraded, which may increase the mismatch in the labour market.¹²² In this context, job retention schemes could combine employment protection with training provision with a view to facilitating restructuring and supporting the upgrading of skills. In addition, the heterogeneous impact of the pandemic across countries may have scarring effects and lead to further divergence between euro area labour markets. Greater skills mismatches and more geographic dispersion in the unemployment rate were a persistent outcome of the previous crisis and led to an increase in the average duration of unemployment, which can eventually lead to higher structural unemployment.¹²³

¹²² For a discussion of the implications of digitalisation for European labour markets, see "Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area" ([Part 1](#)) and ([Part 2](#)), *The ECB Podcast*, Episodes 9 and 10, ECB, September 2020; and Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Morgan, J., Petroulakis, F. and Vivian, L., "[Virtually Everywhere. Digitalisation and the euro area and EU economies](#)", *Occasional Paper Series*, No 244, ECB, 2020.

¹²³ See the article entitled "[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020.

3

The digital economy and the euro area

Prepared by Robert Anderton, Valerie Jarvis, Vincent Labhard, Filippos Petroulakis, Ieva Rubene, Lara Vivian

1 Introduction

Digitalisation – the diffusion of digital technologies leading to a digital economy – is “virtually everywhere”. It transforms patterns of consumption and production, business models, preferences and relative prices, and thereby entire economies, making it an important issue from a central banking perspective. Some of the key effects of digitalisation relevant to monetary policy relate to output and productivity, labour markets, wages and prices.

The impact of digitalisation on the economy is a function, inter alia, of national economic structure and economic policies, institutions and governance. However, it is not clear whether digitalisation is going to deepen differences between countries or reduce them. It is nevertheless interesting to note that the degree of digitalisation varies across the euro area and EU countries and only a few are as digitalised as the most digital countries in the world.

This article mainly summarises and updates the evidence on the euro area and the EU digital economy, including international comparisons.¹²⁴ It documents the growth of the digital economy, measured in terms of value added based on the System of National Accounts, the diffusion of digital technologies as captured by suitable indicators, and the impact of digital technologies on the economic environment in which monetary policy operates through their effects on productivity, labour markets and inflation.¹²⁵

This article also takes a closer look at the impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic on the digital economy. Since the start of the pandemic, both producers and consumers have become more accustomed to and more reliant on digital technologies. Greater take-up of digital technologies may lead to an acceleration of the structural change that it implies and provide both opportunities and challenges for countries in the euro area and the broader EU.

It is important to note that digitalisation may have implications for the economy beyond those covered in this article. It may affect market structure and competition, with repercussions on innovation and the role of intangibles, and cause distributional issues. Digitalisation may also affect choices around work and leisure and have further

¹²⁴ The contents of this article build on Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Morgan, J., Petroulakis, F. and Vivian, L., “[Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies](#)”, *Occasional Paper Series*, No 244, ECB, Frankfurt am Main, June 2020.

¹²⁵ Digitalisation may also have welfare effects which are, however, not looked at in this article. Such welfare effects could stem from three broad sources: market products (with better quality, new varieties, or free services), non-market production (supported by digital products or information) and online shopping and the sharing economy (with lower prices and greater variety). Such aspects are being looked at in the context of a more people-focused approach to statistics on economic performance, as discussed for example in “Measuring Economic Welfare: What and How?”, IMF Staff Report, March 2020.

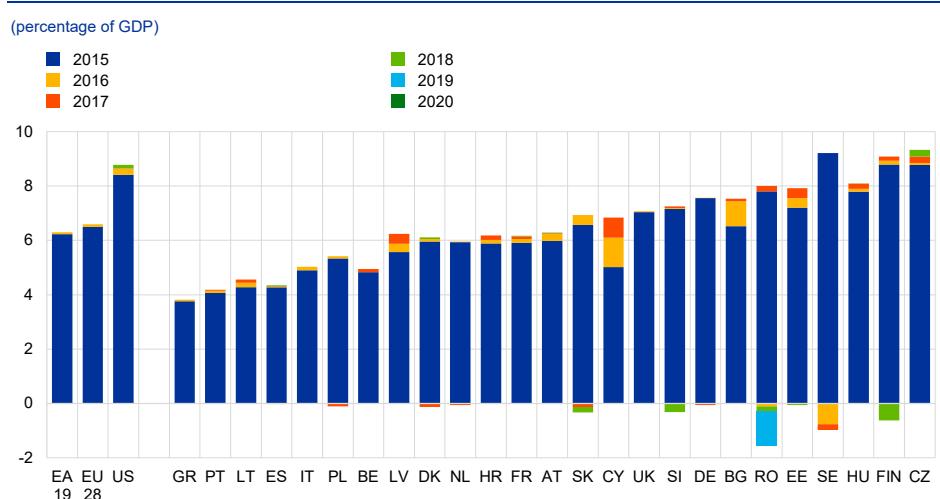
welfare implications, both positive and negative, that are not easily measured by the concepts that are the focus of this article.

The remainder of this article is structured as follows. Section 2 considers the effects of digitalisation on productivity and the supply side. Section 3 reviews the effects of digitalisation on labour markets and inflation. Section 4 looks at the likely impact of the COVID-19 pandemic on digitalisation and the repercussions for the broader economy in the short, medium and longer term. The conclusion provides key insights and draws out the article's main messages.

2 The size and growth of the digital economy

The digital economy is smaller in the euro area and EU than in the United States, and the gap has not changed dramatically in the past few years. Most euro area countries have much smaller value added from digital sectors (as a percentage of GDP) than the United States, with the euro area digital economy about two-thirds the size of that of the United States (see Chart 1). In the United States, the digital service sector alone contributes as much as the entire digital economy in the euro area. The size of the IT manufacturing sector in the United States is around twice that of the euro area and larger even than in countries specialised in manufacturing activities, such as Germany.¹²⁶ For most countries in the euro area, the annual percentage point increase in the share of the digital economy has been less than 0.1, the same as in the United States, leaving the gap more or less unchanged.

Chart 1
The digital economy, 2015-2020



Source: European Commission.

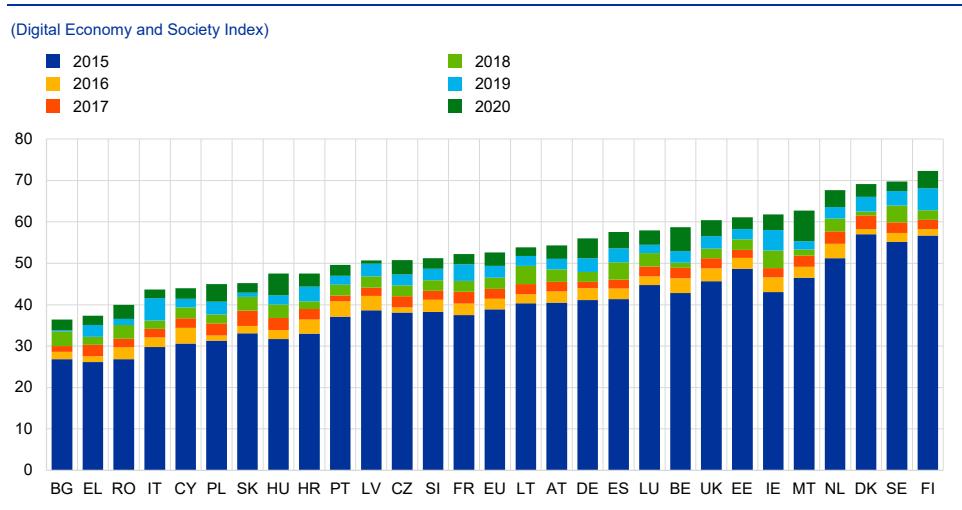
Notes: The entry for 2015 shows the data for that year. The entries for 2016-20 (where available) show the change implied by the data for those years.

¹²⁶ It should be noted that there are certain caveats when comparing countries and interpreting the digital economy's subsectors. For example, some countries may have a high share of value added in the IT manufacturing subsector, but this can sometimes correspond to the outsourcing of computer parts to that country; therefore, high country shares of value added in that sector do not necessarily indicate that the country is at the forefront of digitalisation.

Digital adoption has increased notably since 2015, however. The Digital Economy and Society Index has risen from below 40 in 2015 to above 60 in 2020, as shown in Chart 2. This masks some diversity between countries, however, with the index below or close to 40 for three countries and close to or above 70 for a further three. While connectivity (notably broadband) has reached comparable levels in most countries, differences in other dimensions persist, such as the levels of human capital and the integration of digital technologies into the business and public sectors.¹²⁷ These differences in digital adoption across countries imply that the impacts of digitalisation may also differ across the euro area and EU countries.

Chart 2

Digital adoption in the euro area and EU economies



Source: European Commission.

Notes: The entry for 2015 shows the data published that year; the entries labelled 2016-20 show the change implied by the data published for those years. The data are for the year prior to the year they are published. The category "connectivity" includes fixed, fast and ultrafast broadband coverage and take-up; "human capital" focuses on internet usage, digital and ICT skills, and science, technology, engineering, and mathematics graduates; "use of internet services" combines citizens' use of content, communication and online transactions including online banking; and "integration of digital technology" takes into account e-commerce and business digitalisation.

3 Productivity and the supply side

Productivity

The last two decades have seen a protracted slowdown in productivity across advanced economies. Productivity growth in the euro area started to slow significantly in the mid-to-late 1990s, well before other advanced economies, but the slowdown eventually became widespread even before the financial crisis. It was driven primarily by lower growth in total factor productivity (TFP) in the pre-crisis era, but in later years also by lower levels of capital deepening (capital per unit of labour), a

¹²⁷ The public sector can play an important role in an economy's overall digital adoption. The transformation of public administration, the promotion of digital options in public education, and the use of digital technologies in the public health sector may serve as triggers for a broader spread, and broader acceptance, of digital technologies across the entire economy. Some of the most digital economies in the euro area score highly in this respect.

result of a pronounced investment slump during the recovery. While it may seem paradoxical that an era of rapid technological progress is not accompanied by great productivity improvements, the slowdown is in fact most pronounced in the sectors that rely most on information and communication technology (ICT). This finding, among others, lends credence to the view that we are still in the installation phase of ICT.¹²⁸

A consensus explanation for the pre-crisis slowdown of Europe relative to the United States is the lesser ability of European economies to reap the benefits of ICT, particularly in market services. In the United States, the mid-1990s saw a surge in innovations in ICT, a large increase in TFP growth in ICT-producing industries and a large increase in ICT capital deepening and higher TFP in the sectors that use ICT most intensively.¹²⁹ By contrast, European economies were late to develop or use these technologies. One reason for that may be related to the nature of ICT relative to older technologies. Machines and equipment were traditionally complementary to any type of labour, so the mere accumulation of such capital was sufficient to generate growth. By contrast, ICT capital requires skilled labour and the adaptation and rethinking of organisational processes, along with other relevant changes, which poses challenges to existing firms. As such, ICT capital is complementary to a more complex set of other inputs and synthesising them efficiently can generate higher productivity returns from ICT investment.¹³⁰

Differences in management practices have emerged as a key explanation for why some countries are better at exploiting ICT. Bloom et al.¹³¹ show that UK-based firms owned by US firms are more productive, owing to higher ICT-related productivity. They attribute this to the more flexible and decentralised organisational structures of US firms.¹³² Poor management may be especially problematic in relation to ICT given that the dispersion of firm-specific shocks has risen (Decker et al.¹³³), possibly as a result of the higher pace of technological change, which amplifies the importance of agile and flexible management. The productivity of frontier firms has, in fact, been growing rapidly, but laggard firms have been slow to catch up, suggesting

¹²⁸ Classification is based on the purchases of ICT assets and services over the value added of the sector. See van Ark, B., "The Productivity Paradox of the New Digital Economy", *International Productivity Monitor*, Vol. 31, Centre for the Study of Living Standards, 2016, pp.3-18.

¹²⁹ van Ark, B., O'Mahoney, M. and Timmer, M.P. "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No 1, American Economic Association, 2008, pp. 25-44; Jorgenson, D.W., Ho, M.S. and Stiroh, K.J., "A Retrospective Look at the U.S. Productivity Growth Resurgence", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No 1, American Economic Association, 2008, pp.3-24.

¹³⁰ See Bresnahan, T.F., Brynjolfsson, E. and Hitt, L.M., "Information Technology, Workplace Organization, and the Demand for Skilled Labor: Firm-Level Evidence", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No 1, Oxford University Press, Oxford, February 2002, pp. 339-376 and DeLong, J.B. and Summers, L.H., "Equipment Investment and Economic Growth: How Strong Is the Nexus?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 23, No 2, Brookings Institution Press, Washington D.C., 1992, pp. 157-212.

¹³¹ Bloom, N., Sadun, R. and Van Reenen, J., "Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle", *American Economic Review*, Vol. 102, No 1, American Economic Association, February 2012, pp.167-201.

¹³² Even within the United States, Bloom et al. find huge differences in management practices: see Bloom, N., Brynjolfsson, E., Foster, L., Jarmin, R., Pathnaik, M., Saporta-Eksten, I. and Van Reenen, J., "What Drives Differences in Management Practices?" *American Economic Review*, Vol. 109, No 5, American Economic Association, May 2019, pp. 1648-1683.

¹³³ Decker, R.A., Haltiwanger, J., Jarmin, R.S. and Miranda, J., "Changing Business Dynamism and Productivity: Shocks versus Responsiveness", *American Economic Review*, Vol. 110, No 12, American Economic Association, December 2020, pp. 3952-3990.

bottlenecks in innovation diffusion (Andrews et al.¹³⁴). Schivardi and Schmitz¹³⁵ show that countries whose firms had adopted good management practices achieved much faster productivity growth than others in the 1995-2008 period (when ICT-driven productivity growth in the United States took off) than the previous decade.

Technology adoption can be also affected by policy. Even if firms have the capabilities to exploit digital technologies, they will only adopt them if doing so is profitable; low levels of competition may lower such profits. Andrews et al.¹³⁶ show that the gap between laggard and frontier firms is higher for industries that are less affected by pro-competitive reforms (such as retail compared with telecommunications). At the same time, given that firms need to be able to attract skilled workers and respond to changing needs, rigid employment protection legislation (EPL) may make it harder for firms to attract these workers and adopt new technologies. Andrews et al.¹³⁷ provide evidence that higher EPL is associated with lower adoption of a set of digital technologies for sectors characterised by a high technological need for employee turnover. Cette et al.¹³⁸ show that higher EPL leads to (i) positive effects for non-ICT physical capital intensity and the share of high-skilled employment and (ii) negative effects for research and development capital intensity and the share of low-skilled employment. As such, EPL implies a high cost of low-skilled labour, which is substituted by non-ICT capital.¹³⁹

There are substantial differences between digital and non-digital companies in their productivity distribution and leadership persistence. Using firm-level data for the “big four” euro area countries, the top panel in Chart 3 shows the relative productivity of digital, compared with non-digital, firms across the distribution.¹⁴⁰ For the most part, digital firms are less productive than their non-digital peers, but for firms at the top decile of their respective distributions, digital firms are substantially more productive. They are also younger and larger across the distribution. Moreover, productivity leadership persistence is higher for the digital sector. The bottom panel in Chart 3 shows the average ranking of the top 1% productive firms in their sector in any given year as time passes; while on average leaders remain highly productive, persistence in leadership is substantially higher for digital firms. At the same time, the rise of new leaders seems broadly similar across sectors.

¹³⁴ Andrews, D., Criscuolo, C. and Gal, P.N., “The Best versus the Rest: Divergence across Firms during the Global Productivity Slowdown”, mimeo, August 2019.

¹³⁵ Schivardi, F. and Schmitz, T., “The IT Revolution and Southern Europe’s Two Lost Decades”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 18, No 5, Oxford University Press, Oxford, October 2020, pp. 2441-2486.

¹³⁶ Andrews, D. et al., “The Best versus the Rest: Divergence across Firms during the Global Productivity Slowdown”, op. cit.

¹³⁷ Andrews, D., Nicoletti, G. and Timiliotis, C., “Digital technology diffusion: A matter of capabilities, incentives, or both?”, *OECD Economics Department Working Papers*, No 1476, OECD Publishing, Paris, 2018.

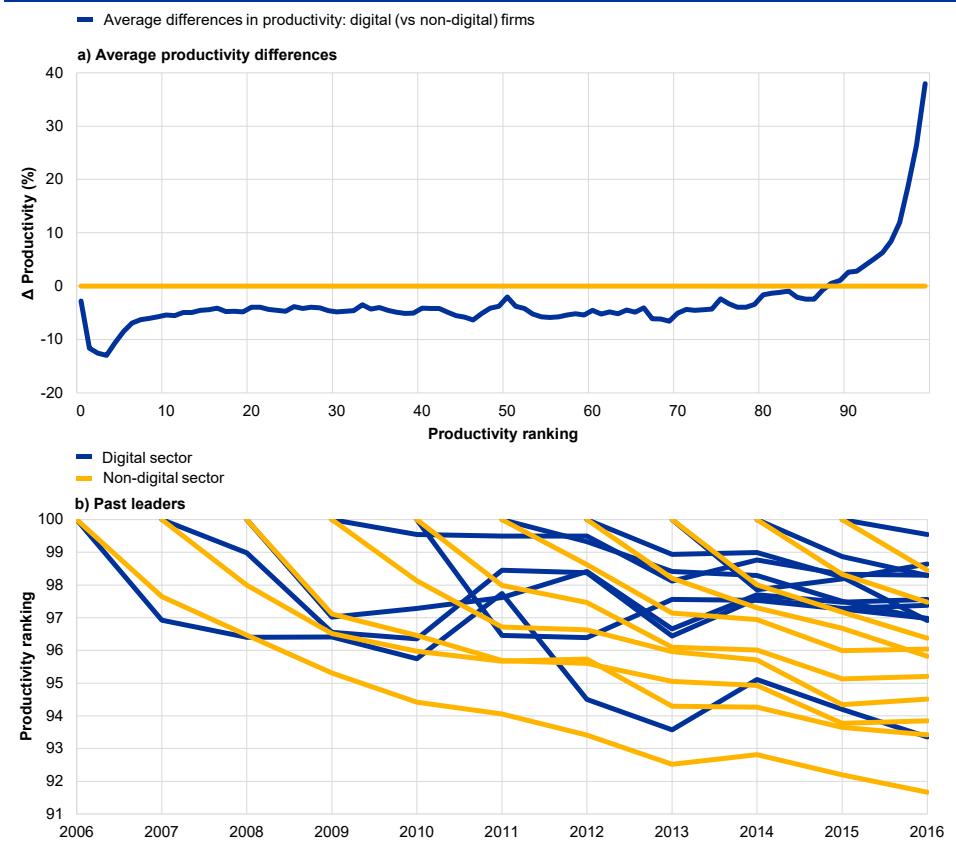
¹³⁸ Cette, G., Lopez, J. and Mairesse, J., “Labour Market Regulations and Capital Intensity”, *NBER Working Papers*, No 22603, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, September 2016.

¹³⁹ Bloom, N. and Van Reenen, J., “Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No 4, Oxford University Press, Oxford, November 2007, pp. 1351-1408.

¹⁴⁰ At each percentile of the productivity distribution for each firm type, the chart shows the average productivity of digital versus non-digital firms. The digital sector is comprised of high-tech manufacturing (manufacture of computer, electronic and optical products and electrical equipment) and ICT services (publishing, audiovisual and broadcasting, telecommunications, IT and other information services).

Chart 3

Productivity distribution and leadership persistence (Germany, Spain, France and Italy)



Sources: Orbis Europe (Bureau van Dijk) and ECB staff calculations.

Notes: The digital sector comprises the manufacture of computer, electronic and optical products (C26), the manufacture of electrical equipment (C27), publishing activities (J58), audiovisual and broadcasting activities (J59, J60), telecommunications (J61), and IT and other information services (J62, J63). The non-digital sectors comprise the remaining manufacturing industries (C11-C25, C28-C33); utilities (D, E); construction (F); and market services (G-I, M-N). Average firm-level productivity is measured as real gross operating revenue per employee, for firms with at least ten employees in any given year between 2006 and 2016. The sample consists of firms in Germany, Spain, France and Italy.

There is evidence that ICT's contribution to productivity growth has declined across advanced economies. While the euro area performed substantially worse than its peers in terms of productivity growth in the 1995-2004 period, over the past decade, productivity gains from ICT capital have been muted across North America as well as the euro area. While some have suggested that the 1995-2004 gains were anomalous and the current period has seen a return to normal growth, the gains since 2005 have been much lower even than in the period before 1995.¹⁴¹

Digitalisation, including more recently artificial intelligence and machine learning, is a form of general purpose technology (GPT) with wide-ranging impacts across the economy. GPTs are pervasive, have inherent potential for technical improvement and spur complementary innovations (Bresnahan and

¹⁴¹ See Cette, G. and de Pommerol, O.J., "Have the growth gains from ICT been exhausted?", *Eco Notepad*, Banque de France, 18 October, 2018. For further updated analysis, see Cette, G., Devillard, A. and Spieza, V., "Growth factors in developed countries: a 1960-2019 growth decomposition", Banque de France Working Paper Series, No 783, October 2020.

Trajtenberg¹⁴²). It is the combined effect of these three qualities that makes GPTs unique and leads to their singular productivity effects. At the same time, this implies that GPTs have very long implementation lags, of several decades for modern technologies such as the steam engine, electricity or ICT (Bresnahan and Trajtenberg¹⁴³, Nordhaus¹⁴⁴). Adapting production and managerial practices to a new technology can be a long process. Investment in physical capital is lumpy, given adjustment costs, while the production of technology itself becomes more efficient over time. Skilled workers may also be hard to come by, especially before the new technology has become sufficiently widespread for a large enough scholarly base to be created, so that the technology can be taught on a massive scale. Complementary capital from peripheral innovations needs to be accumulated, which also takes time.^{145, 146}

Supply side

Digital investments are often investments in intangibles. One of the defining features of the digital economy is the shift away from physical capital (building and equipment) towards intangible capital (for example: research and development, software, algorithms, databases and related analytics).¹⁴⁷ According to some estimates, between one-third (for the less digital economies) and two-thirds (for the more digital economies) of digital investments are in intangibles.

An important aspect of digital intangible investment is big data. The term refers not only to the size and complexity of a dataset, but also to its corresponding analytics. It is one of the digital technologies with the largest take-up across firms.¹⁴⁸ As with intangible assets in general, big data can take very different forms and are often highly firm-specific, i.e. not particularly valuable outside of the firm (an example of the “sunk” aspect of intangible assets).¹⁴⁹ Big data can be collected through online platforms and service providers and can be processed and analysed to generate revenues in many ways, e.g. through targeted advertising. The value of such data capital is difficult to

¹⁴² Bresnahan, T.F. and Trajtenberg, M., “General purpose technologies ‘Engines of growth?’”, *Journal of Econometrics*, Vol. 65, No 1, Elsevier, B.V., January 1995, pp.83-108.

¹⁴³ Ibid.

¹⁴⁴ Nordhaus, W., “Two Centuries of Productivity Growth in Computing”, *The Journal of Economic History*, Vol. 67, No 1, Cambridge University Press, Cambridge, March 2007, pp. 128-159.

¹⁴⁵ Jovanovic, B. and Rousseau, P., “General purpose technologies” in Aghion, P. and Durlauf, S.N. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1b, 2005, pp.1181-1224.

¹⁴⁶ The delay in productivity growth from the fourth industrial revolution has called into question how we measure productivity. The consensus from this literature is that, while growth is likely mismeasured, this mismeasurement cannot account for the productivity slowdown. See the box entitled “Some measurement issues and the digital economy” in Anderton, R. et al., op. cit., for a general discussion as to how digitalisation may affect the measurement of various variables.

¹⁴⁷ See the section entitled “Supply side” in Anderton, R. et al., op. cit., for details on the definition of intangible investment for the European system of accounts as well as the additional categories classified as intangible investment in the INTAN-Invest database.

¹⁴⁸ See the box entitled “Investment in intangible assets in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2018.

¹⁴⁹ See Haskel, J. and Westlake, S., *Capitalism without Capital: The Rise of Intangible Economy*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 28 November 2017.

estimate, but is potentially very large. Recent estimates put the value of the data market in Europe at €324 billion in 2019.¹⁵⁰

Alternative sources of finance to traditional bank financing appear better suited to the financing of intangible investment, which is hard to collateralise. This is because of the higher uncertainty and risk associated with intangibles (owing to their exploratory nature), combined with issues relating to their transferability, in comparison with the more physical nature of tangible investment. Traditional intermediaries, such as local banks, often lack the sophistication necessary to evaluate risky projects involving innovative ideas based on complex technologies, while small firms lack the internal funds and reputation required to signal their quality to investors. Equity financing and venture capital may be more suitable for funding intangible investment, hence the latter may be disadvantaged owing to the heavy reliance on bank lending in the euro area.¹⁵¹

Digital technologies have some particular characteristics that make them conducive to higher concentration. The increasing importance of intangible capital, which implies substantial fixed costs but low marginal costs, together with the ability to use cloud computing as a way of rapidly increasing the size of a company at low cost, means companies are able to achieve “scale without mass” and reproduce business processes at zero cost (Brynjolfsson et al.¹⁵²). Even outside the technology sector, superstar firms with low mark-ups, especially in retail, are very intensive users of ICT (Decker et al.¹⁵³), employing advanced automation technologies for warehousing and logistics. Many digital technologies are also associated with substantial network effects, so early movers have a sizeable advantage and dominate their markets. The high business dynamism associated with ICT firms in the 1990s (which pulled the entire US economy upwards) gave way to muted dynamism and a lower start-up rate in the 2000s (Decker et al.¹⁵⁴), itself a potential sign of lower competition.

There are signs of rising market power and concentration, particularly in the United States. Although there is some debate on the extent of the rise of market power and the link between mark-ups and concentration, as firms may keep mark-ups low to attract a large market share, there is broad agreement that firm mark-ups and concentration ratios have increased in the United States (De Loecker et al.¹⁵⁵, Autor et al.¹⁵⁶). The literature for Europe is much slimmer – primarily as a result of sparser data

¹⁵⁰ See European Commission, European Data Market Study, 2020.

¹⁵¹ See Ahn, J., Duval, R.A. and Sever, C., “[Macroeconomic Policy, Product Market Competition, and Growth: The Intangible Investment Channel](#)”, *IMF Working Paper*, No 20/25, International Monetary Fund, February 2020.

¹⁵² Brynjolfsson, E., McAfee, A., Sorell, M. and Zhu, F., “Scale without mass: Business process replication and industry dynamics”, Harvard Business School Technology and Operations Management Unit Research Paper, No 07-016, 2008.

¹⁵³ Decker, R.A., Haltiwanger, J., Jarmin, R.S. and Miranda, J., “[Where has all the skewness gone? The decline in high-growth \(young\) firms in the U.S.](#)”, *European Economic Review*, Vol. 86, Elsevier, B.V., July 2016, pp. 4-23.

¹⁵⁴ Decker et al., “[Changing Business Dynamism and Productivity: Shocks versus Responsiveness](#)”, (see footnote 10 for more details).

¹⁵⁵ De Loecker, J., Eeckhout, J. and Unger, G., “[The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, No 2, Oxford University Press, Oxford, May 2020, pp. 561-644.

¹⁵⁶ See Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C. and Van Reenen, J., “[The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, No 2, Oxford University Press, Oxford, May 2020, pp.645-709.

coverage – and conclusions are mixed.¹⁵⁷ While a number of factors are at play, technology likely matters. The high-mark-up, high-concentration firms that Autor et al. identify as superstars include some well-known technology giants. Bessen¹⁵⁸ finds that use of proprietary ICT software is strongly associated with the level and growth of industry concentration, operating margins, larger revenues and productivity of the top firms, accounting (together with intangibles) for most of the rise in concentration. Crouzet and Eberly¹⁵⁹ show that intangibles are associated with greater concentration in the United States, which could be either the result of changes in technology in a competitive environment or the result of market power. Calligaris et al.¹⁶⁰ show that mark-ups in economies of the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) are higher in digitally intensive sectors and that this difference has increased significantly over time, particularly for the most digitally intensive sectors. To the extent that digital technologies are an important driver of concentration, the smaller presence of technology firms in Europe could explain why there is no clear consensus as regards the increase in concentration in Europe compared with the United States (Cavalleri et al.¹⁶¹).

Box 1

Online platforms and the collaborative economy

Prepared by Lara Vivian

The collaborative or sharing economy relies on digital platforms to coordinate and supervise the matching between the supply and demand sides of the market. Online platforms tend to be heterogeneous in a number of respects, including the technology adopted and the services or goods provided. For instance, trading mediated by digital platforms includes transport, food delivery and cleaning services, as well as online tasks such as translations, transcriptions, data collection, and software development. In the area of finance, the collaborative economy allows the coordination of investors and borrowers and the organisation of collective project financing (crowdfunding), while platforms operating in the accommodation sector facilitate access to property. The definition of the collaborative economy includes financial services, goods trading and encompasses the concept of the “gig economy”, which is often used to single out platforms where the service provided is the paid labour necessary to complete a task or solve a problem.¹⁶²

Although the collaborative economy is not a new phenomenon, its size is increasing. According to estimates, although the size of online platforms has grown rapidly, their contribution to the economy

¹⁵⁷ See the section entitled “Supply side” in Anderton, R. et al., op. cit., and references therein, for a broader discussion.

¹⁵⁸ Bessen, J., “Information Technology and Industry Concentration”, *Working Paper*, Boston University School of Law, 12 January 2017.

¹⁵⁹ Crouzet, N. and Eberly, J., “Understanding Weak Capital Investment: the Role of Market Concentration and Intangibles”, *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, May 2019.

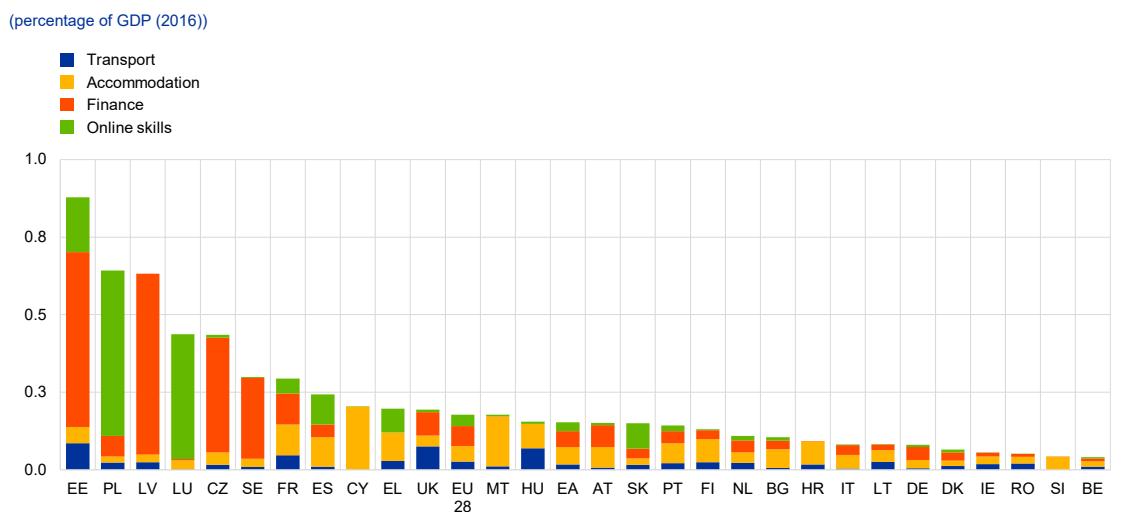
¹⁶⁰ Calligaris, S., Criscuolo, C. and Marcolin, L., “Mark-ups in the digital era”, *OECD Science Technology and Industry Working Papers*, No 2018/10, OECD Publishing, Paris, 25 April 2018.

¹⁶¹ Cavalleri, M., Eliet, A., McAdam, P., Petroulakis, F., Soares, A. and Vansteenkiste, I., “Concentration, market power and dynamism in the euro area”, *Working Paper Series*, No 2253, ECB, Frankfurt am Main, March 2019.

¹⁶² See de Groot, W.P., Kilhoffer, Z., Lenaerts, K. and Mandl, I., “Employment and working conditions of selected types of platform work”, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2018 for an in-depth discussion of the terms used to group digital platforms.

remains relatively small. In 2016 they accounted for up to 1% of GDP and 3% of employment across EU countries, but with considerable cross-country heterogeneity (see Chart A). In terms of specialisation, financial sector platforms generate most of the revenues of the collaborative economy in Czech Republic, Estonia, Latvia and Sweden, while the online skills sector leads in Poland and Luxembourg. Meanwhile, for countries with smaller platform economies, the accommodation sector plays a larger role. Similarly to the size of the collaborative economy, platform employment has increased over time and accounted for 0.15% of overall employment in 2016 in the EU27 and the United Kingdom taken together.¹⁶³ Although surveys and studies often rely on different definitions of platform employment, other studies confirm similar magnitudes and cross-country heterogeneity. In 2018, for instance, as many as 2.6% of workers in Spain were engaged in platform work as a main job compared with as few as 0.6% of workers in Finland.¹⁶⁴

Chart A Size of the collaborative economy



Source: Nunu, M. et al., (see footnote 41 below for more details).

Online platforms have the potential to be a significant source of innovation and competition, mainly by lowering the barriers to starting and operating small businesses. It is nevertheless important to make sure that differences in rules and regulations between platform and standard providers do not result in an uneven playing field. In addition, the relevance of large networks in the development of online platforms increases the risk of substantial disparities in market shares between big platform players and others. Therefore, policy questions arise in terms of how to promote fair competition and how to avoid the possible emergence of dominant platforms. This might require revising the legal framework in which they operate, including adapting taxation and monitoring mergers and acquisitions. Similarly, there are legal questions regarding the employment status of platform workers and whether online

¹⁶³ Nunu, M., Nausedaite, R., Eljas-Tall, K., Svatikova, K. and Porsch, L., “[Study to Monitor the Economic Development of the Collaborative Economy at sector level in the 28 EU Member States. Final Report](#)”, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs (European Commission), Technopolis, Trinomics, VVA Consulting, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2018.

¹⁶⁴ Urzi Brancati, M.C., Pesole, A. and Fernández-Macías, E., “[New evidence on platform workers in Europe](#)”, JRC Science for Policy Report, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2020. For a review of the estimates on the platform economy in developed economies, see de Groot, W.P. et al., op. cit. For coverage of 75 countries around the world, see Berg, J., Furrer, M., Harmon, E., Rani, U., and Silberman, M.S., “[Digital labour platforms and the future of work: Towards decent work in the online world](#)”, International Labour Organization, Geneva, 20 September 2018.

platforms should be considered as employers, with the results of related court cases so far mixed.¹⁶⁵ In addition, digital platforms need to ensure the application of principles such as transparency and non-discrimination in their business models, which rely heavily on the use of data and data processing.

4 Labour markets

This section reviews the effects of digitalisation on the labour market. It starts with a discussion on the phenomenon of job polarisation and then considers how digitalisation and automation may lead to the replacement, but also creation, of some jobs and tasks.¹⁶⁶

From the early 1990s, labour markets in advanced economies started to polarise, whereby the share of low and high-skilled jobs increased at the expense of middle-skilled jobs. While employment and wage premiums for high skills rose, there was also a substantial increase in the employment share of low-skilled labour, albeit not always necessarily accompanied by rising wages. The increase in employment shares for high- and low-skilled workers therefore corresponded to a reduction in the share for middle-skilled employment, giving rise to job polarisation (or “hollowing out”), a phenomenon identified in virtually all advanced economies.¹⁶⁷ The principal explanation for polarisation is that the rise of digitalisation and automation has given rise to routine-biased technological change (RBTC); jobs characterised by a high content of routine and repetitive tasks (middle-skilled jobs, such as bank tellers, machine operators, office clerks) can eventually be performed more efficiently by machines or computers.¹⁶⁸

Automation tends to favour skills at both high and low wages. On the one hand, RBTC favours jobs that require complex analytical skills with a certain level of abstraction (and hence limited automation potential) or a high level of interpersonal communication, which are naturally complemented by such technologies. On the other hand, automation and RBTC have not yet affected non-routine manual jobs, which typically require little to no specialised education but have a large content of tasks that require intuition, discretion, flexibility, adaptability or interpersonal interaction, which are also hard to automate. This category encompasses a very broad array of jobs mostly found in the service sector, such as cleaning, maintenance, personal care, security and food services.

¹⁶⁵ For a detailed discussion on the employment and working conditions of platform workers in selected EU countries, see de Groen, W.P. et al., op. cit.

¹⁶⁶ Two ECB podcasts also discuss the implications of digitalisation for European labour markets: “[Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area \(Part 1\)](#)”, ECB, Frankfurt am Main, 2 September 2020, and “[Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area \(Part 2\)](#)”, ECB, Frankfurt am Main, 29 September 2020.

¹⁶⁷ See, for example, Goos, M., Manning, A. and Salomons, A., “[Job Polarization in Europe](#)”, *American Economic Review*, Vol. 99, No 2, American Economic Association, May 2009, pp. 58-63.

¹⁶⁸ It should be noted that “routine” does not imply trivial or mundane; instead the task at hand involves a high enough element of repetition that it can be readily codified.

Automation and its impacts on different types of jobs can be analysed through the lens of a framework that views jobs as collections of different tasks, some of which are more readily automated than others. In this framework, RBTC automates some tasks and creates new ones, destroying some existing jobs and creating new ones in the process.¹⁶⁹ Given that automation has a comparative advantage in middle-skilled tasks (routine-intensive with functions that can be relatively easily translated into computer code), automation can replace these jobs and middle-skilled workers shift away from these tasks.¹⁷⁰

The evolution of job polarisation by task content for selected European countries is shown in Chart 4.¹⁷¹ Non-routine cognitive tasks are split into analytical and personal (e.g. mathematicians and managers), routine tasks are split into cognitive and manual (e.g. clerks and machine operators), and non-routine manual tasks are split into physical and personal (e.g. cleaners and waiters). The chart shows the evolution of the task content of the mean job¹⁷² and reveals the sharp reduction in its routine content and a corresponding increase in its non-routine cognitive content. The picture emerging from this chart is consistent with the view of polarisation as accompanied by a changing allocation of skills across occupations.¹⁷³ Furthermore, Dias da Silva et al.¹⁷⁴ find that declines in average hours worked over recent decades across a selection of EU countries have exacerbated job polarisation.¹⁷⁵

¹⁶⁹ The tasks framework is based on that of Autor, D.H., Levy, F. and Murnane, R.J., “The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No 4, Oxford University Press, Oxford, November 2003, pp. 1279-1333.

¹⁷⁰ Goos, M., “The impact of technological progress on labour markets: policy challenges”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 34, No 3, Oxford University Press, Oxford, July 2018, pp. 362-375.

¹⁷¹ The chart is reproduced from Dias da Silva, A., Laws, A. and Petroulakis, F., “Hours of work polarisation?”, *Working Paper Series*, No 2324, ECB, Frankfurt am Main, October 2019. The chart uses the finer task representation of Acemoglu, D. and Autor, D., “Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings”, in Ashenfelter, O. and Card, D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4b, Elsevier, B.V., 2011, pp. 1043-1171.

¹⁷² All occupations or jobs are broken down into their tasks content according to the six task categories in Chart4. Using this methodology, the task content of the mean job is derived.

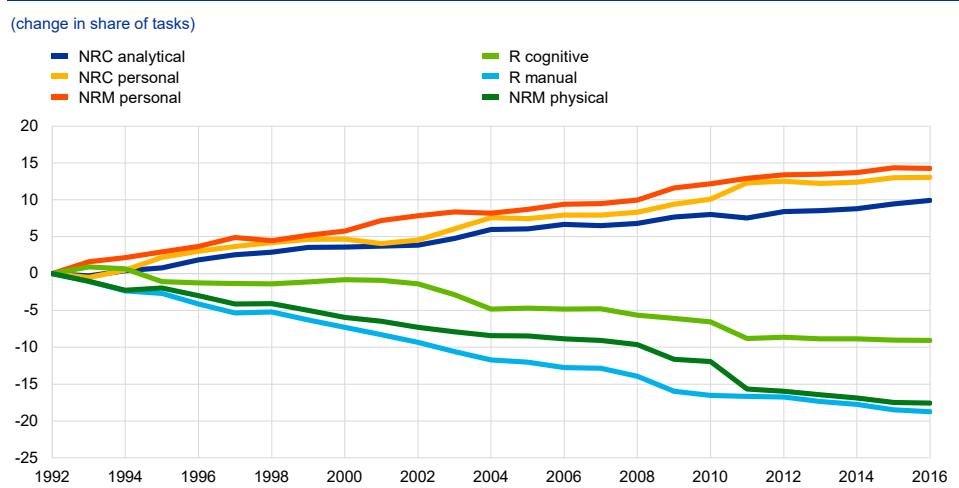
¹⁷³ See Acemoglu, D. and Autor, D., op. cit. Also, the precise nature of the effects on labour depends on the equilibrium interaction of technology, skills supply, and consumer demand. As workers abandon middling tasks for low and high-skilled tasks, then the effects on employment and wages in these groups will depend on the relative comparative advantages of the middling workers in these tasks.

¹⁷⁴ Dias da Silva et al., op. cit.

¹⁷⁵ In more detail, Dias da Silva et al., op. cit., find that hours worked have fallen more for some routine jobs compared with non-routine jobs, hence the decline in hours worked is exacerbating the impact of job polarisation at the top and middle parts of the skill distribution.

Chart 4

Evolution of the task content of the mean job in selected European countries



Source: Dias da Silva et al. (see footnote 48).

Notes: Jobs are broken down into their task content according to the six categories shown and each line therefore shows the task content of the mean job; NRC=non-routine cognitive; NRM=non-routine manual; R=routine. Sample normalised to 0 in 1992. The countries comprise Belgium, Denmark, Ireland, Greece, Spain, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Austria, Portugal, Finland, Sweden and the United Kingdom.

A leading example of a modern automation technology with a high potential to displace labour is that of industrial robots. Robots are currently primarily used to perform repetitive tasks in manufacturing and hence represent a prominent example of routine task replacement. Graetz and Michaels¹⁷⁶ show that robots raise TFP and labour productivity in Europe with no significant effects on employment except for a small shift in favour of high-skilled workers.¹⁷⁷ The relationship between digitalisation and employment is examined in further detail in Box 2 below, with a general finding that – at the aggregate level – digitalisation generally tends to be positively associated with employment.

Box 2

Digitalisation, employment and unemployment

Prepared by Valerie Jarvis

Measuring the reach of the digital economy is not straightforward, but a metric for gauging the degree of digitalisation across EU countries is the extent to which employment is related to digital activities. Two EU countries – Estonia and Sweden – consistently top the digital employment charts. A relatively wide definition of ICT-dependent employment can include all those working in ICT-intensive occupations, whether or not they are employed directly in ICT sectors, as well as those employed in broader ICT task-intensive occupations. Such a measure demonstrates the high degree of cross-country heterogeneity, with the share of total ICT-dependent employment ranging from around 22% in Luxembourg (surpassing even that of the United States) to around 7% in Greece, Italy and Slovakia. While barely reaching 11% in the euro area and the EU, this broader definition of

¹⁷⁶ Graetz, G. and Michaels, G., "Robots at Work", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 100, No 5, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, December 2018, pp. 753-68.

¹⁷⁷ Acemoglu, D. and Restrepo, P., "Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets", *Journal of Political Economy*, Vol. 128, No 6, June 2020, pp. 2188-2244 show that local labour markets in the United States which were relatively more exposed to robots experienced broader negative effects on employment and wages.

ICT-dependent employment amounts to roughly 17% of total employment in Sweden and Estonia, similar to the share seen in the United States.¹⁷⁸

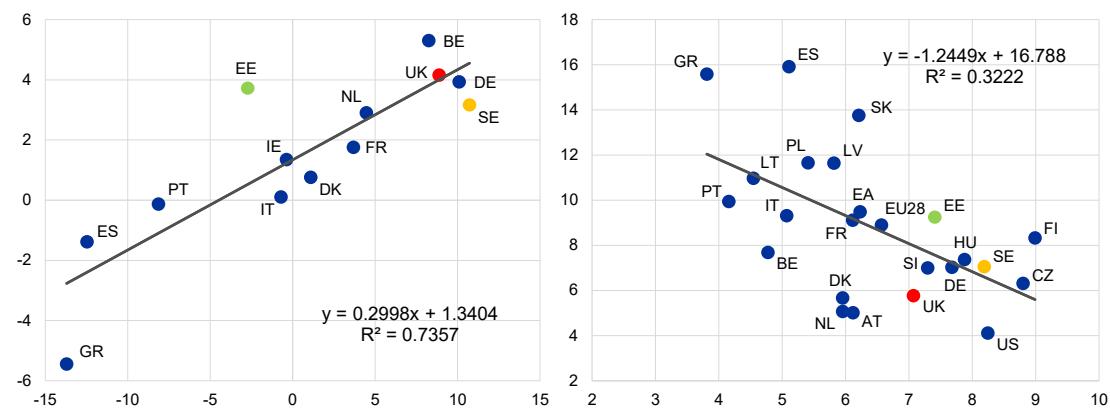
Sectors with higher digital intensity made substantial contributions to employment growth across advanced economies during the decade 2006-16 (see Chart A, left-hand panel). Looking at the relationship between total employment growth and the contribution of the digital-intensive sectors for selected European economies, Chart A (left-hand panel) suggests a strong contribution from digitally-intensive sectors to total employment growth between 2006-16. More heavily digitally dependent countries, i.e. Sweden and Estonia, appear to have been among the strongest performers in terms of the employment contribution of the digital-intensive sectors, outperforming many other EU economies.

Moreover, there is some evidence to suggest that economies with a higher digital economy share of total value added tend to be those with lower unemployment rates. Chart A (right-hand panel) shows a broadly negative correlation between aggregate unemployment rates and the shares of total value added accounted for by digital sectors for the EU economies and the United States over the period 2000-18. Although the chart does not imply causality, it seems to counter the notion that a higher degree of digitalisation leads to higher aggregate unemployment. That is not to say that digitalisation does not result in job displacement and job disruption, whereby some workers lose jobs and find it difficult to get back into employment for prolonged periods, but digitalisation also generates new jobs and tasks. The trends of those countries at the forefront of the digital transformation may hold lessons for others still in the catch-up phase.

Chart A

Digitalisation, employment and unemployment

(left-hand panel: x-axis: percentage growth in total employment; y-axis: employment contribution of digital-intensive-sectors; right-hand panel, x-axis: digital sector as percentage of the whole economy value added; y-axis: average annual unemployment rate 2000-18)



Source: OECD (2019).

How can labour markets still generate enough jobs after two centuries of incredible labour-saving technological advances? Acemoglu and Restrepo¹⁷⁹ argue that technology has a “reinstatement effect”, which creates new tasks as it

¹⁷⁸ For the full definition of ICT-dependent employment, and relevant data sources, see the box entitled “Digitalisation and EU labour markets: a comparative approach” in Anderton, R. et al., op. cit.

¹⁷⁹ Acemoglu, D. and Restrepo, P., “The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment”, *American Economic Review*, Vol. 108, No 6, American Economic Association, June 2018, pp. 1488-1542; and Acemoglu, D. and Restrepo, P., “Automation and New Tasks: How Technology Displaces and Reinstates Labor”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, No 2, American Economic Association, 2019, pp. 3-30.

destroys others. They argue for a reinterpretation of the relationship between technology and labour as a “race between automation and new labour-intensive tasks”, which reinstates labour and increases productivity. At the same time, these mechanisms may lead to greater inequality in the labour market.¹⁸⁰ In addition, the higher market power of large digital firms may also compress wages and be associated with a lower labour share.¹⁸¹

Recent work has attempted to quantify the threat of automation to existing jobs more precisely. Frey and Osborne¹⁸² asked experts to give subjective views on whether specific occupations could be easily automated in the near future.¹⁸³ The results suggest that 47% of jobs in the United States are at a high risk (over 70%) of automation. Subsequent studies find smaller possible effects, such as Arntz et al.¹⁸⁴, who estimate that only 9% of jobs in the United States face a high risk of automation. Overall, there is wide variation in the empirical estimates of how many jobs are at risk of some degree of automation. In addition, although automation seems to be related to trends such as job polarisation and may imply some job losses, automation also leads to “reinstatement effects” resulting in new tasks and job creation.¹⁸⁵

Precise numbers aside, there is undoubtedly a concern that task automation threatens a substantial number of jobs. Even though technology has had a positive net effect on labour historically, there is a risk that the pace of automation may be too fast for some workers, who will not be able to quickly reskill and be redeployed to new tasks. While education and retraining policies have an important role to play, they may be more challenging for more mature workers. Structural framework conditions, including both labour and product market policies, may need to be further adapted to fully reap the potential gains from digitalisation while maintaining inclusiveness.

5 Digitalisation and consumer price inflation

Digitalisation is often associated with a negative impact on the price of some goods and services and on overall inflation. This impact can be examined separately by distinguishing two transmission channels. The first is the direct

¹⁸⁰ See, for example, the section entitled “A general equilibrium perspective of how automation affects the labour market” in Anderton, R. et al., op. cit. Here, the impacts of an automation shock using a dynamic stochastic general equilibrium model show an increase in both low- and high-skilled jobs in the medium term, while increasing the wage premium of high-skilled workers relative to low-skilled ones.

¹⁸¹ There is also some evidence that the large increase in teleworking during the COVID-19 pandemic may be associated with a further rise in inequality as jobs that can be performed remotely are often associated with higher wages (see the article entitled “The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market” in this issue of the Economic Bulletin).

¹⁸² Frey, C.B. and Osborne, M.A., “[The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation?](#)”, *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 114, Elsevier, B.V., January 2017, pp. 254-280.

¹⁸³ The specific question used in this study was: “Can the tasks of this job be sufficiently specified, conditional on the availability of big data, to be performed by state of the art computer-controlled equipment?”

¹⁸⁴ Arntz, M., Gregory, T. and Zierahn, U., “[The Risk of Automation for Jobs in OECD Countries: A Comparative Analysis](#)”, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, No 189, OECD Publishing, Paris, 14 May 2016.

¹⁸⁵ See the box entitled “Digitalisation, employment and unemployment” in this article, which suggests that – across countries at the aggregate level – higher degrees of digitalisation are associated with lower unemployment.

transmission channel to consumer prices that occurs via the prices of digital products in the euro area and its member countries. The second transmission channel is more indirect. It captures digitalisation, i.e. online retail, effects on inflation as cost savings, higher price transparency, intensified competition, and productivity gains – which are generally very difficult to disentangle empirically.¹⁸⁶ Finally, it is important to distinguish the impact of digitalisation on price level from the rate of change, i.e. inflation, and to examine if there is a bias in measuring inflation using the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) given the increasing importance of online retail for household consumption.

The direct effects

The direct impact channel of digitalisation on consumer prices functions via the prices of digital products purchased by consumers. Because such products are part of the HICP for the euro area and its member countries, this will have a direct impact on inflation as measured by this index. It is difficult to clearly define what digital products are, but a proxy for an index of “digital products” can be constructed following the definition of an ICT index by Eurostat.¹⁸⁷ According to that proxy, declines in the prices of ICT products lowered the euro area annual HICP inflation rate by 0.15 percentage points on average each year in the period from 2002 to 2019 (see Chart 5). The impact was larger until around 2015 but decreased to some extent afterwards. Over the same period, the range of impacts for individual euro area countries was around 0.1 to 0.2 percentage points per year on average.¹⁸⁸

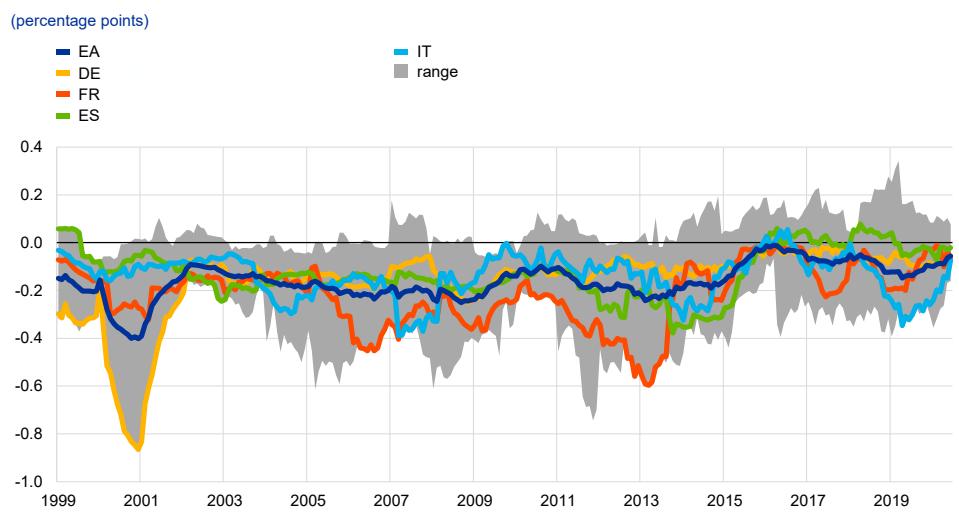
¹⁸⁶ A more thorough overview of these effects is available in the section entitled “Digitalisation and inflation” in Anderton, R., et al., op. cit.

¹⁸⁷ In line with the guidelines published in the “[Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) Methodological Manual](#)”, Eurostat, Publications Office of the European Union, Luxembourg, November 2018, the ICT product index consists of ECOICOP categories 08.2.0 Telephone and telefax equipment and 09.1 Audio-visual, photographic and information processing equipment as goods of a predominantly electronic character. Additionally, it includes categories 08.3.0 Telephone and telefax services and 12.3.1.2 Clocks and watches. The total weight of these items in the HICP is around 4% in 2020 in the euro area.

¹⁸⁸ Differences across countries mainly reflect different inflation rates for telecommunication services – a sector that historically was very concentrated, but where market power has declined since 2003 (e.g., according to the OECD sector regulation indicators, overall regulation in the telecommunications sector in most euro area countries has declined since 2003). The inflation rates for audiovisual products and IT processing equipment and telephones were less diverse across the euro area countries.

Chart 5

ICT product contribution to headline HICP annual inflation rate across euro area countries



Sources: Eurostat, ECB calculations.

Notes: The latest data refer to July 2020. The range is defined by the minimum and maximum across the euro area countries (in changing composition). The ICT products comprise audiovisual, photographic and information processing equipment, telephone and telefax equipment and services, as well as clocks and watches. The country price indices for clocks and watches have different starting months, but the weight is very small (for the euro area it is less than 0.5% of headline HICP), therefore the comparison across countries and time is not distorted (the impact on the aggregate ICT product contribution is negligible). Inflation rates for 2000 and 2001 are distorted as they reflect the methodological impact of the inclusion of internet services in Germany's HICP.

A number of caveats surround the estimates of the inflation rate for digital items.

First, digital products in the consumer basket do not comprise only the four categories used for the reported index. Many other goods and services are also exposed to ICT developments to various degrees. Second, ICT products (or electronic goods) are subject to sudden and very fast technological upgrades and thus create challenges for their inclusion in the HICP basket in terms of proper quality adjustment, replacement or expansion of the basket. Failure to appropriately incorporate the prices of such products in the HICP basket can lead to a bias (upward or downward) in the respective price indices.

The indirect effects

The indirect impact channels of digitalisation operate via cost savings and higher competition owing to increased price transparency.

Digitalisation in the context of prices for final consumer goods is often associated with the narrower term “e-commerce”, which is typically used to describe the buying or selling of goods and services via the internet. Considering e-commerce between businesses and consumers, the inflation-lowering impact of growing e-commerce occurs in two ways. First, e-commerce can reduce costs compared with the standard offline distribution channels (e.g. online sales require lower expenditures than maintaining shops), which both traditional and online retailers may pass on to consumers. Second, e-commerce may lower prices (or constrain their increase following cost rises) because of higher transparency and intensified competition between suppliers. Customers search online for lower prices and bargains, forcing both traditional and online suppliers to contain

prices, potentially eroding their profit margins. Both effects can take place when the share of e-commerce retail in total retail trade is still low.

Although e-commerce generally intensifies competition, the presence and wide use of internet-based trade technologies may also create opportunities for tacit collusion among suppliers or retailers, which may impair competition. While e-commerce enables consumers to compare the prices and quality of goods, it also facilitates opportunities for suppliers to check prices and possibly collude on pricing behaviour. Although such effects may be relevant for specific markets, the competition-enhancing impacts of e-commerce transaction technologies should dominate – notably as long as the technology is still relatively young and as long as online suppliers strive for market share in an effort to strengthen their position in the business.

The extent to which the indirect effects described above have an impact on inflation partly depends on the prevalence of e-commerce in the euro area.

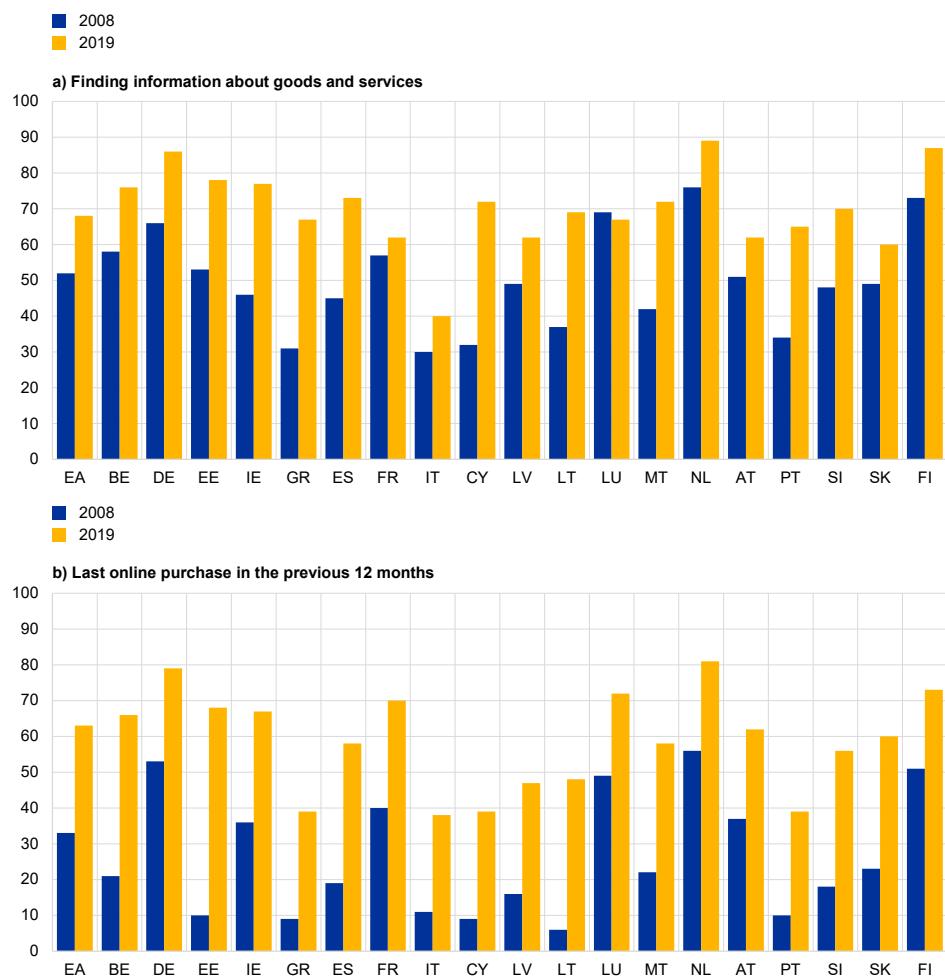
Moreover, the opportunity to compare prices online may already be a competition-enhancing factor. Online sales to consumers comprised almost 14% of total retail sales (excluding cars and motorcycles) in the euro area in 2017 – a share that has almost doubled over the last ten years. The most frequently purchased items were clothing, accommodation and travel.¹⁸⁹ Consumers have also significantly increased their use of e-commerce. In 2019 the share of people using the internet to obtain information about goods and services reached 70%, with 60% using it to buy them – a significant increase over the last ten years (see Chart 6). Among euro area countries, Germany and the Netherlands take the lead, followed by Luxembourg and France, with southern economies (Greece, Italy, Cyprus and Portugal) somewhat lagging behind for actual purchases.

¹⁸⁹ The estimate for the share of online retail sales is obtained from country level business-to-consumer online sales data from the [European Ecommerce Association](#) and Eurostat.

Chart 6

Household use of the internet for consumption and information gathering

(percentage share of all individuals)



Source: Eurostat.

To the extent that e-commerce adoption continues to increase, it could impact inflation for a protracted period. The empirical evidence on the effects of e-commerce penetration on inflation so far is scarce but points to a small negative effect. A number of studies, including internal ECB estimates, have used different approaches, compositions of countries (including euro area countries) and time periods (including the past ten years), and found that expansion of e-commerce (measured by various metrics) may have lowered the annual inflation rate by around 0.1 percentage points or.¹⁹⁰ Overall, however, price-lowering impacts from a more intensified use of e-commerce, if there are any, will only last until the diffusion of

¹⁹⁰ See, for example, Choi, C. and Yi, M.H., "The effect of the Internet on Inflation: Panel data evidence", *Journal of Policy Modelling*, Vol. 27, No 7, Elsevier, B.V., February 2005, pp. 885-889; Lorenzani, D. and Varga, J., "The Economic Impact of Digital Structural Reforms", *Economic Papers*, No 529, European Commission, 2014; and Csonto B., Huang, Y., and Tovar, C.E., "[Is Digitalization Driving Domestic Inflation?](#)", *IMF Working Paper*, No 19/271, International Monetary Fund, December 2019. More information on the internal ECB estimates can be found in the section entitled "Digitalisation and inflation" in Anderton, R. et al., op. cit.

e-commerce technologies through markets has levelled off.¹⁹¹ Despite widespread agreement that online retail likely dampens inflation, a smaller strand of literature argues that the adoption of digital technologies may be associated with market concentration among a handful of superstar firms, which may result in some inflationary effects in the longer run – an aspect to be monitored in the future.¹⁹²

Changes in market power and digitalisation in general may have implications not only for inflation but also for the transmission of monetary policy. However, the academic discussion on the channels of this impact is still open. Syverson¹⁹³ shows that a monetary expansion would lead to a larger output expansion under conditions of perfect competition than it would under a monopoly. Monetary policy affects firms directly by changing their cost of capital and indirectly by affecting demand. Companies with high market power in general respond less to changes in costs, and hence to monetary policy, than perfectly competitive firms. This does not mean, however, that less market power will necessarily result in a higher pass-through of cost shocks or higher transmission of monetary policy. The transmission of monetary policy will depend on how the pricing decisions of firms change as market power changes.¹⁹⁴ Korinek and Ng¹⁹⁵ analyse the role of digital innovation costs of superstar firms and find that, as innovation proceeds, factor costs will fluctuate less with demand, leading to a flatter Phillips Curve, i.e. more price stickiness.¹⁹⁶ A somewhat contrasting finding is reported by Cavallo¹⁹⁷, who finds a decline in the degree of geographic price dispersion in the United States over the last ten years, which he attributes to the fact that online retailers have uniform pricing strategies limiting the opportunity for geographical price discrimination. As a result, the sensitivity of retail prices to global shocks, such as exchange rates and gas prices, has increased, which suggests a decline rather than an increase in price stickiness.¹⁹⁸ Overall, the impact of digitalisation on monetary policy needs further research, both to enrich structural models to capture its effects and to verify their empirical implications.¹⁹⁹

¹⁹¹ See discussion by Meijers, H., "Diffusion of the Internet and low inflation in the information economy", *Information Economics and Policy*, Vol. 18, No 1, March 2001, pp.1-23.

¹⁹² See, for example, Haldane, A.G., "[Market Power and Monetary Policy](#)", a speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 24 August 2018 and Shapiro, C., "[Protecting Competition in the American Economy: Merger Control, Tech Titans, Labour Markets](#)", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, No 3, American Economic Association, 2019, pp. 69-93.

¹⁹³ Syverson, C., "[Changing market structures and implications for monetary policy](#)", remarks made at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2018.

¹⁹⁴ It is important to note that this discussion relates to one aspect of firms' costs and monetary policy transmission, while there are obviously many other factors and mechanisms involved in the monetary policy transmission process.

¹⁹⁵ Korinek, A. and Ng, D.X., "Digitization and the macro-economics of superstars", mimeo, 2018.

¹⁹⁶ As superstar firms gain market share, and as long as their innovation involves fixed costs, they spend an increasing share of their factor demand on fixed costs, which respond less to aggregate demand changes.

¹⁹⁷ Cavallo, A., "[More Amazon effects: Online competition and pricing behaviors](#)", *NBER Working Papers*, No 25138, National Bureau of Economic Research, 2018.

¹⁹⁸ In other words, less space for price discrimination, combined with little or no menu costs for online retailers, can reduce price stickiness.

¹⁹⁹ See Syverson, C., op. cit. and Cavallo, A., op. cit.

Online retail and measurement of the HICP

Last but not least it is important to distinguish the impact of digitalisation on price levels from its impact on inflation. The inclusion of goods and services traded online in the HICP will have an impact on HICP inflation only if the prices of such products and services change at different rates than the prices of goods and services traded offline. The methodology for compiling the HICP implies that price-level differences between online and offline shop prices do not have a direct effect on the HICP. At the same time, increasing expenditure via the internet is reflected in adjustments to the weights of the respective HICP sub-items. Moreover, the statistical offices of the euro area countries continuously enhance their data collection methods and some online prices are already reflected in the HICP.²⁰⁰

The available evidence on possible measurement error in the consumer price indices resulting from the incomplete incorporation of online sales is scarce and inconclusive. While there is broad agreement in the literature that the frequency of price adjustment has increased over recent years in both retail channels, some studies document prices in online and brick-and-mortar shops changing with a similar frequency, whereas others find that price changes are more frequent for online stores.²⁰¹ The evidence on the average size of price changes is similarly inconclusive.²⁰² Overall, there is still not enough evidence to conclude that the partial exclusion of online sales leads to measurement error in price indices (upward or downward). If a bias does exist, its extent is even more unclear.

Policymakers should monitor and analyse the impact of digitalisation on consumer prices and inflation. It may have implications for price measurement and inflation trends as well as for the monetary policy transmission mechanism.²⁰³

6 Digitalisation and the COVID-19 pandemic

Since the onset of the pandemic there has been an increase in the take-up of digital technologies, especially in connection with lockdowns restricting physical mobility within and across regions and countries. The increase in

²⁰⁰ For example, Belgium's statistical office collects data on internet prices for student housing and accommodation services, the statistical office in the Netherlands collects data on prices for clothing, and the German statistical office collects data on prices for long-distance buses and railway tickets.

²⁰¹ Cavallo, A. documents a similar frequency of price changes: see Cavallo, A., "Are Online and Offline Prices Similar?: Evidence from Large Multi-channel Retailers", *American Economic Review*, Vol. 107, No 1, American Economic Association, January 2017, pp. 283-303 and Cavallo, A., "More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors", op. cit., whereas Gorodnichenko, Y., Sheremirov, V. and Talavera, O., "Price Setting in Online Markets: Does IT Click?", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 16, No 6, Oxford University Press, Oxford, December 2018, pp. 1764-1811, report a higher frequency of price changes for online stores.

²⁰² Lünnemann P. and Wintr, L., "Price Stickiness in the US and Europe Revisited: Evidence from Internet Prices", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 73, No 5, Oxford University Press, Oxford, 3 August 2011, find changes in the prices of products traded online on average smaller, though more frequent, than those reported in the consumer price index data, whereas Cavallo, A., "Are Online and Offline Prices Similar?: Evidence from Large Multi-channel Retailers", op. cit. and Gorodnichenko, Y., et al., op. cit., report that prices adjust in online shops by similar amounts, on average, as those in the brick-and-mortar shops.

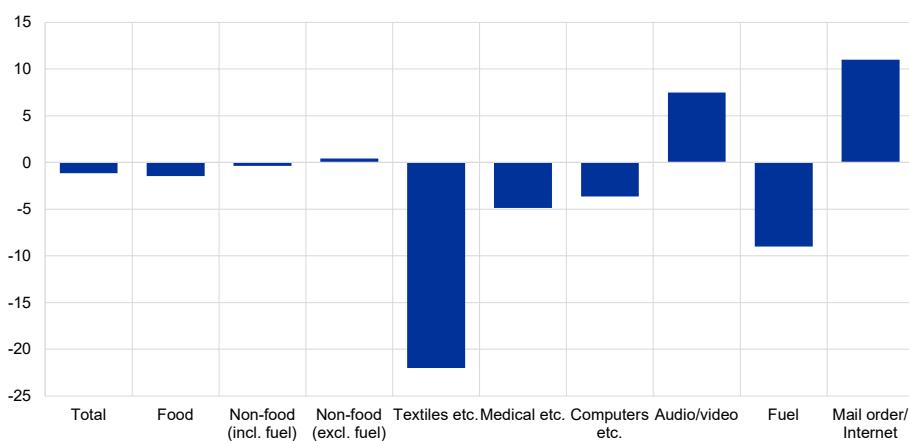
²⁰³ For more discussion on policy implications for the United States, see Cavallo, A., "More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors", op. cit.

take-up has affected digital services and goods alike, as reflected in the corresponding data, usage/subscription statistics in the case of digital services as available through online platforms²⁰⁴, and retail sales in the case of digital (or digitally-ordered) goods, as illustrated in Chart 7 below.

Chart 7

Euro area retail trade – July 2020 compared with February 2020

(percentage change)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: "Total" corresponds to "Retail trade, except motor vehicles and motorcycles", "Food" to "Retail sale of food, beverages and tobacco", "Non-food" to "Retail sale of non-food products", "Textiles etc." to "Retail sale of textiles, clothing, footwear and leather goods in specialised stores", "Medical etc." to "Dispensing chemist; retail sale of medical and orthopaedic goods, cosmetic and toilet articles in specialised stores", "Computers etc." to "Retail sale of computers, peripheral units and software; telecommunications equipment, etc. in specialised stores", "Audio/video etc." to "Retail sale of audio and video equipment; hardware, paints and glass; electrical household appliances, etc. in specialised stores", "Fuel" to "Retail sale of automotive fuel in specialised stores", and "Mail order/internet" to "Retail sale via mail order houses or via the internet".

The increase in digital take-up seems to be a result of both existing users who expand their usage as well as new users and uses, as more households resort to online services and more businesses to digitally-enabled conferencing and supply-chaining, for example, thereby also triggering an increase in digital literacy and skills. This may be an important step towards a larger digital economy in the euro area and EU; whether this represents a permanent change will be a key factor for the likely medium to long-term impact of the COVID-19 pandemic on the digital and broader economy in the euro area, EU and elsewhere.

As the COVID-19 pandemic is still unfolding, its impact on the digital economy remains uncertain, especially beyond the short term. Its impact on the digital and broader economy depends both on digital supply and demand. The supply response would enhance productivity, ICT and possibly human capital and thereby boost capacity and potential, while the demand response would do so only if it were more permanent. Overall, it seems that the euro area and EU economies have a greater chance of catching up with their peers in the global digital economy if a strong digital supply-side response materialises.

²⁰⁴ See, for example, Kemp, S., "Digital 2020: April Global Statshot", Data Reportal, 23 April 2020.

7 Conclusion

The digitalisation revolution is “virtually everywhere” and is transforming all our economies. The digital economy is increasing in importance, with a likely acceleration in the take-up of digital technologies during the COVID-19 pandemic, and is affecting monetary policy-relevant variables such as employment, productivity and inflation. There is considerable heterogeneity across the euro area and Europe in terms of the adoption of digital technologies and most of these countries are falling behind major competitors such as the United States. Structural policies, such as labour, product and financial market regulations, may have to be adapted in order to fully reap the potential gains from digital technologies while maintaining inclusiveness. In terms of digitalisation, the COVID-19 pandemic may create further challenges for EU countries, but it also provides important opportunities to catch up.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP ¹⁾ (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje ²⁾ (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,3	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 IV	0,4	0,6	0,1	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 I	-3,5	-1,3	-2,5	-0,5	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
II	-6,9	-9,0	-19,8	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
III	.	7,4	15,5	5,3	2,7	12,5	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
2020 jun.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3
jul.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,7	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
avg.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2
sep.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
okt.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-0,3

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

1) Četrteletni podatki so desezonirani; letni podatki niso desezonirani.

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in prvih informacij o cenah energentov.

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga ¹⁾			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	4,0	8,0
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,3	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,3	-0,8
2019 IV	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,9	-2,2	0,6
2020 I	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,6	-2,0	-3,3
II	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,3
III	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,4	9,1	9,9
2020 jun.	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-9,7	-9,2	-10,3
jul.	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,3
avg.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,8	2,5	5,2
sep.	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	52,9	51,0	9,4	9,1	9,9
okt.	54,1	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,3	50,3	.	.	.
nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,2	54,7	51,5	.	.	.

Viri: Markit (stolpci 1–9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB (stolpci 10–12).

1) »Svet« in »»industrijske države« brez euroobmočja. Letni in četrteletni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesečnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje ¹⁾						ZDA	Japonska
	Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) ²⁾	Depoziti čez noč (EONIA)	1-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (EURIBOR)	6-mesečni depoziti (EURIBOR)	12-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (LIBOR)	3-mesečni depoziti (LIBOR)
1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020 maj	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03
jun.	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05
jul.	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
avg.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05
sep.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
okt.	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
nov.	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10

Vir: Refinitiv in izračuni ECB.

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

2) ECB je eursko kratkoročno obrestno mero (€STR) prvič objavila 2. oktobra 2019, kaže pa trgovalno aktivnost na dan 1. oktobra 2019. Podatki za predhodna obdobja se nanašajo na uveljavljeno €STR, ki je bila objavljena samo za informacijo in se v transakcijah na trgu ni uporabljala kot referenčna obrestna mera.

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa				
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}		ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2020 maj	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12	
jun.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03	
jul.	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04	
avg.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15	
sep.	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04	
okt.	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17	
nov.	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13	

Vir: Izračuni ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX												ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	179,3	107,4	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
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 maj	322,1	2.909,3	678,1	251,2	150,1	76,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6	20.543,3
jun.	353,9	3.237,4	733,8	212,2	160,9	82,7	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3.104,7	22.486,9
jul.	362,0	3.316,3	773,2	206,2	161,6	79,3	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3.207,6	22.529,5
avg.	361,8	3.297,7	785,5	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7	22.874,2
sep.	359,2	3.260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3.365,5	23.306,9
okt.	355,1	3.180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3.418,7	23.451,4
nov.	377,7	3.391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3.549,0	25.384,9

Vir: Refinitiv.

2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila					Sestavljeni indeks stroškov izposojanja				
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fiksni obrestni meri		Letni odstotek stroškov ³⁾		Po začetni fiksni obrestni meri									
		do 2 let	nad 2 leti			spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto			11	nad 1 leto in do 5 let	nad 5 let in do 10 let	nad 10 let						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2019 nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47			
dec.	0,03	0,42	0,22	0,78	5,58	16,55	5,36	5,28	5,87	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41			
2020 jan.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,55	5,69	6,23	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43			
feb.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41			
mar.	0,02	0,36	0,30	0,64	5,61	16,19	5,49	5,45	5,89	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39			
apr.	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,62	5,50	5,55	1,99	1,30	1,54	1,36	1,43	1,67	1,44			
maj.	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,65	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42			
jun.	0,02	0,35	0,23	0,71	5,29	16,01	4,43	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42			
jul.	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,91	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40			
avg.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,89	5,35	5,35	5,89	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40			
sep.	0,02	0,35	0,18	0,71	5,24	15,85	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38			
okt. ^(p)	0,02	0,35	0,20	0,69	5,17	15,84	5,06	5,26	5,80	2,03	1,37	1,58	1,27	1,36	1,65	1,36			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Leta odstotna stopnja stroškov.

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja		
	Vezane	do 2 let			do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR					
		do 2 let	nad 2 leti		spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2019 nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55		
dec.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,01	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56		
2020 jan.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55		
feb.	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52		
mar.	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,15	1,09	1,18	1,46		
apr.	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47		
maj.	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,45		
jun.	0,00	-0,12	0,32	1,96	1,89	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49		
jul.	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,86	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51		
avg.	0,00	-0,20	0,39	1,85	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,30	1,20	1,51		
sep.	0,00	-0,20	0,26	1,90	1,95	2,11	1,94	1,54	1,44	1,49	1,22	1,32	1,31	1,51		
okt. ^(p)	0,00	-0,21	0,45	1,84	1,94	2,16	1,96	1,56	1,47	1,50	1,23	1,43	1,39	1,53		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja						Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Družbe, ki niso DFI				Širše opredeljena država					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	FVC	FVC	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kratkoročne															
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	1.283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2020 apr.	1.478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78	
maj	1.596	522	184	.	129	617	144	545	163	81	.	60	159	81	
jun.	1.671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50	
jul.	1.668	514	158	.	122	728	146	476	181	59	.	41	156	39	
avg.	1.666	505	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34	
sep.	1.688	511	162	.	113	756	146	452	180	62	.	43	127	40	
Dolgoročne															
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15.746	3.688	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6	
2019	16.313	3.818	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7	
2020 apr.	16.709	3.943	3.418	.	1.373	7.326	648	460	135	70	.	54	180	20	
maj	16.878	3.945	3.416	.	1.407	7.447	663	341	58	52	.	50	162	19	
jun.	17.104	3.973	3.452	.	1.433	7.569	676	424	100	94	.	38	172	20	
jul.	17.106	3.936	3.162	.	1.445	7.890	673	304	55	66	.	32	140	12	
avg.	17.192	3.930	3.172	.	1.443	7.969	678	162	21	45	.	3	85	8	
sep.	17.319	3.949	3.214	.	1.460	8.006	692	313	65	79	.	26	124	19	

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic						Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi				
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Družbe, ki niso DFI				Nefinančne družbe				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	10	11	10	11			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
Stanje														
2017	16.593,2	4.079,8	3.214,5	.	1.293,4	7.304,7	700,9	7.950,7	612,5	1.245,6	6.092,6			
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,6	.	1.318,7	7.445,8	673,5	7.023,5	465,0	1.099,2	5.459,2			
2019	17.595,7	4.368,2	3.578,3	.	1.405,5	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,7	6.638,8			
2020 apr.	18.186,9	4.470,6	3.603,6	.	1.490,4	7.863,6	758,7	6.966,3	340,0	1.081,6	5.544,7			
maj	18.473,9	4.467,0	3.600,5	.	1.535,4	8.063,6	807,3	7.273,2	359,5	1.115,6	5.798,1			
jun.	18.775,5	4.508,9	3.642,3	.	1.552,3	8.242,3	829,6	7.510,3	388,4	1.171,0	5.950,8			
jul.	18.773,6	4.450,2	3.319,5	.	1.566,6	8.618,4	818,9	7.436,1	376,7	1.149,4	5.910,1			
avg.	18.858,2	4.434,9	3.326,2	.	1.563,8	8.713,2	820,0	7.723,5	395,0	1.191,3	6.137,2			
sep.	19.007,9	4.459,6	3.375,9	.	1.572,7	8.761,7	838,0	7.555,9	364,9	1.147,9	6.043,1			
Stopnja rasti														
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2			
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4			
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0			
2020 apr.	4,4	3,4	4,6	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0			
maj	5,9	3,2	4,1	.	10,2	6,4	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0			
jun.	7,3	4,5	4,6	.	11,7	8,2	20,3	0,0	-0,2	0,1	0,0			
jul.	7,3	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,2	0,1	-0,3	0,3	0,1			
avg.	7,7	2,8	4,5	.	12,2	10,2	18,0	0,3	-0,1	0,5	0,3			
sep.	8,0	2,7	5,0	.	11,7	10,6	20,9	0,8	-0,1	2,1	0,7			

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	97,5	93,5	92,4	89,1	80,5	94,1	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,8	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,1	92,8	115,5	92,4
2019 IV	97,7	92,4	92,6	88,4	78,1	92,0	114,9	91,4
2020 I	97,5	91,8	92,3	88,1	78,6	92,6	115,2	91,2
II	98,8	93,1	93,3	88,1	78,3	92,1	118,1	93,4
III	101,2	94,9	95,2	-	-	-	121,7	95,6
2020 jun.	99,8	94,0	94,1	-	-	-	119,1	94,1
jul.	100,5	94,6	94,6	-	-	-	120,3	94,9
avg.	101,6	95,1	95,6	-	-	-	122,4	96,0
sep.	101,6	95,0	95,5	-	-	-	122,5	95,9
okt.	101,4	94,8	95,0	-	-	-	122,4	95,7
nov.	100,7	94,2	94,2	-	-	-	121,6	95,0
% sprememba glede na predhodni mesec								
2020 nov.	-0,7	-0,7	-0,9	-	-	-	-0,7	-0,7
% sprememba glede na predhodno leto								
2020 nov.	3,3	2,1	2,0	-	-	-	6,1	4,1

Vir: ECB.

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvaška kuna	Češka korona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 IV	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 I	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
II	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
III	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
2020 jun.	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
jul.	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
avg.	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
sep.	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
okt.	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
nov.	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
% sprememba glede na predhodni mesec												
2020 nov.	-1,4	-0,2	-2,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,0	-1,3	-0,1	-1,6	0,4	0,5
% sprememba glede na predhodno leto												
2020 nov.	0,7	1,6	3,7	-0,3	7,9	2,7	4,9	4,5	2,1	-3,9	-1,8	7,1

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj ¹⁾			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2019 III	28.093,7	28.285,0	-191,3	11.636,3	9.441,5	9.639,0	12.022,3	-123,7	6.115,1	6.821,2	827,0	15.398,7
IV	27.826,3	27.882,0	-55,7	11.517,1	9.375,3	9.888,0	12.094,7	-85,3	5.693,0	6.412,0	813,6	14.759,2
2020 I	27.459,7	27.552,2	-92,5	11.263,3	9.320,5	8.884,3	11.128,6	-99,0	6.544,8	7.103,1	866,3	15.530,2
II	27.985,8	28.057,9	-72,0	11.182,0	9.373,8	9.839,8	11.894,7	-68,0	6.127,1	6.789,3	905,0	15.207,1
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2020 II	242,9	243,5	-0,6	97,1	81,4	85,4	103,2	-0,6	53,2	58,9	7,9	132,0
<i>Transakcije</i>												
2019 IV	-363,4	-427,3	63,9	-166,0	-66,3	155,0	11,4	-5,3	-344,7	-372,4	-2,5	-
2020 I	609,3	597,7	11,6	-33,4	-60,5	-127,4	59,1	12,2	754,5	599,1	3,4	-
II	93,1	87,1	6,0	22,9	155,8	383,3	188,8	37,5	-353,8	-257,6	3,3	-
III	274,7	199,1	75,6	65,6	68,1	50,9	124,3	32,0	122,8	6,7	3,4	-
2020 apr.	92,2	118,9	-26,7	-6,8	24,8	165,1	1,7	10,6	-78,3	92,4	1,7	-
maj	95,0	103,7	-8,7	81,8	139,7	104,0	58,5	9,3	-101,7	-94,4	1,7	-
jun.	-94,1	-135,6	41,4	-52,1	-8,6	114,2	128,6	17,6	-173,7	-255,6	-0,1	-
jul.	175,5	190,5	-15,0	33,7	15,0	25,4	58,7	6,5	110,6	116,9	-0,5	-
avg.	97,5	60,6	36,9	60,0	37,9	41,6	41,7	0,3	-5,7	-18,9	1,3	-
sep.	1,6	-52,0	53,6	-28,0	15,3	-16,2	23,9	25,3	18,0	-91,2	2,6	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2020 sep.	613,7	456,7	157,0	-110,9	97,1	461,8	383,7	76,5	178,8	-24,1	7,6	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2020 sep.	5,4	4,0	1,4	-1,0	0,9	4,0	3,4	0,7	1,6	-0,2	0,1	-

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾		
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Spremembe zalog ²⁾		Skupaj	Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2017	11.216,7	10.731,3	6.041,3	2.301,2	2.312,1	1.099,7	714,7	491,2	76,8	485,4	5.305,5	4.820,2
2018	11.587,7	11.119,5	6.222,7	2.368,7	2.431,3	1.178,5	745,7	500,6	96,8	468,1	5.576,2	5.108,1
2019	11.935,5	11.492,0	6.377,9	2.454,0	2.624,3	1.258,9	771,9	586,7	35,9	443,5	5.755,7	5.312,2
2019 IV	3.015,3	2.907,5	1.606,3	621,7	679,5	317,4	192,8	167,6	0,1	107,7	1.449,6	1.341,8
2020 I	2.918,2	2.825,1	1.539,2	625,7	648,2	311,8	175,1	159,7	12,0	93,1	1.388,7	1.295,6
II	2.598,7	2.518,2	1.346,6	627,2	544,1	273,1	143,4	125,8	0,2	80,5	1.106,8	1.026,3
III	2.897,4	2.760,1	1.530,3	639,7	616,2	307,9	179,9	126,6	-26,2	137,4	1.299,9	1.162,5
<i>Odstotek BDP</i>												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrletne spremembe v odstotkih</i>												
2019 IV	0,1	1,2	0,1	0,3	6,2	-0,4	-0,5	32,6	-	-	0,0	2,2
2020 I	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,7	-2,5	-9,6	-7,2	-	-	-3,8	-3,0
II	-11,7	-11,2	-12,4	-2,2	-16,0	-12,5	-18,2	-20,7	-	-	-18,9	-18,2
III	12,5	10,3	14,0	4,8	13,4	13,2	24,9	0,8	-	-	17,1	12,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,3	2,8	-	-	5,5	5,2
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,9	5,8	3,5	2,3	16,4	-	-	2,5	3,9
2019 IV	1,0	1,3	1,2	2,0	5,0	1,9	0,6	17,3	-	-	1,8	2,5
2020 I	-3,2	-1,7	-3,9	0,7	1,1	-2,5	-9,9	27,1	-	-	-3,1	0,2
II	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,5	-14,3	-26,7	-24,9	-	-	-21,5	-20,7
III	-4,3	-4,2	-4,6	2,1	-4,7	-3,9	-8,1	-1,6	-	-	-8,7	-8,9
<i>Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2019 IV	0,1	1,1	0,0	0,1	1,3	0,0	0,0	1,4	-0,3	-1,0	-	-
2020 I	-3,7	-3,2	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,6	-0,5	-	-
II	-11,7	-10,8	-6,6	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	-	-
III	12,5	10,1	7,3	1,1	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,2	2,4	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 IV	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	-	-
2020 I	-3,2	-1,6	-2,1	0,1	0,2	-0,3	-0,6	1,1	0,1	-1,6	-	-
II	-14,7	-13,7	-8,5	-0,4	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-1,0	-	-
III	-4,3	-4,0	-2,4	0,4	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2017	10.055,8	176,2	2.001,8	498,9	1.909,3	469,5	468,2	1.134,6	1.146,7	1.900,0	350,7	1.160,9
2018	10.383,7	174,5	2.052,2	528,2	1.963,8	500,3	476,8	1.167,3	1.206,6	1.957,9	356,1	1.203,9
2019	10.693,1	178,5	2.064,5	570,1	2.026,8	530,6	481,3	1.204,8	1.251,4	2.020,4	364,7	1.242,4
2019 IV	2.701,5	45,2	520,6	145,6	512,2	134,9	119,8	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 I	2.624,4	45,0	500,2	141,9	480,2	133,2	120,8	302,6	306,3	507,9	86,3	293,7
II	2.339,2	45,4	427,6	125,8	379,8	127,5	114,6	297,3	259,7	491,7	69,8	259,5
III	2.604,8	44,3	494,8	143,8	470,0	136,5	118,7	305,2	290,7	518,5	82,2	292,6
Odstotek dodane vrednosti												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtnletne spremembe v odstotkih												
2019 IV	0,1	1,1	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,2	0,6	0,2	0,4	0,0	0,1
2020 I	-3,4	-1,6	-3,9	-3,2	-6,2	-1,3	-0,9	-0,8	-3,3	-2,1	-6,8	-6,9
II	-12,0	-0,1	-15,0	-12,6	-21,2	-4,4	-2,4	-2,3	-15,8	-6,9	-22,9	-9,4
III	12,3	0,7	16,0	13,9	23,1	6,9	3,4	2,3	12,0	9,5	21,6	14,3
Medletne spremembe v odstotkih												
2017	2,6	0,5	3,4	1,9	2,8	6,5	1,6	0,9	5,0	1,2	2,1	2,3
2018	1,9	-0,2	1,7	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,8	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,3	1,6
2019 IV	0,9	0,8	-1,4	1,8	1,8	4,4	0,9	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 I	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	1,9	-0,4	0,3	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
II	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,7	-4,8	-3,4	-2,3	-18,3	-8,3	-28,1	-15,0
III	-4,4	0,0	-5,9	-3,4	-8,8	1,8	-0,3	-0,4	-8,6	0,2	-12,6	-3,5
Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2019 IV	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 I	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
II	-12,0	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,3	-0,7	-
III	12,3	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,3	1,3	1,9	0,6	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 IV	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2020 I	-2,9	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
II	-14,7	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,6	-1,0	-
III	-4,4	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	-0,4	-

Vir: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve			Po gospodarski dejavnosti									
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	5,9	25,0	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	0,9	1,2	1,8	3,2	-1,6	2,5	3,6	1,2	1,1
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,6	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,2	0,2
2019	1,2	1,4	0,0	-1,9	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2019 IV	1,0	1,3	-0,3	-1,6	0,2	1,2	1,2	2,7	0,2	-0,1	1,1	1,5	0,9
2020 I	0,4	0,6	-1,4	-3,2	-0,4	1,1	0,3	2,3	0,1	-1,1	0,3	1,2	-0,1
II	-3,0	-3,1	-2,6	-3,8	-2,2	-1,0	-5,7	0,5	-1,0	-2,0	-4,8	0,2	-5,9
III	-2,1	-2,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,6	0,6	-3,7
<i>Opravljene delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2017	1,1	1,6	-1,1	-0,8	0,6	1,1	1,1	3,1	-2,3	2,4	3,4	0,5	0,6
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,3	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,3	1,8	0,9	3,6	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2019 IV	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,8	0,1	1,3	0,7	1,2	0,1
2020 I	-3,8	-2,9	-7,3	-3,8	-4,2	-4,4	-5,7	0,8	-2,5	-5,3	-2,6	-1,2	-8,1
II	-16,8	-15,4	-22,9	-6,9	-15,8	-17,9	-27,7	-5,9	-6,0	-16,9	-16,6	-5,8	-28,6
III	-4,7	-4,4	-5,9	-2,0	-5,6	-0,8	-8,6	-1,5	-2,4	-3,3	-6,4	0,0	-7,3
<i>Opravljene delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
2019 IV	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	-0,4	-0,3	-0,7
2020 I	-4,1	-3,6	-6,0	-0,6	-3,8	-5,4	-6,0	-1,5	-2,6	-4,3	-2,9	-2,4	-8,0
II	-14,3	-12,8	-20,9	-3,2	-13,9	-17,0	-23,3	-6,4	-5,0	-15,3	-12,4	-6,0	-24,1
III	-2,6	-2,4	-3,7	1,0	-3,0	-1,6	-4,6	-2,4	-1,5	-3,4	-3,0	-0,5	-3,8

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

% od skupaj v letu 2016	Zaposleni v milijonih	Podzaposlenost v odstotkih	Brezposelnost ¹⁾												Stopnja prostih delovnih mest ³⁾	
			Skupaj				Dolgo-trajno brezposelnih v % delovne sile ²⁾	Po starosti				Po spolu				
			V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
100,0			81,“		18,3		51,3		48,7							
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9		
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1		
2019	163,302	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,290	7,2	5,978	7,9	2,3		
2019 IV	163,376	3,4	11,979	7,3	3,2	9,756	6,5	2,223	15,6	6,110	7,0	5,869	7,7	2,2		
2020 I	162,278	3,4	11,737	7,2	3,1	9,521	6,4	2,217	15,7	5,970	6,9	5,768	7,6	1,9		
II	159,646	3,5	11,671	7,3	2,5	9,416	6,4	2,256	16,5	6,145	7,2	5,526	7,5	1,6		
III	.	.	14,027	8,6	.	11,444	7,6	2,582	18,5	7,117	8,1	6,909	9,1	.		
2020 maj	-	-	12,321	7,7	-	10,033	6,8	2,289	17,2	6,373	7,4	5,948	8,0	-		
jun.	-	-	12,747	7,9	-	10,378	7,0	2,369	17,6	6,580	7,6	6,167	8,3	-		
jul.	-	-	14,140	8,7	-	11,519	7,7	2,621	18,9	7,179	8,2	6,960	9,2	-		
avg.	-	-	14,029	8,6	-	11,425	7,6	2,603	18,6	7,130	8,1	6,899	9,1	-		
sep.	-	-	13,911	8,5	-	11,389	7,6	2,522	17,9	7,042	8,0	6,869	9,0	-		
okt.	-	-	13,825	8,4	-	11,274	7,5	2,551	18,0	7,032	8,0	6,793	8,9	-		

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Kjer letni in četrletni podatki iz ankete o delovni sili še niso bili objavljeni, so letni in četrletni podatki izpeljani kot navadno povprečje mesečnih podatkov. Zaradi tehničnih težav z uvanjanjem novega nemškega sistema integriranih anket gospodinjstev, vključno z anketo o delovni sili, podatki za euroobmočje od prvega četrletja 2020 vključujejo podatke iz Nemčije, ki niso neposredne ocene na podlagi mikropodatkov iz ankete o delovni sili, ampak temelijo na večjem vzorcu, ki vključuje tudi podatke iz drugih integriranih anket gospodinjstev.

2) Nedesezonirano.

3) Stopnja prostih delovnih mest je enaka številu prostih delovnih mest, deljeno z vsoto števila zasedenih delovnih mest in števila prostih delovnih mest, izražena v odstotkih. Podatki niso desezonirani in zajemajo industrijo, gradbeništvo in storitve (bez gospodinjstev kot delodajalcev ter ekstrateritorialnih organizacij in organov).

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

% od skupaj v letu 2015	Industrija brez gradbeništva						Gradbeništvo	Kazalnik ECB o novih naročilih v industriji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov				
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobakni izdelki	Neživila	Goriva					
	Predelovalne dejavnosti	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0				
Medletne spremembe v odstotkih																	
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,0	7,9	2,5	1,6	3,4	0,8	5,7				
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9				
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,4	0,9	3,6	0,7	1,8				
2019 IV	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	1,9	-2,4	0,0	-5,9	2,1	0,6	3,5	-0,8	12,5				
2020 I	-6,1	-6,1	-5,3	-10,2	-0,7	-5,6	-3,8	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4				
II	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,3	-10,6	-15,4	-26,4	-6,8	3,0	-11,1	-29,3	-50,8				
III	-6,8	-7,1	-5,8	-11,6	-1,7	-4,9	-2,9	-8,0	2,3	2,6	3,2	-5,1	-6,9				
2020 maj	-20,3	-21,5	-19,4	-27,9	-14,6	-10,6	-10,4	-28,3	-2,7	5,8	-5,9	-26,9	-48,5				
jun.	-11,8	-12,3	-12,6	-15,4	-7,2	-7,5	-4,5	-13,4	1,5	1,0	4,0	-14,0	-28,1				
jul.	-6,8	-7,1	-8,6	-9,1	-1,4	-5,7	-3,3	-10,4	0,0	1,2	0,0	-6,0	-3,8				
avg.	-6,7	-7,2	-5,0	-12,5	-2,2	-4,6	0,4	-7,1	4,4	3,6	6,2	-3,7	-15,7				
sep.	-6,8	-7,2	-3,7	-13,3	-1,5	-4,5	-2,5	-6,5	2,5	2,9	3,2	-5,6	-1,8				
okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,3	5,1	5,4	-9,6	-4,8				
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																	
2020 maj	12,5	13,6	10,1	25,7	5,9	2,9	29,1	11,8	20,2	2,5	38,9	38,5	138,7				
jun.	9,5	10,3	7,1	14,5	6,2	2,9	5,7	20,9	5,7	-3,2	12,0	19,6	39,9				
jul.	5,3	5,9	5,1	6,9	5,0	1,6	0,0	2,2	-1,6	0,0	-4,3	9,1	29,3				
avg.	0,6	0,4	3,1	-1,7	-0,5	1,2	3,9	4,0	4,2	2,3	5,5	2,2	-0,2				
sep.	-0,4	-0,3	0,5	0,6	1,2	-1,0	-2,9	0,4	-1,7	-1,4	-1,9	-1,5	1,7				
okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5	2,0	2,0	-3,7	2,9				

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)							Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)				
	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 IV	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 I	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
II	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
III	86,9	-13,5	74,2	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
2020 jun.	75,8	-21,6	-	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	-	47,4	48,9	48,3	48,5
jul.	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,5	51,8	55,3	54,7	54,9
avg.	87,5	-12,8	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9
sep.	90,9	-11,4	-	-13,9	-9,5	-8,6	-11,2	-	53,7	57,1	48,0	50,4
okt.	91,1	-9,2	76,3	-15,5	-8,3	-6,9	-12,1	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
nov.	87,6	-10,1	-	-17,6	-9,3	-12,7	-17,3	-	53,8	55,3	41,7	45,3

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) (stolpci 1–8) in Markit (stolpcii 9–12).

3.7 Povzetek kontov gospodinjstev in nefinančnih družb (tekoče cene, razen če je navedeno drugače; ni desezonirano)

Stopnja varčevanja (bruto)	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka ¹⁾	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,2	93,7	1,7	2,3	5,4	4,6	4,6	35,1	6,9	77,2	4,1	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,6	4,6	35,5	5,9	77,8	1,9	7,0	1,4
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	3,5	1,9
2019 III	12,9	93,5	2,2	2,5	4,3	4,7	3,8	34,9	5,7	79,2	1,8	0,6	1,6
IV	12,9	93,8	1,0	2,6	2,7	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	-8,1	1,9
2020 I	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,2	3,0	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	0,0	2,1
II	16,5	94,9	-3,6	3,3	-14,2	4,0	4,3	31,0	4,1	83,3	2,6	-28,5	1,8

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

3.8 Plaćilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalski račun

(v milijardah EUR; desezonirano, če ni navedeno drugače; transakcije)

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki 1	Izdatki 2	Saldo 3	Prejemki 4	Izdatki 5	Prejemki 6	Izdatki 7	Prejemki 8	Izdatki 9	Prejemki 10	Izdatki 11	Prejemki 12	Izdatki 13
2019 IV	1.099,3	1.034,8	64,4	610,2	519,7	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020 I	1.058,4	1.007,1	51,3	587,0	497,2	241,4	251,7	200,7	192,4	29,4	65,8	10,8	10,8
II	859,8	816,5	43,3	466,9	413,1	190,4	182,1	176,4	152,6	26,1	68,7	10,5	15,3
III	945,8	883,0	62,8	553,5	460,3	198,4	183,3	165,6	176,4	28,3	63,0	10,5	8,0
2020 apr.	273,1	263,9	9,3	141,8	130,6	61,4	60,5	61,0	50,4	8,9	22,4	3,8	5,8
maj	285,2	270,2	15,0	155,8	137,3	63,4	59,9	58,1	47,2	7,9	25,8	3,5	4,5
jun.	301,5	282,4	19,1	169,3	145,2	65,6	61,7	57,3	55,0	9,2	20,5	3,3	5,0
jul.	310,8	294,0	16,8	179,9	150,5	65,9	60,9	55,5	61,0	9,5	21,6	3,3	3,1
avg.	312,3	291,4	20,9	183,2	152,1	64,2	60,6	55,6	58,8	9,3	20,0	4,1	1,8
sep.	322,8	297,6	25,2	190,4	157,7	68,4	61,8	54,5	56,7	9,5	21,4	3,1	3,0
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2020 sep.	3.963,3	3.741,5	221,8	2.217,6	1.890,3	884,2	864,5	748,6	726,8	113,0	259,9	48,3	53,1
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2020 sep.	34,7	32,7	1,9	19,4	16,5	7,7	7,6	6,5	6,4	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Ni desezonirano.

3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)¹⁾, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov²⁾

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Blago za vmesno porabo		
				1	2	3		7	8	9	10		12	13	
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2019 IV	2,2	-1,9	592,5	276,0	125,5	179,5	496,9	526,0	291,4	86,6	139,0	385,9	61,0		
2020 I	-1,6	-4,0	578,4	275,3	115,7	176,1	480,5	507,6	284,0	82,8	133,9	370,6	56,4		
II	-23,6	-21,5	446,8	218,1	87,2	132,8	369,0	422,9	220,2	77,2	118,7	319,4	26,3		
III	-8,6	-11,6	531,7	.	.	.	447,9	468,1	.	.	.	357,2	.		
2020 apr.	-29,9	-25,3	135,5	69,7	26,4	37,6	109,6	135,5	72,8	24,8	36,2	99,6	7,9		
maj	-29,8	-26,6	147,7	71,9	28,8	44,2	123,3	139,5	71,6	25,4	39,9	106,9	7,8		
jun.	-10,5	-12,1	163,5	76,6	32,0	51,0	136,1	147,9	75,8	27,0	42,5	112,8	10,5		
jul.	-10,4	-14,3	173,0	80,0	34,9	54,5	145,5	154,3	79,8	27,9	43,6	116,8	11,4		
avg.	-12,6	-13,6	175,8	81,6	35,7	54,2	147,5	154,8	79,5	27,6	44,4	119,4	11,9		
sep.	-3,1	-7,1	182,9	.	.	.	154,9	159,0	.	.	.	121,0	.		
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2019 IV	0,0	-1,8	107,3	108,1	108,7	106,1	107,1	107,2	105,2	105,8	113,3	110,1	96,7		
2020 I	-4,0	-4,7	103,7	106,7	100,1	102,6	102,2	103,9	103,7	100,4	108,6	105,0	98,3		
II	-23,6	-16,4	81,6	86,6	75,7	78,9	79,1	92,1	89,8	94,3	96,7	91,1	81,5		
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 mar.	-7,8	-8,8	98,7	104,1	91,6	95,0	95,2	97,5	98,3	94,4	100,6	95,8	92,4		
apr.	-29,9	-20,0	74,2	82,7	67,9	67,4	70,3	88,7	89,6	89,1	89,0	84,7	83,0		
maj	-29,7	-20,9	81,0	85,5	75,7	78,6	79,2	91,9	89,0	93,3	97,4	91,6	80,2		
jun.	-10,6	-7,7	89,7	91,5	83,5	90,7	87,7	95,7	90,8	100,6	103,7	96,9	81,4		
jul.	-9,7	-10,3	95,5	95,6	92,0	98,1	94,6	100,0	95,1	103,9	107,7	101,3	79,6		
avg.	-10,9	-9,8	97,9	98,7	94,5	98,0	96,9	100,5	95,2	102,6	109,8	103,5	81,5		

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijsko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2019	100,0	100,0	71,1	55,1	44,9	100,0	14,6	4,4	26,2	9,8	44,9	87,6	12,4
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 IV	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 I	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,3	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
II	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,7	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
III	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,2	-0,1	0,4
2020 jun.	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4
jul.	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,3	-1,9	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4
avg.	104,9	-0,2	0,4	-0,9	0,7	-0,5	0,0	0,1	-1,7	0,0	0,0	-0,2	0,3
sep.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4
okt.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6
nov. ³⁾	104,8	-0,3	0,2	.	0,6	0,1	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,2	.	.
% od skupaj v letu 2019	Blago							Storitve					
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobačnimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% od skupaj v letu 2019	19,1	14,6	4,4	36,1	26,2	9,8	10,9	6,6	7,4	2,6	15,4	8,5	.
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	.
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	.
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	.
2019 IV	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	.
2020 I	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5	.
II	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5	.
III	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4	.
2020 jun.	3,2	2,3	6,0	-2,4	0,2	-9,3	1,4	1,3	1,1	0,3	1,2	1,5	.
jul.	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5	.
avg.	1,7	1,5	2,3	-2,3	-0,1	-7,8	1,3	1,2	-0,8	-0,8	0,7	1,4	.
sep.	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,6	-0,8	0,3	1,3	.
okt.	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,3	.
nov. ³⁾	1,9	1,3	4,2	.	-0,3	-8,4	.	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in prvih informacij o cenah energentov.

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾										Gradbe- ništvo ²⁾	Cene stanovanj ³⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ³⁾			
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov													
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo				Ener- genti							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% od skupaj v letu 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	4,4	4,7			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6			
2019 IV	104,4	-1,4	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-6,0	1,9	4,3	4,2			
2020 I	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9			
II	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	1,0	5,1	5,8			
III	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	.	.	.			
2020 maj	99,7	-5,0	-3,5	-0,7	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,3	-	-	-			
jun.	100,5	-3,7	-2,3	-0,6	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,5	-12,8	-	-	-			
jul.	101,2	-3,2	-2,0	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,6	-10,9	-	-	-			
avg.	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-8,7	-	-	-			
sep.	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,7	-8,3	-	-	-			
okt.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,6	-	-	-			

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

1) Na domačem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

3) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deset- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena naftne (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)						
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾		Tehtano z uvozom ²⁾			Tehtano s porabo ²⁾			
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% od skupaj									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,4	1,3	1,6	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,6	-1,7	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2019 IV	105,9	1,7	1,2	1,0	1,7	1,4	0,3	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,0	13,4	-3,6
2020 I	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,9	-0,1	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
II	107,4	2,4	1,4	0,7	4,8	1,4	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
III	106,5	1,0	0,7	0,2	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
2020 jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,6	1,8	-4,6	-3,0	-0,6	-5,7
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-1,9	-0,5	-3,2	-3,9	-3,7	-4,2
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	4,9	2,2	7,3	1,9	-1,4	5,6
sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,8	2,8	2,9	0,0	-1,2	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,6	0,5	6,6	-1,7	-7,1	5,0

Viri: Eurostat, izračuni ECB in Bloomberg (stolpec 9).

1) Deflatorji za izvoz in uvoz se nanašajo na blago in storitve ter vključujejo tudi čezmejno trgovino v euroobmočju.

2) Tehtano z uvozom: nanaša se na povprečno strukturo uvoza v obdobju 2009-2011; tehtano s porabo: nanaša se na povprečno strukturo domačega povpraševanja v obdobju 2009-2011.

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7	
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6	
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7	
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4	
2019 IV	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0	
2020 I	2,0	6,6	7,4	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7	
II	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3	
III	-1,5	0,9	-0,7	-7,8	12,5	49,4	52,9	49,3	47,7	
2020 jun.	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3	
jul.	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8	
avg.	-2,1	0,7	-1,1	-7,5	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2	
sep.	-1,3	2,6	-1,0	-6,0	11,0	50,6	53,0	49,6	47,1	
okt.	0,7	3,1	-2,3	-7,0	9,3	52,9	53,1	50,5	48,7	
nov.	0,2	1,2	-4,2	-8,3	7,0	55,9	51,5	51,6	47,7	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2016 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	7	
2017	101,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5	
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0	
2019	106,8	2,5	2,6	1,9	2,4	2,8	2,2	
2019 IV	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0	
2020 I	103,3	3,7	3,9	3,1	3,3	4,6	1,9	
II	115,7	4,2	5,2	0,9	4,1	4,3	1,7	
III							1,6	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Cene in stroški

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									Umetnost, zabava in druge storitve
			Kme- tijstvo, gozdar- stvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elek- trično in javne gospodarske službe	Gradbe- ništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informa- cijske in komuni- kacijske dejavnosti	Finančne in zavar- valniške dejavnosti	Poslo- vanje z nepremični- nimi	Strokovne, poslovne in podpor- ne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,7	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,7	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,5
2019	110,4	1,9	-1,0	3,3	0,9	1,4	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	2,0
2019 IV	110,9	1,7	-0,1	2,6	0,9	1,1	0,0	0,9	-0,5	1,7	2,7	2,4
2020 I	114,0	4,3	-1,3	4,3	2,3	5,1	2,5	-0,3	1,1	4,4	4,9	7,1
II	119,3	8,4	-2,5	11,5	7,2	11,9	3,1	1,1	-5,0	9,4	10,8	21,6
III	113,9	2,9	-0,6	1,8	5,7	4,0	-0,5	-0,6	3,1	6,2	2,4	12,5
Sredstva za zaposlene												
2017	111,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,4	2,3	1,2	2,5	2,6	1,8	2,0
2018	113,6	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	115,9	1,9	1,8	1,5	2,0	2,1	1,9	2,1	2,6	1,4	2,1	2,7
2019 IV	116,7	1,7	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	2,3	2,6
2020 I	115,7	0,6	0,9	-0,4	-1,5	-1,1	2,2	-0,8	2,5	1,3	2,2	0,4
II	110,2	-4,7	0,6	-7,6	-7,6	-11,8	-2,4	-1,4	-5,3	-6,0	1,4	-7,1
III	117,1	0,6	2,4	-1,5	1,3	-1,1	0,4	0,0	2,6	0,6	2,0	2,1
Produktivnost dela na zaposlenega												
2017	104,5	1,0	0,9	2,5	0,7	1,0	3,2	3,3	-1,6	1,3	0,0	1,0
2018	104,9	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,8	-0,2	0,7
2019	105,0	0,1	2,8	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,4	0,7
2019 IV	105,2	0,0	2,4	-1,6	0,5	0,5	1,6	0,7	1,9	-0,4	-0,4	0,2
2020 I	101,5	-3,5	2,3	-4,5	-3,7	-5,9	-0,3	-0,4	1,4	-3,0	-2,5	-6,3
II	92,4	-12,1	3,1	-17,2	-13,8	-21,2	-5,3	-2,4	-0,3	-14,1	-8,5	-23,6
III	102,9	-2,2	3,0	-3,3	-4,2	-4,9	0,9	0,6	-0,5	-5,2	-0,3	-9,3
Sredstva za delovno uro												
2017	113,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,4
2018	115,2	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,1	2,7
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,7	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 IV	118,3	2,0	2,3	1,7	2,0	1,8	2,0	1,5	1,1	1,6	2,6	3,5
2020 I	121,2	4,3	3,7	3,3	3,4	4,0	3,4	1,5	6,0	3,7	4,7	8,3
II	128,1	9,3	4,7	6,5	8,4	12,6	3,9	3,1	6,2	5,9	7,0	16,6
III	121,5	3,0	2,0	1,4	2,0	3,7	2,8	1,1	5,3	3,5	2,3	5,5
Produktivnost dela na uro												
2017	106,8	1,5	1,2	2,8	0,8	1,7	3,3	3,9	-1,5	1,5	0,6	1,4
2018	107,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,4
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	0,9
2019 IV	107,6	0,5	2,7	-0,8	1,4	1,0	1,6	0,8	0,5	0,0	-0,1	1,0
2020 I	107,7	0,6	2,9	-0,7	1,8	0,1	1,1	2,2	6,0	-0,1	-0,1	1,9
II	110,1	2,6	6,6	-3,8	3,9	2,8	1,1	2,7	17,6	-1,9	-2,6	0,6
III	107,8	0,4	2,0	-0,3	-2,7	-0,3	3,3	2,2	3,0	-2,3	0,2	-5,7

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2				M3-M2							
	M1		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Stanja											
2017	1.112,6	6.636,4	7.749,0	1.198,7	2.261,3	3.460,0	11.209,0	74,6	509,6	80,7	664,8	11.873,9
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,5	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13.011,3
2019 IV	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,5	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13.011,3
2020 I	1.265,3	8.079,2	9.344,5	1.075,3	2.368,6	3.443,9	12.788,3	109,9	537,3	50,3	697,5	13.485,8
II	1.302,8	8.425,1	9.727,9	1.075,5	2.400,9	3.476,4	13.204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13.898,9
III	1.330,5	8.617,1	9.947,6	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,8
2020 maj	1.293,4	8.339,3	9.632,8	1.095,6	2.389,4	3.485,0	13.117,8	95,7	560,0	23,9	679,6	13.797,4
jun.	1.302,8	8.425,1	9.727,9	1.075,5	2.400,9	3.476,4	13.204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13.898,9
jul.	1.310,7	8.464,9	9.775,6	1.080,2	2.406,9	3.487,1	13.262,7	106,2	595,8	6,0	707,9	13.970,6
avg.	1.321,7	8.528,8	9.850,5	1.047,6	2.414,7	3.462,4	13.312,8	91,7	593,7	5,5	690,9	14.003,7
sep.	1.330,5	8.617,1	9.947,6	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,8
okt. ^(p)	1.338,2	8.681,8	10.020,0	1.060,3	2.431,7	3.492,0	13.512,0	96,3	613,9	15,3	725,5	14.237,5
	Transakcije											
2017	36,5	592,2	628,7	-108,7	34,2	-74,5	554,3	6,5	-11,3	-15,8	-20,6	533,7
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,4
2019 IV	17,8	130,5	148,3	-31,4	9,6	-21,8	126,5	4,6	-14,5	-1,0	-10,9	115,6
2020 I	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,0	397,5	30,9	8,3	28,9	68,1	465,6
II	37,5	342,9	380,4	2,1	32,7	34,8	415,3	-14,1	45,1	-34,0	-3,0	412,3
III	27,7	269,1	296,8	5,7	22,9	28,5	325,4	5,9	29,8	-14,1	21,6	347,0
2020 maj	16,2	109,4	125,6	26,7	10,3	37,1	162,6	2,4	9,8	-9,5	2,7	165,4
jun.	9,4	87,4	96,8	-19,5	11,5	-8,0	88,8	-0,2	22,3	-7,2	14,9	103,7
jul.	7,9	118,8	126,8	9,4	6,2	15,6	142,3	12,0	13,5	-9,2	16,3	158,6
avg.	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,4	-17,6	35,5
sep.	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,5	22,9	152,8
okt. ^(p)	7,6	63,7	71,3	-18,1	8,4	-9,7	61,6	-4,1	1,1	14,0	11,0	72,7
	Stopnje rasti											
2017	3,4	9,8	8,8	-8,2	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,2	-17,3	-3,0	4,7
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2019 IV	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020 I	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,1	59,0	10,0	7,5
II	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3
III	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
2020 maj	9,2	13,1	12,5	-2,6	2,2	0,7	9,1	35,7	5,9	-37,9	6,2	9,0
jun.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3
jul.	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,4	10,9	10,1
avg.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-70,6	7,8	9,5
sep.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
okt. ^(p)	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-67,0	14,0	10,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2017	2.241,5	1.798,6	285,0	149,1	8,8	6.317,9	3.703,1	561,9	2.052,2	0,8	987,7	208,2	415,8
2018	2.334,2	1.901,4	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,7	217,1	468,0
2019 IV	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,7	217,1	468,0
2020 I	2.610,8	2.191,4	264,0	147,9	7,6	7.173,7	4.535,9	472,2	2.165,0	0,6	1.151,5	224,3	472,6
II	2.869,9	2.396,7	318,6	148,4	6,2	7.349,4	4.683,7	462,7	2.202,1	0,9	1.084,9	226,5	466,0
III	2.958,3	2.481,2	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,4	240,4	469,6
2020 maj	2.821,4	2.352,1	317,0	147,5	4,9	7.301,0	4.644,2	465,0	2.190,9	0,9	1.104,2	232,2	461,2
jun.	2.869,9	2.396,7	318,6	148,4	6,2	7.349,4	4.683,7	462,7	2.202,1	0,9	1.084,9	226,5	466,0
jul.	2.918,6	2.434,2	331,8	147,2	5,3	7.395,6	4.728,0	456,2	2.210,3	1,1	1.028,2	241,4	474,4
avg.	2.937,5	2.462,5	323,7	146,9	4,3	7.437,8	4.768,3	450,7	2.217,7	1,1	1.005,9	233,7	467,9
sep.	2.958,3	2.481,2	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,4	240,4	469,6
okt. ^(p)	2.968,9	2.488,0	328,8	147,0	5,1	7.534,1	4.856,4	443,3	2.233,4	1,1	1.051,6	237,2	478,4
Transakcije													
2017	182,3	184,0	-1,8	-0,8	1,0	255,0	305,2	-82,1	33,4	-1,5	51,6	8,0	27,3
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2019 IV	34,4	38,7	-3,2	-1,9	0,8	85,7	84,2	-11,9	13,5	-0,2	-6,7	-2,4	2,5
2020 I	125,9	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
II	261,2	206,7	55,4	0,5	-1,3	177,6	149,0	-9,2	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
III	94,7	88,6	6,6	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 maj	106,9	75,5	32,5	0,3	-1,4	52,9	43,1	-2,0	11,8	0,0	-10,2	4,4	-5,1
jun.	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,4	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,8
jul.	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,3	0,2	17,1	15,7	8,5
avg.	18,5	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,4	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
sep.	20,0	18,5	-1,0	0,1	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
okt. ^(p)	9,2	6,6	4,2	0,1	-1,8	42,9	39,5	-3,3	6,6	0,1	-7,6	-3,2	8,7
Stopnje rasti													
2017	8,7	11,3	-0,7	-0,5	12,3	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,3	5,4	4,0	7,1
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2019 IV	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020 I	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
II	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
III	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
2020 maj	17,6	19,1	18,3	-2,0	-31,5	7,0	10,9	-9,3	3,2	-38,4	9,7	7,3	-0,1
jun.	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
jul.	20,5	21,5	27,2	-2,8	-15,6	7,4	11,3	-10,2	3,8	-39,9	8,7	10,2	3,5
avg.	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
sep.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
okt. ^(p)	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,3	-34,0	7,3	7,1	2,4

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju								Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila				Dolžniški vrednostni papirji							
					Skupaj	Prilagojena posojila ²⁾	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
Stanja																
2017	4.623,3	1.034,2	3.575,2	13.114,4	10.870,9	11.166,3	4.325,7	5.600,3	836,5	108,5	1.442,0	801,5				
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.405,0	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6				
2019	4.660,6	986,8	3.662,1	13.865,7	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,7	850,4				
2019 IV	4.660,6	986,8	3.662,1	13.865,7	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,7	850,4				
2020 I	4.794,5	1.007,2	3.775,6	14.056,3	11.692,1	12.068,0	4.604,9	5.965,5	960,8	160,9	1.565,2	799,0				
II	5.279,0	1.005,9	4.261,4	14.242,1	11.780,6	12.163,1	4.718,2	5.995,6	912,6	154,2	1.644,9	816,5				
III	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,3	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.519,1	814,3				
2020 maj	5.118,5	1.012,2	4.094,6	14.227,9	11.805,6	12.179,9	4.716,4	5.981,9	953,0	154,4	1.625,8	796,6				
jun.	5.279,0	1.005,9	4.261,4	14.242,1	11.780,6	12.163,1	4.718,2	5.995,6	912,6	154,2	1.644,9	816,5				
jul.	5.563,8	1.004,6	4.547,4	14.117,4	11.808,6	12.179,6	4.727,6	6.016,4	910,0	154,5	1.491,9	816,9				
avg.	5.622,7	1.000,7	4.610,2	14.173,2	11.841,5	12.205,3	4.750,4	6.031,4	904,3	155,4	1.514,8	816,9				
sep.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,3	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.519,1	814,3				
okt. ^(p)	5.804,1	1.003,8	4.788,5	14.229,4	11.898,2	12.257,8	4.738,7	6.091,4	909,3	158,8	1.527,0	804,2				
Transakcije																
2017	289,1	-43,6	332,0	363,1	274,4	316,6	85,4	173,3	19,3	-3,6	63,8	24,9				
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,2	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1				
2019	-87,3	-23,3	-64,4	452,6	378,4	422,4	115,7	200,5	41,3	21,1	30,8	43,4				
2019 IV	12,9	-14,6	27,4	94,3	78,9	103,3	6,3	59,0	7,7	5,9	-0,4	15,8				
2020 I	145,5	19,7	125,8	237,8	249,3	242,7	135,5	40,5	64,5	8,8	19,8	-31,3				
II	465,2	-1,8	467,0	182,3	96,5	103,6	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,7	11,2				
III	258,9	-2,8	261,7	154,1	104,6	86,9	29,1	71,9	0,6	3,0	44,4	5,0				
2020 maj	143,4	-1,6	145,0	101,3	78,1	76,0	50,1	22,1	7,5	-1,5	18,1	5,1				
jun.	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	16,9	17,1				
jul.	97,1	-1,4	98,4	63,8	43,3	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	18,0	2,4				
avg.	65,7	-3,7	69,4	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4				
sep.	96,1	2,3	93,9	29,8	25,3	21,1	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8				
okt. ^(p)	55,3	1,1	54,1	36,2	31,6	35,4	7,5	26,1	-3,8	1,8	11,8	-7,2				
Stopnje rasti																
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2				
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6				
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5				
2019 IV	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5				
2020 I	1,6	0,4	2,0	4,2	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,7				
II	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6				
III	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1				
2020 maj	9,7	1,1	12,1	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,6	20,9	6,8	-2,3				
jun.	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6				
jul.	15,5	0,2	19,8	4,9	4,7	4,7	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4				
avg.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,5	4,6	6,5	3,3	2,2	10,7	10,7	1,0				
sep.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1				
okt. ^(p)	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,6	14,1	10,3	-1,3				

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč se sestavo euroobmočja.

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

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

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

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
	1	2				3	4			
Stanja										
2017	4.325,7	4.360,0	985,1	821,6	2.518,9	5.600,3	5.867,2	655,0	4.216,1	729,2
2018	4.405,0	4.489,1	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.578,4	968,3	877,7	2.629,8	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2019 IV	4.475,8	4.578,4	968,3	877,7	2.629,8	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2020 I	4.604,9	4.706,4	1.003,6	917,2	2.684,1	5.965,5	6.254,1	715,2	4.565,1	685,3
II	4.718,2	4.830,2	958,5	993,0	2.766,7	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,9	690,6
III	4.731,7	4.845,2	930,5	1.014,5	2.786,7	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,6	695,9
2020 maj	4.716,4	4.819,0	964,1	998,8	2.753,4	5.981,9	6.264,8	698,9	4.593,3	689,6
jun.	4.718,2	4.830,2	958,5	993,0	2.766,7	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,9	690,6
jul.	4.727,6	4.835,3	950,1	997,4	2.780,2	6.016,4	6.291,3	704,4	4.621,6	690,4
avg.	4.750,4	4.858,8	943,3	1.015,5	2.791,6	6.031,4	6.307,2	702,6	4.632,8	696,0
sep.	4.731,7	4.845,2	930,5	1.014,5	2.786,7	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,6	695,9
okt. ^(p)	4.738,7	4.845,7	917,3	1.010,3	2.811,1	6.091,4	6.358,2	704,6	4.690,1	696,7
Transakcije										
2017	85,4	135,2	0,2	39,2	46,1	173,3	165,5	45,2	133,9	-5,8
2018	124,1	175,9	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,7	143,3	-12,4	43,3	84,8	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,2
2019 IV	6,3	21,6	-8,5	8,6	6,2	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020 I	135,5	136,4	32,9	44,1	58,4	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,9
II	120,7	131,0	-38,8	81,0	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,2	8,9
III	29,1	34,1	-22,6	16,0	35,7	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020 maj	50,1	47,6	-22,1	38,7	33,5	22,1	16,8	-1,1	18,4	4,8
jun.	3,6	14,2	-1,5	-4,7	9,8	17,9	16,6	3,4	11,7	2,9
jul.	19,0	16,8	-7,1	7,0	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
avg.	21,8	22,8	-2,6	8,3	16,2	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
sep.	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
okt. ^(p)	7,5	1,7	-12,9	-3,8	24,1	26,1	25,2	2,3	22,4	1,4
Stopnje rasti										
2017	2,0	3,2	0,0	5,0	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 IV	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 I	5,0	5,5	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
II	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
III	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
2020 maj	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,2	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
jun.	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
jul.	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,5	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
avg.	6,5	7,1	-3,3	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
sep.	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
okt. ^(p)	6,3	6,8	-5,1	16,3	7,2	3,6	3,1	-0,1	4,5	1,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

5 Denarna statistika

5.5 Protipostavke M3 (brez posojil drugim finančnim posrednikom v euroobmočju)¹⁾

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

Enote centralne ravni države ²⁾	Obveznosti DFI					Neto tuja aktiva	Sredstva DFI			
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj	Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2017	347,6	6.769,9	1.966,9	59,8	2.017,9	2.725,3	930,7	323,0	143,5	92,5
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,1	7.060,0	1.945,9	50,1	2.156,7	2.907,3	1.455,7	453,4	178,9	187,2
2019 IV	364,1	7.060,0	1.945,9	50,1	2.156,7	2.907,3	1.455,7	453,4	178,9	187,2
2020 I	409,5	7.036,4	1.936,8	47,2	2.120,0	2.932,4	1.563,2	517,7	183,7	196,5
II	673,3	7.041,1	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.559,6	532,7	159,2	174,3
III	806,2	7.040,9	1.935,5	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,6	139,9	147,3
2020 maj	600,3	7.047,2	1.934,3	45,2	2.101,4	2.966,3	1.552,8	545,6	196,5	211,4
jun.	673,3	7.041,1	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.559,6	532,7	159,2	174,3
jul.	756,1	7.046,5	1.936,5	43,6	2.047,0	3.019,5	1.536,6	555,5	162,3	174,1
avg.	819,5	7.028,7	1.940,2	43,1	2.033,6	3.011,8	1.552,2	503,7	170,4	177,6
sep.	806,2	7.040,9	1.935,5	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,6	139,9	147,3
okt. ^(p)	864,3	7.037,5	1.931,7	42,7	2.037,4	3.025,6	1.574,0	531,9	148,7	154,4
Transakcije										
2017	41,8	-73,6	-83,5	-6,6	-71,1	87,5	-96,7	-53,5	-61,2	-28,5
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,4	106,1	-5,3	-3,3	27,6	87,1	309,4	17,3	-2,7	-2,5
2019 IV	-21,1	4,2	-1,5	-3,4	-11,6	20,7	-3,9	-4,6	-5,3	-10,9
2020 I	45,7	-46,4	-6,7	-2,9	-47,6	10,8	68,3	13,3	4,7	9,3
II	264,0	-1,8	-2,4	-3,1	-14,4	18,0	-33,2	60,1	-24,5	-22,2
III	69,2	8,0	-0,3	-1,1	0,6	8,8	28,2	-17,0	-19,3	-27,1
2020 maj	79,6	14,6	4,1	-1,0	-7,4	18,9	2,3	12,6	8,9	8,1
jun.	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,5	8,5	8,2	7,5	-37,3	-37,0
jul.	19,3	-6,2	1,5	-0,5	-8,1	1,0	-26,8	37,7	3,2	-0,2
avg.	63,3	4,0	4,2	-0,5	-10,5	10,8	33,2	-56,6	8,1	3,5
sep.	-13,5	10,2	-6,0	-0,1	19,2	-2,9	21,8	1,9	-30,5	-30,3
okt. ^(p)	58,2	-13,4	-2,8	-0,3	-23,0	12,7	2,0	24,0	8,8	7,2
Stopnje rasti										
2017	13,4	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2019 IV	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020 I	11,7	0,2	-0,1	-11,1	-2,6	2,8	-	-	-0,3	0,6
II	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
III	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
2020 maj	63,3	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
jun.	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
jul.	85,5	-0,5	0,0	-20,3	-4,1	2,1	-	-	-15,3	-15,6
avg.	89,8	-0,1	1,3	-20,6	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
sep.	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
okt. ^(p)	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	-	-	-32,8	-34,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 III	-0,8	.	.	.	.	0,9
IV	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 I	-1,1	.	.	.	.	0,5
II	-3,7	.	.	.	.	-2,1

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Odhodki							Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki				Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki						
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	Sredstva za zaposlene			Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8	
2019 III	46,4	45,9	12,8	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,7	22,4	3,8	
IV	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8	
2020 I	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,6	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8	
II	46,7	46,2	13,0	12,9	15,4	0,5	50,4	46,5	10,4	5,7	1,6	24,0	3,9	

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj	Finančni instrument			Imetnik		Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
		Gotovina in vioge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki DFI	Drugi upniki	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 leto	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 III	85,8	3,2	13,3	69,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 I	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	95,1	3,2	14,4	77,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga ²⁾	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno								
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6			
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9			
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8			
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9			
2019 III	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4			
IV	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9			
2020 I	-0,1	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8			
II	8,9	2,1	3,5	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,7	3,4	7,4			

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

	Servisiranje dolga do enega leta ²⁾					Povprečna preostala zapadlost ³⁾	Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾					Transakcije	
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje		Transakcije				
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	Do 1 leta	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 III	12,7	11,2	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
IV	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 I	12,3	10,9	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
II	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
2020 maj	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	1,1
jun.	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
jul.	14,5	13,1	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,0
avg.	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
sep.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,1	2,3	2,1	0,1	0,8
okt.	14,9	13,5	3,9	1,4	0,3	7,6	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,1	0,8

Viri: ECB.

1) Po nominalni vrednosti in nekonsolidirano znotraj sektorja širše opredeljene države.

2) Ne vključuje prihodnjih plačil iz dolžniških vrednostnih papirjev, ki še niso zapadli, ter predčasnih odkupov.

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

4) Stanje ob koncu obdobja; transakcije kot 12-mesečno povprečje

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

(kot odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2016	-2,4	1,2	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2019 III	-1,8	1,5	-0,7	0,6	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,0	
IV	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2020 I	-2,6	1,2	-0,9	0,0	1,1	-3,4	-3,6	-2,3	2,0	
II	-5,7	-1,4	-2,9	-2,1	-1,7	-6,9	-5,8	-4,7	-2,3	
Javni dolg										
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1	
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5	
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2	
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2019 III	102,2	61,0	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	136,8	96,5	
IV	98,7	59,6	8,4	57,4	176,6	95,5	98,1	134,7	94,0	
2020 I	104,3	61,1	8,9	59,0	176,9	99,0	101,3	137,6	96,1	
II	115,3	67,4	18,5	62,7	187,4	110,1	114,1	149,4	113,2	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 III	-1,4	-0,3	3,8	0,5	1,3	0,2	-0,2	0,7	-1,1	-1,9
IV	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,3	-1,0
2020 I	-0,7	-0,2	1,4	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
II	-1,7	-2,4	-1,8	-5,1	-1,5	-3,8	-1,9	-4,7	-3,6	-3,4
Javni dolg										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 III	37,1	35,4	20,0	42,9	49,3	71,1	119,6	67,7	48,8	60,1
IV	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,3	59,3
2020 I	37,1	33,0	22,2	44,0	49,5	73,1	119,5	69,0	49,6	64,3
II	42,9	41,4	23,8	51,1	55,2	82,6	126,1	78,2	60,2	68,7

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2020

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 9. december 2020.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-20-008-SL-N (pdf)