



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

# Ekonomski bilten

številka 8/2022



# Vsebina

<b>Ekonomska, finančna in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	9
2 Gospodarska aktivnost	16
3 Cene in stroški	24
4 Gibanja na finančnih trgih	32
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	38
6 Javnofinančna gibanja	46
<b>Okvirji</b>	<b>50</b>
1 Inflacijska gibanja v euroobmočju in ZDA	50
2 Hrvaška uvaja euro	57
3 Vpliv višjih cen energentov na potrošnjo storitev in proizvodov v euroobmočju	63
4 Dinamika plač v državah euroobmočja od začetka pandemije	67
5 Dostop podjetij do financiranja in gospodarski cikel: podatki iz ankete SAFE	72
6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. julija do 1. novembra 2022	78
7 Informacije o prihodnjih gibanjih posojil iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju	86
8 Osnutki proračunskih načrtov držav v euroobmočju za leto 2023 in posledice za javnofinančno politiko	94
<b>Članka</b>	<b>98</b>
1 The pandemic emergency purchase programme – an initial review	98
2 Wage developments and their determinants since the start of the pandemic	122
<b>Statistični podatki</b>	<b>S1</b>

# Ekonomska, finančna in denarna gibanja

## Povzetek

Svet ECB je 15. decembra 2022 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 50 bazičnih točk, na podlagi znatno navzgor popravljenih inflacijskih obetov pa pričakuje, da jih bo še dodatno zviševal. Svet ECB namreč ocenjuje, da bo treba obrestne mere še precej zviševati z enakomernim tempom, preden bodo dosegle ravni, ki so dovolj restriktivne, da bi se inflacija čimprej vrnila na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem obdobju. Z ohranjanjem obrestnih mer na restriktivnih ravneh se bo inflacija sčasoma znižala zaradi zaviranja povpraševanja. To bo preprečevalo tudi tveganje vztrajnega zviševanja inflacijskih pričakovanj. Prihodnji sklepi Sveta ECB o obrestnih merah denarne politike bodo še naprej temeljili na podatkih in se bodo sprejemali na vsaki seji posebej.

Ključne obrestne mere ECB so glavno orodje Sveta ECB pri določanju naravnosti denarne politike. Svet ECB je na decembrski seji razpravljal tudi o načelih, kako normalizirati Eurosistemova imetja vrednostnih papirjev za namene denarne politike. Od začetka marca 2023 dalje se bo portfelj v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) zmanjševal postopno in predvidljivo, saj Eurosistem ne bo ponovno investiral vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. Zmanjšanje bo do konca drugega četrtletja 2023 v povprečju znašalo 15 milijard EUR na mesec, sčasoma pa bo določena tudi dinamika v obdobju zatem.

Svet ECB bo na seji februarja 2023 objavil podrobne parametre zmanjševanja imetij v okviru programa APP. Svet ECB bo redno ocenjeval dinamiko zmanjševanja portfelja v okviru tega programa, da bi zagotovil nadaljnjo skladnost s splošno strategijo in naravnostjo denarne politike, da bi ohranil delovanje trga ter da bi še naprej trdno obvladoval kratkoročne razmere na denarnem trgu. Do konca leta 2023 bo Svet ECB pretehtal tudi operativni okvir, s katerim usmerja kratkoročne obrestne mere, tako da bo pridobil informacije o končni točki procesa normalizacije bilance stanja.

Svet ECB je na seji decembra 2022 sklenil, da zviša obrestne mere, in pričakuje, da jih bo še precej zviševal, ker je inflacija daleč previsoka in bo po projekcijah predolgo ostala nad ciljno ravni. Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija novembra znašala 10,0%, kar je rahlo manj, kot je bilo zabeleženo oktobra (10,6%). Znižanje je bilo predvsem rezultat nižje inflacije v skupini energentov. Inflacija v skupini hrane in temeljni cenovni pritiski v gospodarstvu so se okrepili in bodo še nekaj časa vztrajali. V okolju izjemne negotovosti so strokovnjaki Eurosistema projekcije inflacije precej popravili navzgor. Sedaj predvidevajo, da bo povprečna inflacija dosegla 8,4% v letu 2022, nato pa naj bi se znižala na 6,3% v letu 2023, saj se bo inflacija tekom leta predvidoma opazno zniževala. Inflacija bo po projekcijah v povprečju znašala 3,4% v letu 2024 in 2,3% v letu 2025. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v

povprečju znašala 3,9% v letu 2022, zatem naj bi se zvišala na 4,2% v letu 2023, nato pa naj bi upadla na 2,8% v letu 2024 in na 2,4% v letu 2025.

V zadnjem četrtletju 2022 in prvem četrtletju 2023 bi lahko prišlo do krčenja gospodarstva v euroobmočju zaradi energetske krize, visoke negotovosti, vse šibkejše svetovne gospodarske aktivnosti in strožjih pogojev financiranja. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje naj bi bila recesija razmeroma kratka in plitka. Vseeno bo rast leta 2023 predvidoma umirjena in je bila v primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje precej popravljena navzdol. Gledano dlje od kratkoročnega obdobja bo rast po projekcijah okrevala, ko bodo trenutni zaviralni dejavniki popustili. Gledano v celoti decembrske projekcije sedaj predvidevajo, da bo gospodarska rast znašala 3,4% v letu 2022, 0,5% v letu 2023, 1,9% v letu 2024 in 1,8% v letu 2025.

## Gospodarska aktivnost

Obeti za svetovno gospodarstvo so se poslabšali, čemur so botrovali povečana geopolitična negotovost, visoka in naraščajoča inflacija ter zaostreni pogoji financiranja. Po decembrskih projekcijah se bo realna stopnja rasti BDP na svetovni ravni (brez euroobmočja) v letu 2023 upočasnila na 2,6%, kar je pod dolgoročnim povprečjem, nato pa naj bi v letu 2024 in v letu 2025 postopno okrevala na 3,1% oziroma 3,3%. Takšni obeti so slabši od tistih iz septembrskih projekcij. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so se poslabšali tudi obeti za svetovno trgovinsko menjavo in zunanje povpraševanje. Svetovni cenovni pritiski ostajajo splošno razširjeni in povišani ob še vedno razmeroma močnem povpraševanju, pomanjkanju ustrezne delovne sile in visokih cenah hrane, vendar se bodo predvidoma zmanjšali, ko se bodo razmere na trgih primarnih surovin stabilizirale in bo rast oslabil. V okolju velike negotovosti je ravnovesje tveganj, ki obstajajo v osnovnem scenariju projekcij, nagnjeno v smeri upočasnjevanja svetovne rasti in krepitve svetovnih cenovnih pritiskov.

Gospodarska rast v euroobmočju se je v tretjem četrtletju leta upočasnila na 0,3%. Visoka inflacija in bolj zaostreni pogoji financiranja zavirajo potrošnjo in proizvodnjo z zniževanjem realnega dohodka gospodinjstev in zviševanjem stroškov za podjetja. Upočasnjuje se tudi svetovno gospodarstvo, saj se geopolitična negotovost, zlasti zaradi neupravičene agresije Rusije proti Ukrajini in Ukrajincem, nadaljuje, pogoji financiranja pa so povsod po svetu bolj zaostreni. Preteklo poslabševanje pogojev menjave zaradi hitrejše rasti uvoznih cen od izvoznih cen še naprej zavira kupno moč v euroobmočju.

Pozitivno je, da se je zaposlenost v tretjem četrtletju povečala za 0,3%, medtem ko je brezposelnost oktobra dosegla novo najnižjo raven (6,5%). Vse višje plače bodo predvidoma prispevale k delni obnovitvi izgubljene kupne moči, kar bo podpiralo potrošnjo. Ob slabljenju gospodarstva pa se bo ustvarjanje delovnih mest najverjetneje upočasnilo, brezposelnost pa bi se v prihodnjih četrtletjih lahko zvišala.

Gospodarski obeti za euroobmočje so se nekoliko poslabšali zaradi šibkejše rasti ter višje in vztrajnejše inflacije, kot je bilo predvideno v septembrskih projekcijah. Strokovnjaki po najnovjših podatkih pričakujejo kratko in plitko recesijo v euroobmočju ob prelomu leta. Ker gospodarske posledice vojne v Ukrajini še naprej prispevajo k močnim inflacijskim pritiskom, je zaupanje potrošnikov in podjetij ostalo oslabiljeno, medtem ko se realni razpoložljivi dohodek zmanjšuje, strmo povečanje stroškovnih pritiskov pa omejuje proizvodnjo, predvsem v energetske intenzivnih panogah. Negativne gospodarske posledice bodo predvidoma deloma ublažili ukrepi javnofinančne politike. Obenem visoka raven zaloga zemeljskega plina ter nadaljnja prizadevanja za zmanjšanje povpraševanja in nadomestitev ruskega plina z alternativnimi viri nakazujejo, da se bo euroobmočje v obdobju projekcij po pričakovanih izognilo obveznemu zmanjšanju proizvodnje zaradi pomanjkanja energentov, vseeno pa tveganja motenj v dobavi energentov ostajajo povečana, predvsem za zimo v obdobju 2023–2024. Ko se bo energetski trg srednjeročno ponovno uravnotežil, naj bi se negotovost zmanjšala, realni dohodek pa povečal. Zato bo gospodarska rast kljub manj ugodnim pogojem financiranja predvidoma zabeležila odboj, k temu pa bosta prispevala tudi krepitev zunanjšega povpraševanja in sprostitve preostalih ozkih grl v dobavnih verigah. Trg dela bo predvidoma ostal razmeroma odporen na prihajajočo blago recesijo, kar odraža kopičenje delovne sile ob še vedno velikem pomanjkanju delovne sile. Gledano v celoti se bo povprečna letna realna rast BDP po pričakovanih izrazito upočasnila s 3,4% v letu 2022 na 0,5% v letu 2023, nato pa bo zabeležila odboj na 1,9% v letu 2024 in 1,8% v letu 2025. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti za rast BDP za leto 2022 popravljeni navzgor za 0,3 odstotne točke zaradi pozitivnih presenečenj poleti, za leto 2023 pa so bili popravljeni navzdol za 0,4 odstotne točke, medtem ko za leto 2024 ostajajo nespremenjeni.

Po decembrskih projekcijah se bo proračunski saldo euroobmočja v letu 2023 poslabšal, nato pa naj bi se izboljšal, medtem ko se bo javni dolg v celotnem obdobju projekcij zmanjševal. Po ocenjenem izboljšanju v letu 2022 (z  $-5,1\%$  BDP v letu 2021 na  $-3,5\%$  v letu 2022) naj bi proračunski saldo v letu 2023 znašal  $-3,7\%$ . Nadaljnje izboljšanje se pričakuje leta 2024 in v manjši meri leta 2025, ko naj bi proračunski saldo znašal  $-2,6\%$  BDP. Kljub temu je to še vedno precej večji primanjkljaj kot pred pandemijo ( $-0,6\%$ ). Po skokovitem porastu v letu 2020 se bo skupni javni dolg euroobmočja po pričakovanih v obdobju projekcij zniževal in leta 2025 dosegel  $88\%$  BDP, kar je še vedno višje od ravni pred pandemijo ( $84\%$ ). Predvideno znižanje je predvsem posledica ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi nominalne rasti BDP, kar naj bi več kot odtehtalo vztrajni, čeprav vse manjši primarni primanjkljaj.

Javnofinančni ukrepi pomoči, katerih namen je zaščititi gospodarstvo pred visokimi cenami energentov, bi morali biti začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni temu, da se ohranijo spodbude k manjši porabi energije. Javnofinančni ukrepi, ki niso v skladu s temi načeli, bodo najverjetneje okrepili inflacijske pritiske, kar bi terjalo strožje odzivanje denarne politike. Poleg tega bi morale biti javnofinančne politike v skladu z okvirom ekonomskega upravljanja v EU usmerjene v izboljševanje produktivnosti gospodarstva v euroobmočju ter postopno zniževanje visokega javnega dolga. Politike, katerih cilj je povečati zmogljivosti na strani ponudbe v euroobmočju, zlasti v

energetskem sektorju, lahko prispevajo k zmanjševanju cenovnih pritiskov v srednjeročnem obdobju. V ta namen bi morale vlade hitro uresničiti svoje načrte na področju naložb in strukturnih reform v okviru programa »EU naslednje generacije«. Reforma okvira ekonomskega upravljanja v EU bi morala biti hitro zaključena.

## Inflacija

Inflacija se je novembra znižala na 10,0%, in sicer predvsem zaradi nižje inflacije v skupini energentov, rahlo pa se je znižala tudi inflacija v skupini storitev. Inflacija v skupini hrane pa se je nadalje zvišala na 13,6%, saj so se višji vhodni stroški v proizvodnji hrane prenesli v cene življenjskih potrebščin. Cenovni pritiski ostajajo močni v vseh sektorjih, kar je deloma rezultat višjih energetskih stroškov v celotnem gospodarstvu. Inflacija brez energentov in hrane je novembra ostala nespremenjena na ravni 5,0%, visoka pa so tudi druga merila osnovne inflacije.

Javnofinančni ukrepi, katerih cilj je kompenzirati gospodinjska zaradi višjih cen energentov in inflacije, bodo predvidoma zavirali inflacijo v letu 2023, vendar jo bodo zviševali, ko bodo umaknjeni. Ozka grla v ponudbi postopoma popuščajo, vendar še vedno prispevajo k inflaciji, kar navzgor potiska predvsem cene izdelkov. Enako velja za odpravljanje pandemičnih omejitev: vpliv med pandemijo zavrtega povpraševanja, ki sicer postopno slabi, še vedno potiska cene navzgor, predvsem v storitvenem sektorju. Na cene življenjskih potrebščin še naprej vpliva tudi deprecijacija eura v letu 2022.

Rast plač se krepi, k čemur prispevajo robustni trgi dela in določeno dohitevanje plač, da bi se delavcem kompenzirala visoka inflacija. Ker bodo ti dejavniki predvidoma še naprej prisotni, decembrske projekcije predvidevajo, da bodo plače rasle po stopnjah, ki so precej nad zgodovinskim povprečjem, in potiskale inflacijo navzgor v celotnem obdobju projekcij. Večina kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je trenutno na ravni okrog 2%, čeprav nadaljnji popravki nekaterih kazalnikov nad ciljno raven narekujejo nadaljnje spremljanje.

V okolju izjemne negotovosti so strokovnjaki Eurosistema projekcije inflacije precej popravili navzgor. Inflacija se bo po pričakovanjih znižala s povprečne 8,4-odstotne ravni v letu 2022 na 6,3% v letu 2023, pri čemer se bo znižala z 10% v zadnjem četrtletju 2022 na 3,6% v zadnjem četrtletju 2023. Zatem naj bi se v letu 2024 znižala na 3,4-odstotno povprečno raven in v letu 2025 na 2,3-odstotno povprečno raven. Znižanje inflacije v obdobju projekcij odraža močne navzdol delujoče bazne učinke, povezane z energenti, tekom celotnega leta 2023, postopno normalizacijo denarne politike ECB, ki se je začela decembra 2021, slabše gospodarske obete in predpostavljeno znižanje cen energentov in prehranskih surovin, ki je v skladu s terminskimi cenami, in predpostavko, da bodo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala zasidrana. Skupna inflacija bo predvidoma upadla na srednjeročni 2-odstotni inflacijski cilj ECB v drugi polovici leta 2025, medtem ko bo inflacija brez energentov in hrane ostala višja od 2% v celotnem obdobju projekcij. K vztrajnosti inflacije prispevajo zapozneli posredni učinki, ki izhajajo iz visokih cen energentov in pretekle strme deprecijacije eura (kljub nedavni rahli apreciaciji), ter robustni trgi dela in učinki

nadomestila za inflacijo na plače, ki se bodo po pričakovanjih nominalno zviševale precej hitreje od dolgoročnega povprečja (čeprav bo realna rast v celotnem obdobju projekcij ostala nižja od ravni, zabeležene pred vojno v Ukrajini). V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila skupna inflacija popravljena znatno navzgor za leto 2022 (za 0,3 odstotne točke), za leto 2023 (za 0,8 odstotne točke) in za leto 2024 (za 1,1 odstotne točke), kar odraža nedavne presenetljive podatke, ponovno oceno velikosti in vztrajnosti pritiskov iz proizvodne verige ter njihovega prenosa, močnejšo rast plač in višje cene prehranskih surovin. Ti učinki na zvišanje inflacije so več kot odtehtali zaviralne učinke predpostavk o nižjih cenah nafte, plina in električne energije, hitrejšega sproščanja ozkih grl v dobavnih verigah, nedavne apreciacije eura in slabših gospodarskih obetov. Pomembno je dodati, da novi javnofinančni ukrepi, o katerih je bilo odločeno po septembrskih projekcijah in jih je večina namenjena zmanjšanju naraščanja cen energentov v letu 2023, zavirajo popravek inflacije navzgor v letu 2023, po drugi strani pa precej prispevajo k popravku navzgor v letu 2024, ko se bodo številni ukrepi predvidoma iztekli.

## Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so na strani upočasnjevanja rasti, zlasti v kratkoročnem obdobju. Precejšnje navzdol usmerjeno tveganje za gospodarstvo ostaja vojna proti Ukrajini. Vztrajno višji od pričakovanih bi lahko ostali tudi energetske in prehranske stroški. Rast v euroobmočju bi bila lahko še dodatno okrnjena, če bi svetovno gospodarstvo oslabilo močnejše, kot se pričakuje.

Tveganja, ki spremljajo inflacijske obete, so večinoma usmerjena navzgor. V bližnji prihodnosti bi lahko obstoječi pritiski iz proizvodne verige povzročili močnejši dvig maloprodajnih cen energentov in hrane od pričakovanega. V srednjeročnem obdobju tveganja izhajajo predvsem iz domačih dejavnikov, kot so vztrajno zviševanje inflacijskih pričakovanj nad 2-odstotni cilj ECB ali višja rast plač od pričakovane. Nasprotno bi se cenovni pritiski zmanjšali, če bi se cene energentov znižale ali če bi povpraševanje še nadalje upadlo.

## Finančne in denarne razmere

S tem ko ECB zastruje denarno politiko, postaja zadolževanje za podjetja in gospodinjstva dražje. Bančno posojanje podjetjem ostaja močno, saj podjetja nadomeščajo obveznice z bančnimi posojili ter s krediti financirajo višje stroške naložb in proizvodnje. Gospodinjstva se zadolžujejo manj, in sicer zaradi strožjih kreditnih standardov, vse višjih obrestnih mer, vse slabših obetov na stanovanjskem trgu in nižjega zaupanja potrošnikov.

V skladu s strategijo denarne politike Svet ECB dvakrat letno poglobljeno oceni medsebojno razmerje med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Finančna stabilnost se je od zadnje ocene junija 2022 poslabšala zaradi šibkejšega gospodarstva in naraščanja kreditnega tveganja. Poleg tega se je ranljivost vlad povečala v okolju šibkejših gospodarskih obetov in šibkejšega javnofinančnega

položaja. Bolj zaostreni pogoji financiranja bi ublažili kopičenje finančnih ranljivosti ter zmanjšali tveganja v repu porazdelitve, ki bi lahko ogrozila inflacijo v srednjeročnem obdobju, in sicer na račun večjega tveganja sistemskega stresa ter večjega tveganja nižje rasti v kratkoročnem obdobju. Poleg tega bi se lahko zaradi likvidnostnih potreb nebančnih finančnih institucij še poslabšala volatilitnost trgov. Obenem imajo banke v euroobmočju zadostne ravni kapitala, s čimer se zmanjšujejo stranski učinki bolj zaostrene denarne politike na finančno stabilnost. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija pri ohranjanju finančne stabilnosti in pri odpravljanju srednjeročnih ranljivosti.

## Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na decembrski seji sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 50 bazičnih točk, na podlagi znatno navzgor popravljenih inflacijskih obetov pa pričakuje, da jih bo še dodatno zviševal. Tako se je obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja zvišala na 2,50%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 2,75%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa na 2,00%. Nove obrestne mere so začele veljati 21. decembra 2022. Svet ECB ocenjuje, da bo treba obrestne mere še precej zviševati z enakomernim tempom, preden bodo dosegle ravni, ki so dovolj restriktivne, da bi se inflacija čimprej vrnila na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem obdobju. Z ohranjanjem obrestnih mer na restriktivnih ravneh se bo inflacija sčasoma znižala zaradi zavrivanja povpraševanja. To bo preprečevalo tudi tveganje vztrajnega zviševanja inflacijskih pričakovanj. Prihodnji sklepi Sveta ECB o obrestnih merah denarne politike bodo še naprej temeljili na podatkih in se bodo sprejemali na vsaki seji posebej.

Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa APP, še naprej v celoti ponovno investirati do konca februarja 2023. Zatem se bo portfelj v okviru programa APP zmanjševal postopno in predvidljivo, saj Eurosistem ne bo ponovno investiral vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. Zmanjšanje bo do konca drugega četrtletja 2023 v povprečju znašalo 15 milijard EUR na mesec, sčasoma pa bo določena tudi dinamika v obdobju zatem. Kar zadeva izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike. Svet ECB bo še naprej fleksibilno ponovno investiral unovčenja, ki izhajajo iz portfelja v okviru programa PEPP, da bi preprečil tveganja, povezana s pandemijo, ki bi lahko ogrozila transmisijski mehanizem denarne politike.

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

Svet ECB je v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil, da se bo inflacija vrnila na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem



obdobju. Na voljo je instrument za zaščito transmisije, katerega cilj je preprečiti neupravičeno, neurejeno tržno dinamiko, ki predstavlja resno grožnjo transmisiji denarne politike po vseh državah v euroobmočju, kar Svetu ECB omogoča, da učinkoviteje izpolnjuje mandat ohranjanja cenovne stabilnosti.

## 1 Zunanje okolje

*Obeti za svetovno gospodarstvo so se poslabšali, čemur so botrovali povečana geopolitična negotovost, visoka in naraščajoča inflacija ter zaostreni pogoji financiranja. Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih strokovnjaki Eurosistema pripravili decembra 2022, se bo rast svetovnega realnega BDP (brez euroobmočja) v letu 2023 upočasnila na 2,6%, kar je pod dolgoročnim povprečjem, nato pa naj bi v letu 2024 postopno okrevala na 3,1% in še nadalje v letu 2025 na 3,3%. Ta napoved je slabša od tiste v septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so se poslabšali tudi obeti za svetovno trgovinsko menjavo in zunanje povpraševanje euroobmočja. Svetovni cenovni pritiski ostajajo široko razširjeni in povečani, kar je posledica še vedno močnega povpraševanja, pomanjkanja ustrezne delovne sile in visokih cen hrane. Vseeno se pričakuje, da se bodo ti pritiski zmanjšali, ko se bodo trgi surovin stabilizirali in bo rast oslabila. V okolju velike negotovosti je ravnovesje tveganj v osnovnem scenariju projekcij nagnjeno v smeri upočasnjevanja svetovne rasti in krepitve svetovnih cenovnih pritiskov.*

**V letu 2022 je svetovno gospodarstvo prizadelo več šokov, ki so upočasnili rast in bodo tudi v prihodnje negativno vplivali na svetovne gospodarske obete.** Ruska vojna proti Ukrajini še naprej pretresa trge energentov in prehrabnih surovin, cene energentov pa ostajajo volatilne, čeprav so se od septembrskih projekcij znižale. Poleg tega vojna povečuje negotovost glede prehranske varnosti, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na Kitajskem gospodarsko aktivnost še naprej zavirata politika ničelne tolerance do koronavirusa, ki se je izvajala vsaj do dokončanja decembrskih makroekonomskih projekcij, in recesija v stanovanjskem sektorju. V večjih razvitih gospodarstvih se je gospodarska aktivnost tekom leta 2022 upočasnjevala, ker je povpraševanje popuščalo in so centralne banke v začetku leta 2022 začele zaostrovati denarno politiko. Po drugi strani sta do tretjega četrletja aktivnost podpirala postopno sproščanje protipandemičnih omejitev in ozkih grl v dobavnih verigah ter upadanje cen energentov.

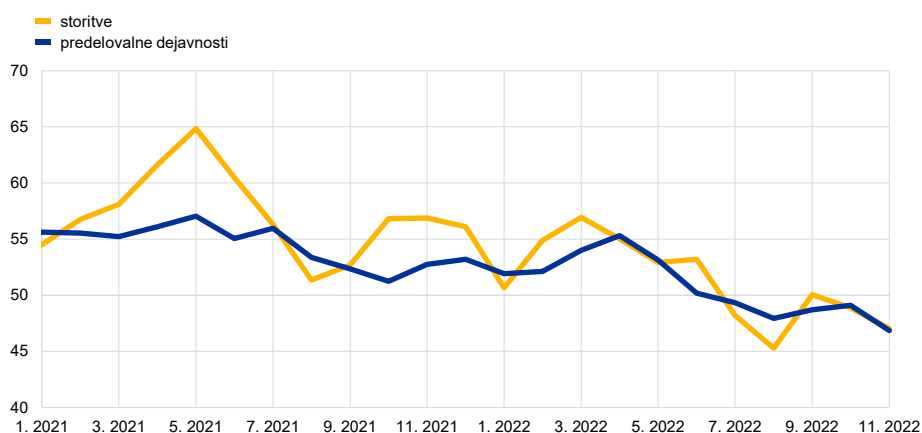
**Anketni podatki še naprej kažejo, da se je gospodarska aktivnost ob prelomu leta upočasnila po vsem svetu, najbolj pa v razvitih gospodarstvih.** Svetovni sestavljeni indeksi PMI (brez euroobmočja) so junija dosegli najvišjo vrednost, od takrat pa se znižujejo. Novembra so upadli pod nevtralni prag tako v razvitih gospodarstvih (brez euroobmočja) kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter v vseh predelovalnih in storitvenih dejavnostih (graf 1). V četrtem četrletju 2022 se je svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) po ocenah upočasnila na 0,3% medčetrletno, potem ko je v tretjem četrletju znašala 1,1%. Ta upad je posledica še vedno visokih in vztrajnih inflacijskih pritiskov ter zaostrenih pogojev financiranja, ki še naprej zmanjšujejo razpoložljivi dohodek gospodinjstev in prihranke, ki so se nabrali med pandemijo. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila rast v četrtem četrletju popravljena navzdol za 0,5 odstotne točke, kar kaže, da se tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih predvideva šibkejša rast.

## Graf 1

### PMI za gospodarsko aktivnost po sektorjih v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih

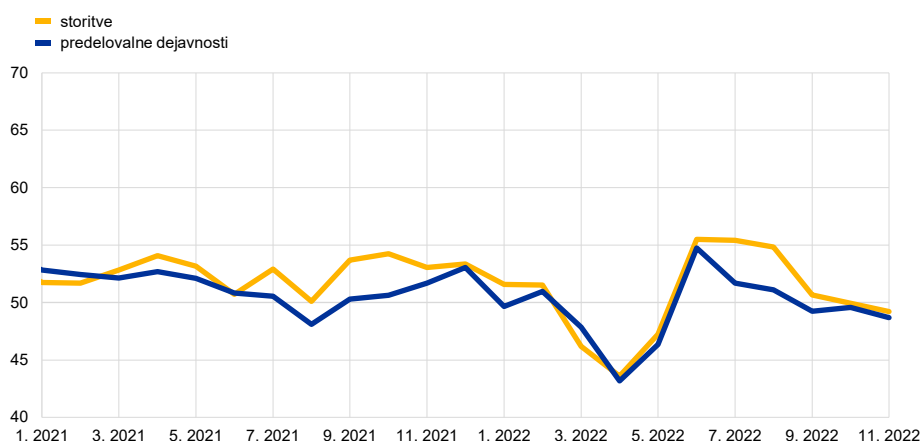
#### a) Razvita gospodarstva (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)



#### b) Nastajajoča tržna gospodarstva

(indeksi razpršitve)



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

**Svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) se bo po projekcijah v letu 2023 znižala, nato pa naj bi v letih 2024 in 2025 postopno okrevala.** Leta 2022 je svetovna rast BDP upadla na 3,3%. Po projekcijah se bo v letu 2023 še dodatno upočasnila na 2,6%, kar je pod dolgoročnim povprečjem (3,6%), saj se pričakuje močan upad v razvitih gospodarstvih, vključno z ZDA in Združenim kraljestvom. Nekatera nastajajoča tržna gospodarstva bodo po projekcijah bolje prestala sedanje zaviralne dejavnike, ker so makrofinančno manj ranljiva kot v prejšnjih ciklih zaostrovanja denarne politike, in sicer predvsem zaradi nižje inflacije, manjše izpostavljenosti do dolga v ameriških dolarjih in manjše neusklajenosti deviznih tečajev. Vseeno celo znotraj te skupine gospodarstev še vedno obstajajo velike razlike, tako da so obeti za nekatere države, kot je Kitajska, še vedno negotovi zaradi težav v stanovanjskem sektorju in nedavnega ponovnega izbruha okužb s koronavirusom. Obete za rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih poslabšujeta počasnejša rast v latinskoameriških državah in poglobljanje recesije v Rusiji, čeprav

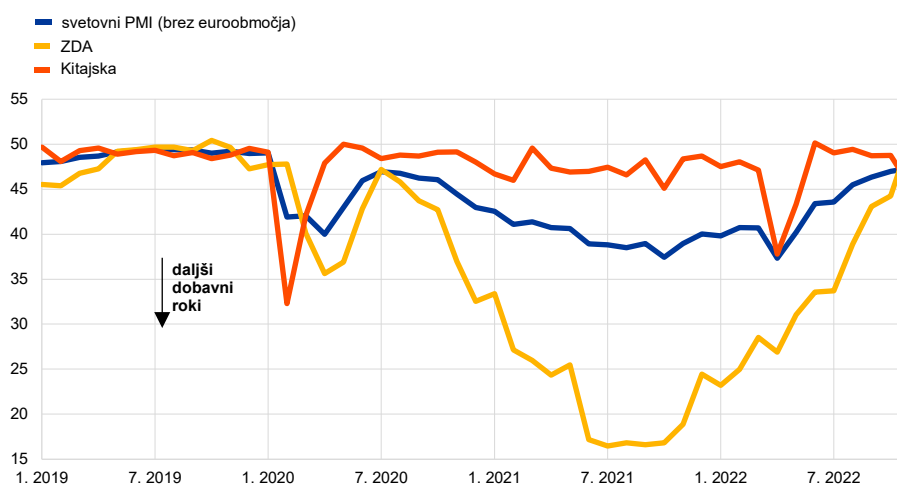
je bila rast ponovno precej popravljena navzgor, zlasti za leto 2022. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) popravljena navzgor za leto 2022 (+0,4 odstotne točke), a navzdol za leti 2023 (-0,4 odstotne točke) in 2024 (-0,3 odstotne točke).

### Svetovno trgovinsko menjavo je ob prelomu leta zaviralo upočasnjevanje aktivnosti v predelovalnih dejavnostih.

V prvi polovici leta 2022 je svetovna trgovinska menjava ostala razmeroma odporna, saj je negativni vpliv ruske vojne v Ukrajini in nekaterih še vedno prisotnih ozkih grl v ponudbi deloma izravnalo okrevanje potovalnih in prevoznih storitev po odpravi protipandemičnih ukrepov. Zagon v svetovni blagovni trgovini (brez euroobmočja, merjeno s 3-mesečnimi spremembami glede na prejšnje 3 mesece) se od julija naprej zmanjšuje zaradi šibke rasti v razvitih gospodarstvih. V negativnem območju je ostal tudi svetovni PMI (brez euroobmočja) za nova izvozna naročila, ki so časovno hitrejši kazalnik svetovne trgovinske menjave. Pritiski v dobavnih verigah se še naprej postopno zmanjšujejo, čeprav gibanja, povezana s COVID-19 na Kitajskem, predstavljajo potencialno navzdol usmerjeno tveganje, zlasti v bližnji prihodnosti. Novembra se je svetovni PMI (brez euroobmočja) za dobavne roke dobaviteljev še nadalje izboljšal na 47,3 in v ZDA poskočil nad ekspanzivni prag (+50), medtem ko je na Kitajskem padel z 48,7 na 45,4 (graf 2), k čemur je največ prispevalo ponovno zaostrovanje zaježitvenih ukrepov v novembru zaradi izbruha novih okužb s COVID-19. Vseeno so razmere še vedno zelo negotove, saj so oblasti v začetku decembra začele sproščati zaježitvene ukrepe in razmišljajo o začetku nove faze ukrepov za boj proti virusu.

**Graf 2**  
PMI za dobavne roke dobaviteljev

(indeks)



Viri: S&P Global in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2022.

**Skladno z napovedmi za svetovno gospodarsko aktivnost so se poslabšali tudi obeti za svetovno trgovinsko menjavo.** Svetovni uvoz (brez euroobmočja) se je v

letu 2022 povečal za 5,6%. V letu 2023 se bo njegova rast po projekcijah upočasnila na 1,9% in nato v letu 2024 pospešila na 3,3% ter v letu 2025 ostala stabilna. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se je leta 2022 po ocenah povečalo za 6,0%. Po projekcijah se bo njegova rast v letu 2023 izrazito upočasnila na 1,2%, ker se v nekaterih ključnih trgovinskih partnericah euroobmočja pričakuje šibkejša rast. V skladu z gibanjem svetovnega uvoza se bo v letih 2024 in 2025 rast zunanjega povpraševanja predvidoma pospešila na približno 3,0%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bilo zunanje povpraševanje za leto 2022 popravljeno navzgor, ker je bila trgovinska dinamika v nekaterih razvitih gospodarstvih ter v državah srednje in vzhodne Evrope zunaj euroobmočja v drugem četrtletju močnejša od pričakovane. Skladno s šibkejšo rastjo aktivnosti je bilo zunanje povpraševanje v euroobmočju za leti 2023 in 2024 popravljeno navzdol. V letu 2023 bodo ta popravek navzdol deloma izravnali boljši obeti za trgovinsko menjavo z Rusijo, čeprav je bila utež Rusije v zunanjem povpraševanju euroobmočja močno popravljena navzdol.<sup>1</sup>

**Svetovni inflacijski pritiski ostajajo močni in široko razširjeni**, saj je povpraševanje še vedno razmeroma močno, na trgu dela ponudba zaostaja za povpraševanjem, cene hrane ostajajo visoke, inflacijski pritiski iz skupine energentov pa so začeli popuščati, ker se cene znižujejo. Skupna medletna inflacija v državah OECD (brez Turčije) se je v oktobru zvišala na 8,3%, potem ko je septembra znašala 8,2%, k čemur so največ prispevale cene hrane.<sup>2</sup> Skupna inflacija (brez Turčije) je že peti mesec zapored upadla, na 5,9% (trimesečna rast na letni ravni), s čimer se podaljšuje trend umirjanja cenovnih pritiskov (graf 3). Izvozne cene konkurentov euroobmočja bodo v bližnji prihodnosti predvidoma ostale povišane, zatem pa naj bi se znižale, ko bodo cene primarnih surovin upadle in bodo pritiski iz proizvodne verige popustili. Predvidena krivulja je rahlo nižja od kratkoročnih obetov, ki so bili predstavljeni v septembrskih projekcijah, ker se zdaj predpostavlja, da bodo cene primarnih surovin upadle, domači pritiski iz proizvodne verige v državah, s katerimi konkurira euroobmočje, pa popuščali.

---

<sup>1</sup> Čeprav se uteži zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja navadno posodablajo z uporabo večletnih drsečih sredin, je bila utež Rusije za obdobje od prvega četrtletja 2023 dalje na podlagi trgovinskih podatkov iz drugega četrtletja 2022 priložnostno zmanjšana z 2,9% na 1,5%, da se upoštevata močan upad trgovinske menjave Rusije z euroobmočjem in predpostavka v osnovni projekciji, da bodo sankcije ostale v veljavi v celotnem obdobju projekcij.

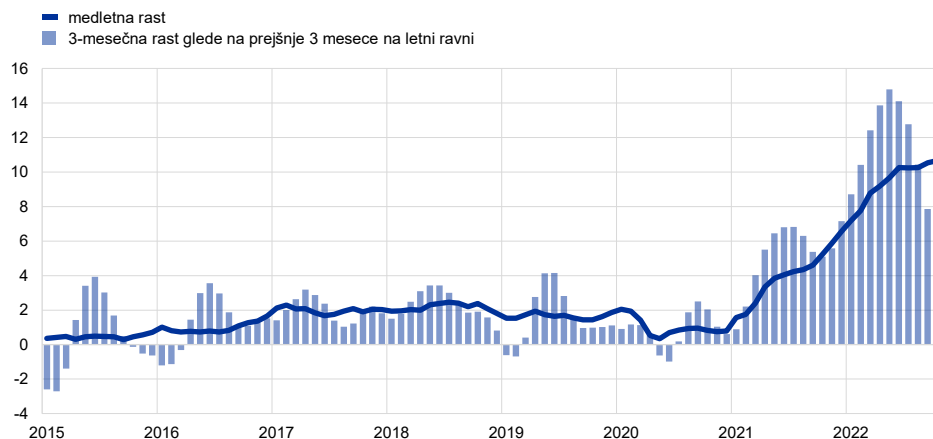
<sup>2</sup> Podatke o inflaciji za območje OECD navajamo brez Turčije, saj je Turčijo mogoče obravnavati kot osamelec, ker je oktobra zabeležila 85,5-odstotno skupno medletno inflacijo, merjeno s cenami življenjskih potrebščin.

### Graf 3

#### Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, v državah OECD

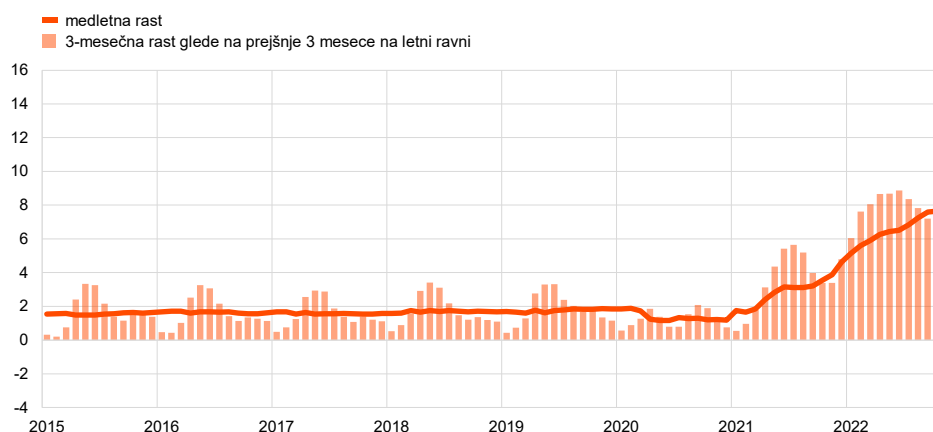
##### a) Skupna inflacija

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



##### b) Osnovna inflacija

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



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: Agregati OECD, navedeni v slikah, so izračunani brez Turčije. Medletna skupna inflacija v državah OECD, vključno s Turčijo (v grafu ni prikazana), je oktobra znašala 10,7%, medletna osnovna inflacija pa 7,6%. To je primerljivo s septembrsko ravno 10,5% oziroma 7,6%. Osnovna inflacija ne vključuje energentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022.

#### Cene nafte in plina so se v primerjavi s septembrskimi projekcijami znižale.

Pritisk navzdol na cene nafte je nastal zaradi manjšega povpraševanja, ki se je zmanjševalo zaradi upočasnjevanja svetovne gospodarske rasti in omejitev gibanja na Kitajskem. Manjše povpraševanje je nevtraliziralo novembrsko zmanjšanje ciljne ravni proizvodnje v državah OPEC+, poleg tega pa je še vedno zelo negotovo, kakšne učinke bosta imela 5. decembra sprejeta embargo EU in cenovna kapica skupine G7 za rusko nafto. Evropske cene plina so se znižale zaradi zelo milega vremena v oktobru in začetku novembra, ki je skupaj z manjšim povpraševanjem po industrijskem plinu in letošnjimi prizadevanji za nadomestitev ruskega plina omogočilo, da so bila skladišča plina v EU sredi novembra skoraj popolnoma polna. Vseeno so se v skladu s prejšnjimi terminskimi cenami cene plina od druge polovice novembra nekoliko zvišale zaradi hladnejšega vremena v Evropi, poleg tega pa višje termske cene čez vse leto 2023 napovedujejo velika tveganja na strani ponudbe.

Cene prehrabnih surovin so se prav tako znižale, in sicer predvsem zaradi nižjih cen kave ob boljših napovedih za ponudbo iz Brazilije v letu 2023, medtem ko so cene pšenice in koruze precej nihale, ker ni bilo jasno, ali bo Rusija pripravljena pustiti odprt črnomoški koridor za izvoz ukrajinskega žita. Cene kovin so se zvišale, saj je zaskrbljenost glede ponudbe izravnala učinke upočasnjevanja svetovne gospodarske rasti, medtem ko je postopno sproščanje nekaterih protipandemičnih ukrepov na Kitajskem proti koncu obravnavanega obdobja spodbodlo cene kovin kljub še vedno veliki negotovosti glede obetov za rast na Kitajskem.

**Svetovni pogoji financiranja so večinoma nespremenjeni glede na prejšnje projekcije in ostajajo zaostreni.** V začetku leta so se pogoji financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih in v razvitih gospodarstvih zaostri. Vendar pa so zaradi nepričakovanega nadaljnega zviševanja inflacije centralne banke nadaljevale hiter tempo zaostrovanja denarne politike, tako da se je donosnost obveznic povečevala, cene tveganih sredstev pa so vztrajno upadale. Vseeno se je potem, ko je bil ameriški skupni indeks cen življenjskih potrebščin nižji od pričakovanega, razpoloženje na trgu spremenilo, saj so trgi začeli pričakovati, da bo ameriška centralna banka obrestne mere zviševala bolj postopno, to pa je izboljšalo dožemanje tveganj po vsem svetu. Zaradi tega so se pogoji financiranja nekoliko sprostili, donosnost dolgoročnih obveznic je upadla, razmiki so se zmanjšali, tečaj delnic pa so se ponovno obrnili navzgor. Na koncu so pogoji financiranja v obravnavanem obdobju ostali več ali manj enaki, vendar ostajajo zaostreni.

**Po dveh četrletjih zmernega krčenja je ameriško gospodarstvo ponovno začelo rasti, vendar domače povpraševanje ostaja šibko.** Glavni viri rasti v tretjem četrletju so bili neto izvoz in nestanovanjske naložbe. V prihodnjem obdobju bo domače povpraševanje po projekcijah ostalo upočasnjeno, saj visoka inflacija in zaostreni pogoji financiranja še naprej zmanjšujejo realni razpoložljivi dohodek gospodinjev in zavirajo zasebno potrošnjo, medtem ko bo strm upad števila začetih gradenj, povezan z manjšo dostopnostjo stanovanj in naraščanjem hipotekarnih obrestnih mer, po pričakovanjih zaviral stanovanjske naložbe. Oktobra se je skupna inflacija znižala na 7,7%, kar je več, kot je bilo pričakovano. Čeprav je dolgoročno gledano še vedno visoka, je po ocenah že dosegla najvišjo vrednost, saj se indeksa cen energentov in hrane še naprej umirjata. Medletna osnovna inflacija je upadla na 6,3%, vendar bo po pričakovanjih v letu 2023 ostala bolj trdovratna zaradi navzgor usmerjenih pritiskov iz cen storitev (npr. visokih najemnin).

**Na Kitajskem spremembe v politiki do COVID-19 in vztrajna šibkost stanovanjskega sektorja negativno vplivata na gospodarsko aktivnost.** Ko so oblasti po valu okužb v aprilu in maju začele postopno opuščati protipandemične ukrepe, je gospodarstvo v tretjem četrletju 2022 okrevalo. Rast je v tem četrletju podpiralo okrevanje potrošnje in naložb, ki so si kljub dolgotrajni šibkosti v nepremičninskem sektorju opomogle zaradi javnofinančnih spodbud. V decembru pa so kitajske oblasti nepričakovano povsem obrnile politiko do COVID-19 in odpravile večino protipandemičnih omejitev. Posledično se je število okužb hitro povečalo in se v bližnji prihodnosti verjetno ne bo zmanjšalo. V obdobju projekcij bo aktivnost predvidoma ostala upočasnjena zaradi dolgotrajnega krčenja stanovanjskih naložb in negotovega poteka pandemije. Realna rast BDP v letu 2022 bo predvidoma precej

nižja od ciljne ravni 5,5%, ki si jo je zadala kitajska vlada. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti za gospodarsko rast na Kitajskem za leti 2023 in 2024 popravljeni izrazito navzdol. Pritiski na cene življenjskih potrebščin ostajajo zmerni.

**Na Japonskem se je realni BDP v tretjem četrletju 2022 nepričakovano skrčil, vendar se pričakuje, da bo v četrtem četrletju ponovno začel rasti.** Realni BDP se je v tretjem četrletju nepričakovano skrčil zaradi močnega uvoza, medtem ko je domače povpraševanje ostalo razmeroma trdno, k čemur je prispevalo sproščanje protipandemičnih ukrepov. Pričakuje se, da je v četrtem četrletju 2022 realni BDP ponovno zrasel, ker se gospodarstvo še naprej odpira, tako da potrošnja za storitve narašča, politike pa še naprej zagotavljajo podporo. Po projekcijah se bo rast v obdobju napovedi rahlo umirila, saj se bo prispevek zunanjega povpraševanja precej zmanjšal zaradi šibkejšega svetovnega povpraševanja. Skupna medletna inflacija se je tekom leta 2022 precej zvišala, ker so zrasle cene hrane in energentov, negativni bazni učinki pa so se iztekli. V bližnji prihodnosti bo inflacija verjetno ostala približno na sedanji ravni, nato pa naj bi se tekom leta 2023 postopno zniževala zaradi nižjih cen primarnih surovin in omejenih domačih pritiskov iz proizvodnih verig.

**V Združenem kraljestvu se je BDP skrčil že v tretjem četrletju, obeti za realno aktivnost pa so se še nadalje poslabšali.** Visoka inflacija v cenah življenjskih potrebščin, naraščajoči hipotekarni stroški in zaostreni pogoji financiranja močno zavirajo potrošnjo in zasebne naložbe. Javnofinančni ukrepi, napovedani novembra, bodo kratkoročno rahlo povečali proračunski primanjkljaj, srednjeročno pa bodo prispevali k javnofinančni konsolidaciji. Po sedanjih pričakovanjih se bo gospodarstvo krčilo od tretjega četrletja 2022 do drugega četrletja 2023. Obenem razmerje med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela ostaja napeto, zato se plačni pritiski širijo, kar med drugim tudi prispeva k vztrajnosti domače inflacije. Naraščajoče cene energentov bodo po projekcijah do zadnjega četrletja 2022 poganjale inflacijo v cenah življenjskih potrebščin. Inflacija bo vrh predvidoma dosegla pri okrog 11%, kar je precej pod ravnjo, ki je bila pričakovana v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, ker je britanska vlada sprejela jamstvo za cene energentov.

**V Rusiji je gospodarstvo leta 2022 vstopilo v hudo recesijo.** Ker se je realni BDP v drugem četrletju izrazito zmanjšal in v tretjem četrletju ostal za skoraj 5% pod ravnjo izpred invazije, je Rusija zdaj v hudi recesiji. Izvoz se je zmanjšal manj, kot je bilo pričakovano, uvoz pa je precej upadel, in sicer zlasti iz držav, ki izvajajo sankcije. Po pričakovanjih se bo gospodarstvo ob koncu leta 2022 in v začetku leta 2023 še dodatno skrčilo, saj sankcije vse bolj negativno vplivajo na ruske proizvodne zmogljivosti, mednarodno trgovino in domače povpraševanje. Inflacija se je v zadnjih mesecih postopno zviševala, v bližnji prihodnosti pa bo predvidoma ostala visoka in se bo do konca obdobja projekcij le zelo postopno vračala proti 4-odstotni ciljni ravni ruske centralne banke.



## 2 Gospodarska aktivnost

*Rast BDP se je v tretjem četrtletju 2022 zmanjšala na 0,3%, potem ko je bila v prvi polovici leta močna, ko se je gospodarstvo ponovno odprlo, ozka grla v dobavnih verigah pa so se začela zmanjševati. Od takrat velika negotovost glede dodatnih posledic vojne v Ukrajini za gospodarstvo, vztrajna zaskrbljenost glede morebitnih motenj v dobavi energentov in veliki cenovni pritiski vse bolj zavirajo domačo potrošnjo in proizvodnjo. Ti dejavniki naj bi v zadnjem četrtletju skupaj z vse višjimi stroški financiranja in upočasnjevanjem svetovne rasti nadalje omejevali gospodarsko aktivnost v euroobmočju, kar se bo nadaljevalo tudi v prvi polovici leta 2023. Kljub temu bo krčenje aktivnosti verjetno razmeroma kratkotrajno in plitko, pri čemer bodo krčenje zavirali vztrajna odpornost trgov dela, visoki prihranki gospodinjestev, nakopičeni med pandemijo, ter dodatni fiskalni ukrepi, ki bodo kratkoročno blažili vpliv višjih cen energentov na potrošnike in podjetja. Gledano dolgoročneje naj bi ob zmanjšanju negotovosti, ponovnem uravnoteženju energetskega trga, odpravi ozkih grl v dobavnih verigah in začetku naraščanja realnega dohodka gospodarska rast v euroobmočju od druge polovice leta 2023 postopno okrevala.*

*Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,4%, v letu 2023 0,5%, v letu 2024 1,9%, v letu 2025 pa 1,8%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje so bili gospodarski obeti za leto 2022 popravljeni navzgor (predvsem zaradi pozitivnih presenečenj v podatkih med poletjem), za leto 2023 navzdol, za leto 2024 pa so ostali nespremenjeni.*

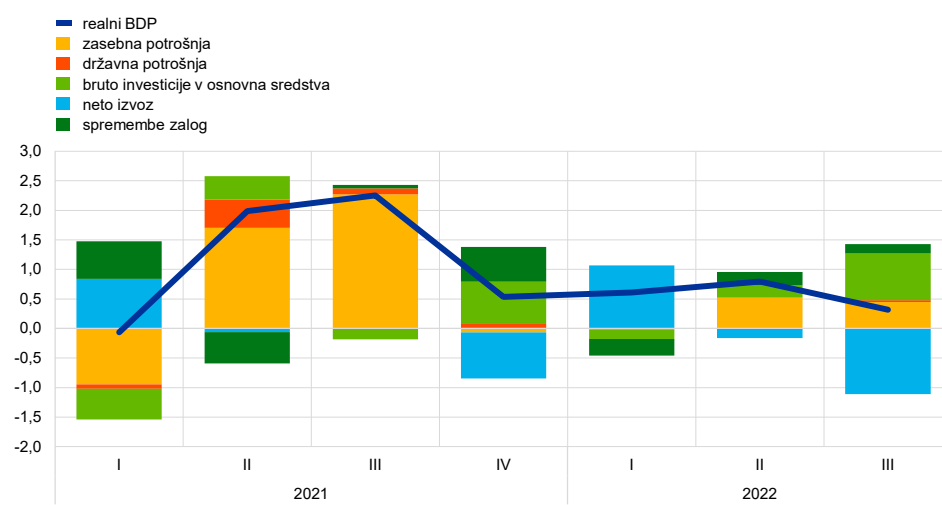
**Gospodarska aktivnost se je v tretjem četrtletju 2022 po močni rasti v prvi polovici leta izrazito upočasnila.** Medčetrletna stopnja realne rasti BDP se je v tretjem četrtletju zmanjšala na 0,3%, potem ko je v prvem in drugem četrtletju v povprečju znašala 0,7%. Na upočasnitev rasti je vplival predvsem velik zaviralni učinek neto trgovinske menjave, medtem ko sta domače povpraševanje in proizvodnja, na katera so ugodno vplivale spremembe zalog, pozitivno prispevala k rasti v tretjem četrtletju (graf 4). Potrošnja je bila zaradi naraščanja zasebne potrošnje storitev, ki je več kot odtehtala negativni prispevek potrošnje blaga, in zaradi nadaljnjega majhnega prispevka državne potrošnje še naprej solidna. Naložbe so se, kot kaže, močno povečale, pri čemer je medčetrletna stopnja rasti dosegla 3,6%, čeprav je bilo to večinoma posledica izjemne rasti naložb v proizvode intelektualne lastnine na Irskem. Dinamika podjetniških naložb v osnovna sredstva se je očitno upočasnila, gradbene naložbe pa so se dodatno zmanjšale. Neto izvoz je negativno prispeval k skupni realni rasti BDP, saj je bila rast uvoza, h kateremu je prav tako delno prispevala dinamika na Irskem, večja od rasti izvoza. Iz razčlenitve dodane vrednosti je razvidno, da se je močna rast industrije brez gradbeništva in storitev nadaljevala, medtem ko se je gradbena aktivnost še naprej zmanjševala. Iz anketnih in posamičnih podatkov za tretje četrtletje 2022 je mogoče sklepati, da je glede na upad novih naročil večina močne dinamike v industriji verjetno posledica zmanjšanja ozkih grl v dobavnih verigah, zato so lahko proizvajalci lažje nadoknadili velike zaostanke (zlasti v sektorju proizvodnje motornih vozil), ne pa posledica

krepite povpraševanja. Kar zadeva storitve, so iz razčlenitve dodane vrednosti razvidne precejšnje razlike med podsektorji, pri čemer je aktivnost v potrošniško usmerjenih podsektorjih, za katere so pred tem veljale omejitve (kot so trgovina na drobno, prevoz, nastanitvene in gostinske storitve ter zlasti rekreacijske dejavnosti), v tretjem četrletju še naprej močno rasla, v bolj poslovno usmerjenih podsektorjih (kot so informacijske in komunikacijske storitve, finančne in zavarovalniške storitve, nepremičninske storitve ter strokovne in upravne storitve) pa se je kvečjemu skromno povečala ali se celo rahlo zmanjšala.

#### Graf 4

##### Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2022.

**Iz najnovjših podatkov je razvidno, da se bo gospodarska aktivnost v zadnjem četrletju 2022 ob visoki inflaciji, vztrajni negotovosti glede vojne v Ukrajini in tveganju motenj v oskrbi z energenti še naprej umirjala.** Iz anketnih podatkov je razvidno, da se dinamika rasti še naprej in vse bolj umirja, saj se je umirjanje povpraševanja, ki je v industriji prisotno že nekaj mesecev, po močni rasti, povezani s ponovnim odprtjem gospodarstva, zdaj razširilo tudi na storitve. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti za euroobmočje se je oktobra znižal na najnižjo raven v zadnjih 21 mesecih, nato pa se je novembra rahlo zvišal. Vrednosti tega indeksa za oba meseca sta še globlje pod teoretičnim pragom ničelne rasti kot v tretjem četrletju (graf 5, slika a). Sodeč po najnovjši dinamiki se aktivnost v predelovalnih dejavnostih stabilizira na nizki ravni, saj se zdi, da se močan prispevek proizvodnje motornih vozil z začetka leta zdaj zmanjšuje. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je v zadnjem četrletju dodatno zmanjšal zaradi nadaljnjega zmanjševanja zaupanja v industriji oktobra in novembra (graf 5, slika b), saj so se zmanjšali obseg nedokončanih poslov in zaloge dokončanih proizvodov, obseg novih naročil pa se je zmanjšal še bolj pod povprečno raven iz tretjega četrletja. Na podlagi odgovorov na vprašanja iz četrletne ankete Evropske komisije o dejavnikih, ki omejujejo proizvodnjo, je mogoče sklepati, da se pomanjkanje delavcev umirja, omejitve zaradi pomanjkanja materiala in opreme pa

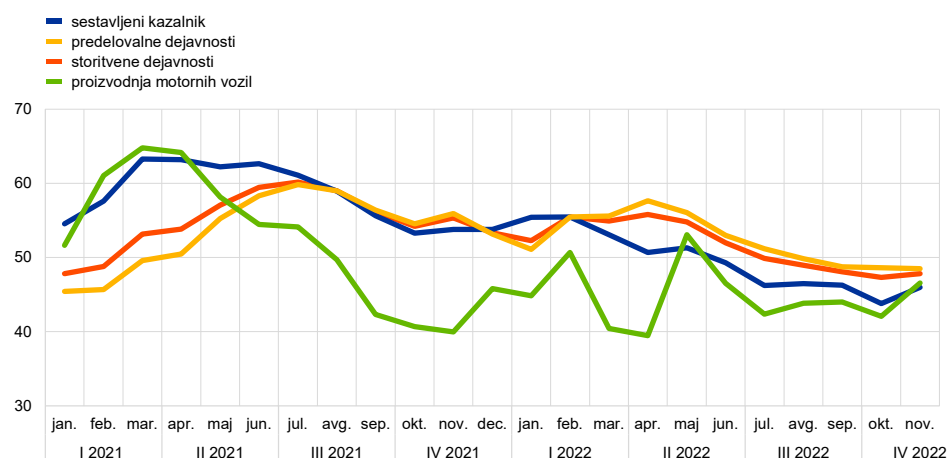
se od poletja zmanjšujejo. Nasprotno so se finančne omejitve v oktobru precej povečale, čeprav so imele še vedno manjšo težo kot drugi dejavniki. Ti kazalniki napovedujejo slabe naložbene obete v prihodnjih mesecih. Hkrati je bilo zaupanje potrošnikov, kot kaže, do neke mere razmeroma odporno, saj se je ob ukrepih na trgu dela in fiskalnih ukrepih, uvedenih v podporo razpoložljivemu dohodku gospodinjstev, znova povečalo po rekordno nizki ravni v septembru.

## Graf 5

### Anketni kazalniki po gospodarskih sektorjih

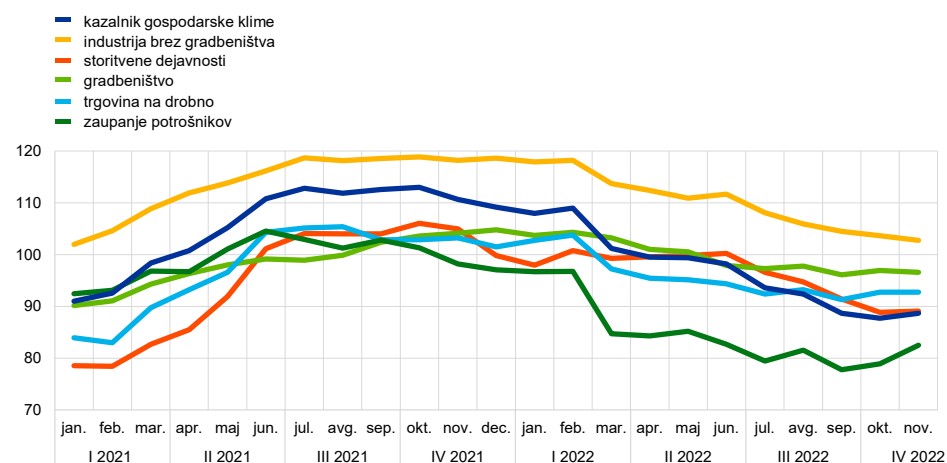
#### (a) Kazalniki PMI o gospodarski aktivnosti

(difuzijski kazalniki)



#### (b) Zaupanje podjetij in potrošnikov

(difuzijski kazalniki)



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022 pri proizvodnji motornih vozil in na november 2022 pri vseh drugih postavkah.

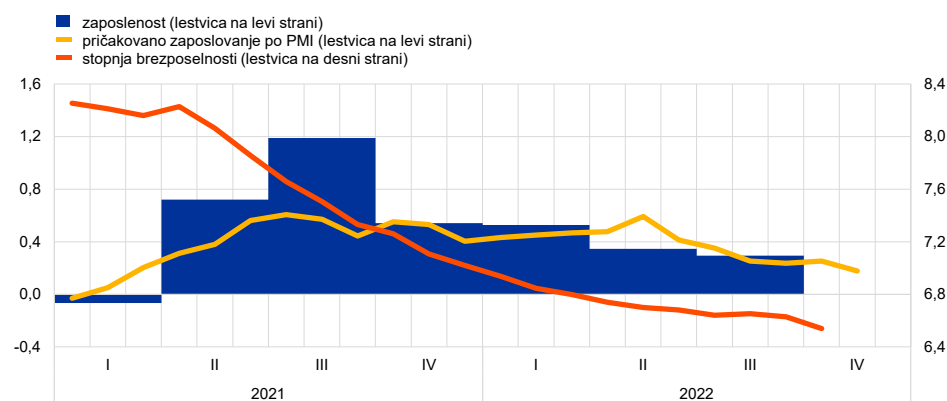
**Razmere na trgu dela so bile še vedno zelo dobre in so še naprej spodbudno vplivale na gospodarsko aktivnost.** Skupna zaposlenost se je v tretjem četrletju 2022 medčetrletno povečala za 0,3%. To pomeni, da se je število zaposlenih med zadnjim četrletjem 2019 in tretjim četrletjem 2022 povečalo za 3,1 milijona. V nasprotju s tem se je število opravljenih delovnih ur v tretjem četrletju 2022 zmanjšalo za 0,1%, vendar je bilo še vedno za 0,2% višje kot pred pandemijo v zadnjem četrletju 2019. Razlika med rastjo zaposlenosti in števila opravljenih

delovnih ur pomeni, da se je povprečno število opravljenih delovnih ur od zadnjega četrtrletja 2019 precej zmanjšalo, kar je mogoče pripisati predvsem javnemu sektorju. Stopnja brezposelnosti se je oktobra 2022 znižala na 6,5%, tako da je bila za okrog 0,8 odstotne točke nižja od ravni pred pandemijo v februarju 2020 in najnižja do zdaj (graf 6). Obseg delovne sile se je od zadnjega četrtrletja 2019 precej povečal, število delavcev, vključenih v programe za ohranitev delovnih mest, pa naj bi se v zadnjih mesecih po ocenah še naprej zmanjševalo. Podobno se je močno okrepilo povpraševanje po delavcih od začetka pandemije, v zadnjih mesecih pa se kažejo nekateri znaki umirjanja. Stopnja prostih delovnih mest je tako v tretjem četrtrletju 2022 znašala 3,2%, kar je 1 odstotno točko več kot v zadnjem četrtrletju 2019.

### Graf 6

#### Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

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



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

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrtletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtrletje 2022 pri zaposlenosti, na november 2022 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na oktober 2022 pri stopnji brezposelnosti.

**Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da se rast zaposlenosti umirja.** Mesečni sestavljeni indeks PMI o zaposlovanju se je v novembru 2022 zmanjšal na 51,8 (v primerjavi z 52,5 v oktobru), vendar je bil še vedno višji od mejne vrednosti 50, kar pomeni rast zaposlovanja. Indeks PMI o zaposlovanju je že od februarja 2021 v območju pozitivne rasti, a se je od maja 2022 precej znižal. Kar zadeva gibanja v posameznih sektorjih, omenjeni indeks nakazuje nadaljnjo – čeprav šibkejšo – rast zaposlovanja v industriji in storitvenih dejavnostih ter zmanjšanje zaposlovanja v gradbeništvu.

**Zasebna potrošnja je rasla tudi v tretjem četrtrletju 2022, vendar pa so se komponente gibale različno.** Zasebna potrošnja se je v tretjem četrtrletju povečala za 0,9%, potem ko je v drugem četrtrletju rast znašala 1,0%. K pozitivni dinamiki je prispevala predvsem potrošnja storitev, ki se je ob ponovnem odpiranju gospodarstva izrazito povečala v dveh četrtrletjih zapored. Nasprotno se je potrošnja netrajnih proizvodov že tretje četrtrletje zapored zmanjšala zaradi novejših gibanj v prodaji v trgovini na drobno, ki je v tretjem četrtrletju upadla za 0,7%. Hkrati se je potrošnja trajnih proizvodov, ki se je v prejšnjih četrtrletjih zaradi naraščanja cen energentov precej zmanjšala (glej okvir 3), v tretjem četrtrletju 2022 začela

izboljševati verjetno zaradi odpravljanja motenj v dobavi v sektorju proizvodnje motornih vozil. Skladno s tem se je število registracij novih osebnih vozil v tretjem četrletju povečalo za 12,8%. Iz najnovejših ekonomskih kvalitativnih podatkov je razvidno, da je potrošnja ob prelomu leta kljub vztrajnim zaviralnim dejavnikom do neke mere razmeroma odporna. V oktobru in novembru se je kazalnik zaupanja potrošnikov, ki ga objavlja Evropska komisija, povečal rahlo nad raven iz tretjega četrletja (ki je bila septembra rekordno nizka), k čemur je prispevalo predvsem izboljšanje ekonomskih in finančnih pričakovanj gospodinjstev. Iz najnovejših anket Evropske komisije o mnenju potrošnikov in poslovnih tendencah je razvidno tudi, da se je pričakovano povpraševanje po nastanitvenih, gostinskih in potovalnih storitvah v novembru povečalo, pri čemer so se pričakovani večji nakupi gospodinjstev nekoliko povečali po rekordno nizki ravni. Ob nadaljnjih pesimističnih pričakovanjih potrošnikov in zmanjševanju realnega razpoložljivega dohodka najnovejši pozitivni signali nakazujejo, da bi bila lahko potrošnja gospodinjstev med prazniki do neke mere odporna. Kljub temu se bo ob še vedno visoki inflaciji in še vedno veliki negotovosti realni razpoložljivi dohodek ob prelomu leta verjetno dodatno zmanjšal, kar bo zaviralo zasebno potrošnjo. Poleg tega je verjetno, da bo nadaljnje zaostrovanje kreditnih pogojev za gospodinjstva omejevalno vplivalo na zadolževanje gospodinjstev. Na podlagi podatkov iz oktobrske ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov je mogoče sklepati, da gospodinjstva v naslednjih treh mesecih pričakujejo vse večje likvidnostne omejitve. Zato je verjetno, da bodo morala po svojih prihrankih poseči tudi za plačevanje računov in odplačevanje posojil, zaradi česar so svoje ocene in pričakovanja o previdnostnih prihrankih popravila navzdol (po podatkih iz oktobrske ankete o pričakovanjih potrošnikov). Uporaba teh prihrankov naj bi ob šibkem realnem razpoložljivem dohodku prispevala k temu, da se bo potrošnja delno ohranila na enaki ravni.

**Rast podjetniških naložb se je v tretjem četrletju 2022 upočasnila, ob prelomu leta pa naj bi se obseg naložb še zmanjšal.** Negradbene naložbe (najbližji približek podjetniških naložb v nacionalnih računih) so se v tretjem četrletju povečale za 7,7%, čeprav je bilo to večinoma posledica izjemne rasti proizvodov intelektualne lastnine, ki jo je mogoče pripisati predvsem gibanjem v irskem multinacionalnem sektorju.<sup>3</sup> Z izločitvijo te volatilne komponente se je rast podjetniških naložb v tretjem četrletju medčetrletno zmanjšala na 1,2% v primerjavi z 1,7-odstotno povprečno medčetrletno stopnjo rasti v prvi polovici leta, vendar so bile med kategorijami naložb precejšnje razlike. V sektorju strojev in opreme se je rast naložb v osnovna sredstva razen prevoznih sredstev izrazito upočasnila (medčetrletno na 0,3%), medtem ko so se naložbe v prevozna sredstva povečale za 7,1%, saj so se ozka grla v dobavnih verigah zmanjšala, tako da so lahko podjetja lažje izpolnila zaostala naročila, ki jih je bilo še vedno veliko. Rast naložb v proizvode intelektualne lastnine (razen irskih) se od drugega četrletja ni spremenila, pri čemer je medčetrletna stopnja rasti znašala 1,1%. Na podlagi prvih znakov za zadnje četrletje je mogoče sklepati, da se bodo podjetniške naložbe ob prelomu leta zmanjšale. Iz najnovejših podatkov iz ankete PMI je razvidno, da so se začele zaloge dokončanih proizvodov v

<sup>3</sup> Velika statistična volatilnost neopredmetenih naložb na Irskem občasno precej vpliva na naložbeno dinamiko v euroobmočju (glej okvir 1 z naslovom »Non-construction investment in the euro area and the United States« v članku z naslovom »The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks«, *Economic Bulletin*, št. 5, ECB, 2022).

sektorju proizvodov za investicije kopičiti, pri čemer se je obseg novih naročil močno zmanjšal, obseg nedokončanih poslov in izkoriščenost zmogljivosti pa sta se zmanjšala z visoke ravni, ki sta jo prej dosegla zaradi motenj, povezanih s pandemijo. Po podatkih iz najnovejše ankete ECB o dostopu podjetij v euroobmočju do financiranja se je neto ravnotežje podjetij, ki iščejo financiranje za naložbene namene, precej zmanjšalo. Poleg tega je bilo v oktobrski polletni anketi Evropske komisije o naložbah ugotovljeno, da se je število podjetij, ki nameravajo v letu 2023 povečati naložbe, izrazito zmanjšalo glede na raven iz leta 2022, čeprav so načrte širitve za leto 2022 od prejšnje ankete, opravljene aprila, zmanjšala. Iz rezultatov omenjene ankete je razvidno, da imajo finančni dejavniki pri naložbenih odločitvah le drugotno vlogo, vendar naj bi v letu 2023 začeli bolj omejevalno vplivati na te odločitve. Medtem so sodelujoči v novembrski anketi S&P Global o poslovnih obetih navedli, da v letu 2023 ob skokovitem naraščanju vhodnih stroškov in zmanjšanju kazalnika kapitalskih izdatkov, ki se uporablja v anketi, na najnižjo raven v zadnjih desetih letih (če odmislimo izredna gibanja v letu 2020) pričakujejo močno poslabšanje dobičkonosnosti.<sup>4</sup> V prihodnjem obdobju je mogoče pričakovati, da se bodo podjetniške naložbe začele ponovno povečevati, ko se bodo energetske trgi uravnovežili, ozka grla dodano popustila in negotovost zmanjšala, k čemur naj bi prispevali tudi potencialno močni učinki »pritegnitve« zasebnih naložb zaradi nadaljnjih dodelitev sredstev iz sklada »EU naslednje generacije« v prihodnjih četrletjih.

**Stanovanjske naložbe so se v tretjem četrletju 2022 zmanjšale in se bodo v bližnji prihodnosti verjetno še bolj.** Stanovanjske naložbe so se v tretjem četrletju zmanjšale za 0,7%, kar je rahlo manj od medčetrletnega zmanjšanja za 0,8% v drugem četrletju. Kazalnik Evropske komisije o gradbeni aktivnosti v zadnjih treh mesecih se je oktobra in novembra glede na povprečje iz tretjega četrletja še naprej v povprečju zmanjševal, indeks PMI o stanovanjski gradnji pa se je še bolj pomaknil v območje krčenja. Kot je razvidno iz podatkov do oktobra iz četrletne ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah, so knjige gradbenih naročil še vedno dobro zapolnjene, kar naj bi spodbudno vplivalo na gradbeno aktivnost v prihodnjih mesecih, zlasti ob postopnem zmanjševanju omejitev pri ponudbi. Mesečna anketa Evropske komisije o omejitvah v proizvodnji za gradbeni sektor, izvedena v novembru, je pokazala tudi, da se delež gradbenih podjetij, ki poročajo o pomanjkanju materiala oziroma opreme, še naprej zmanjšuje, delež gradbenih podjetij, ki poročajo o pomanjkanju delavcev, pa je še vedno velik. Vendar pa se je delež vodstvenih delavcev, ki kot dejavnik omejevanja gradbene aktivnosti podjetij navajajo nezadostno povpraševanje, novembra znova povečal, kar pomeni, da je povpraševanje šibkejše. To se odraža tudi v nadaljnjem zmanjšanju kratkoročnih namer gospodinjstev glede obnove, nakupa ali gradnje stanovanj v zadnjem četrletju ter v nizki ravni komponente novih naročil v indeksu PMI o gradbeništvu. Povpraševanje upada zaradi precejšnjega poslabšanja pogojev financiranja, velike negotovosti in precej višjih gradbenih stroškov, kar bo verjetno zaviralo stanovanjske naložbe v prihodnosti.

<sup>4</sup> V anketi o naložbah, ki jo je leta 2022 izvedla Evropska investicijska banka, je 82% sodelujočih podjetij v euroobmočju kot pomemben dejavnik omejevanja dolgoročnejših naložb poleti 2022 navedlo stroške energije.

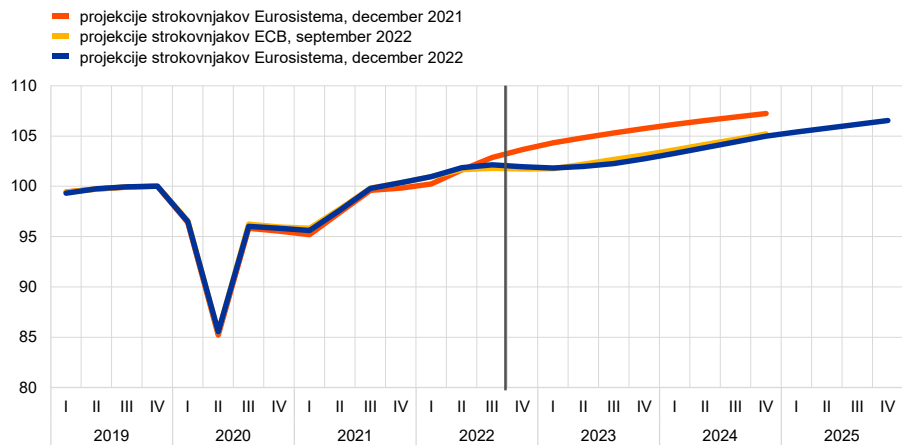
**Trgovinska menjava s tujino je negativno vplivala na rast BDP v tretjem četrtletju 2022, izvoz euroobmočja pa naj bi bil v prihodnje ob upočasnjevanju svetovne gospodarske aktivnosti še naprej šibak.** Obseg izvoza blaga in storitev se je v tretjem četrtletju 2022 medčetrletno povečal za 1,7%. Obseg uvoza se je izrazito povečal, in sicer medčetrletno za 4,3%, k temu pa je prispeval zlasti uvoz storitev na Irskem. Zato je neto trgovinska menjava negativno prispevala (1,1 odstotne točke) k rasti realnega BDP. Iz mesečnih podatkov je razvidno, da se je v septembru vrednost blagovnega uvoza iz držav zunaj euroobmočja prvič po januarju 2021 zmanjšala za 2%, medtem ko se je vrednost izvoza povečala za 1,6%, zaradi česar se je saldo blagovne menjave zmanjšal na 37,7 milijarde EUR z rekordne ravni, dosežene v avgustu. Ob znižanju uvoznih cen v euroobmočju zaradi nižjih cen energentov in ob zvišanju izvoznih cen se je indeks pogojev menjave v euroobmočju septembra izboljšal. Temeljni zagon izvoza euroobmočja je ob zmanjševanju svetovnega povpraševanja še vedno umirjen. V kratkoročnem obdobju naj bi bila blagovna menjava euroobmočja še naprej šibka, saj so se kazalniki izvoznih naročil, kot je indeks PMI, v novembru še vedno zmanjševali. Poleg tega je mogoče na podlagi v prihodnost usmerjenih kazalnikov, povezanih s potovanji, sklepati, da se bo storitvena menjava v prihodnjih mesecih umirila.

**Gledano dolgoročneje so obeti še vedno zelo negotovi, a naj bi gospodarska aktivnost v euroobmočju od sredine leta 2023 začela okrevati, ko bodo sedanji zaviralni dejavniki popustili.** Rast naj bi bila v letu 2023 po pričakovanjih umirjena, nato pa naj bi se ob popuščanju zaviralnih dejavnikov okrepila. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,4%, v letu 2023 0,5%, v letu 2024 1,9%, v letu 2025 pa 1,8%, potem ko je bilo obdobje projekcij podaljšano za eno leto (graf 7). V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili gospodarski obeti v euroobmočju za leto 2022 popravljeni navzgor (deloma zaradi pozitivnih presenečenj v podatkih med poletjem) in za leto 2023 navzdol, za leto 2024 pa ostajajo nespremenjeni. Po sedanjih projekcijah naj bi bil BDP še vedno nižji od ravni, predvidene v projekcijah, objavljenih decembra 2021 (pred vojno), pri čemer naj bi se ob prelomu leta rahlo skrčil, od sredine leta 2023 pa naj bi se začel povečevati.

## Graf 7

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

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



Viri: Eurostat in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja decembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.



### 3 Cene in stroški

*Inflacija v euroobmočju je po prvi oceni novembra upadla na 10,0% predvsem zaradi nižje inflacije v skupini energentov.<sup>5</sup> Inflacija v skupini hrane pa se je še dodatno zvišala, pri čemer je inflacija v skupini energentov in hrane še vedno v največji meri prispevala k visoki skupni stopnji inflacije. Cenovni pritiski so ostali močni predvsem zaradi posrednih učinkov, ki izhajajo iz energetskih stroškov. Ozka grla v dobavnih verigah in vpliv okrevanja po pandemiji so popustili, vendar so vseeno prispevali k inflaciji, prav tako pa tudi predhodna depreciacija tečaja eura. Inflacija se bo tekom leta 2023 predvidoma zniževala, ko bodo sedanja gonila inflacije sčasoma izzvenela in bo normalizacija denarne politike začela učinkovati na gospodarstvo in določanje cen. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje naj bi inflacija v letu 2022 v povprečju znašala 8,4%, nato pa naj bi se znižala na 6,3% v letu 2023, 3,4% v letu 2024 in 2,3% v letu 2025. Inflacija brez energentov in hrane naj bi leta 2023 znašala 4,2%, leta 2024 2,8% in leta 2025 2,4%. Večina kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je trenutno na ravni okrog 2,0%, čeprav nedavni popravki nekaterih kazalnikov nad ciljno raven narekujejo nadaljnje spremljanje.*

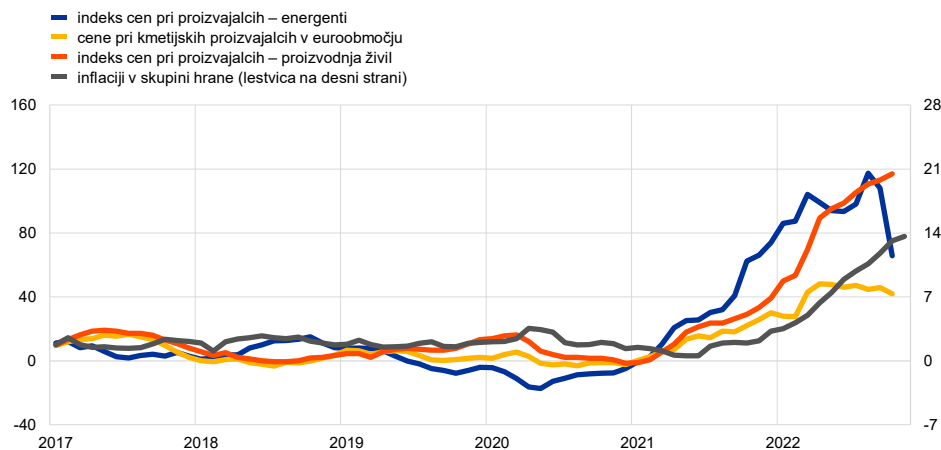
**Po Eurostatovi prvi oceni za november je skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), upadla na 10,0%, potem ko je oktobra znašala 10,6%.** Glavna komponenta indeksa HICP, ki je novembra prispevala k znižanju, so bili energenti, ki so zabeležili strm upad medletne stopnje rasti cen (znižanje z 41,5% v oktobru na 34,9% v novembru). Močan navzdol delujoč bazni učinek je skupaj s strmim medmesečnim upadom cen energentov v novembru prispeval k znižanju medletne stopnje inflacije v skupini energentov v novembru v primerjavi z oktobrom. Upad cen energentov je tudi posledica prenosa nedavnega znižanja cen surove nafte, rafinerijskih in distribucijskih marž ter veleprodajnih cen plina od avgusta. Nasprotno pa se je inflacija v skupini hrane še dodatno zvišala s 13,1% v oktobru na 13,6% v novembru zaradi nadaljnjega zvišanja medletne stopnje rasti cen predelane hrane, medtem ko so cene nepredelane hrane upadle. Akumulirani cenovni pritiski so še naprej vplivali na cene hrane, vendar je vpliv poletne suše na cene v skupini nepredelane hrane popuščal, rast cen energentov pri proizvajalcih pa se je upočasnjevala (graf 8).

<sup>5</sup> Podrobnejša razprava o inflacijski dinamiki je tudi v prispevku [Inflation Diagnostics](#).

## Graf 8

### Pritiski s strani vhodnih stroškov energentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

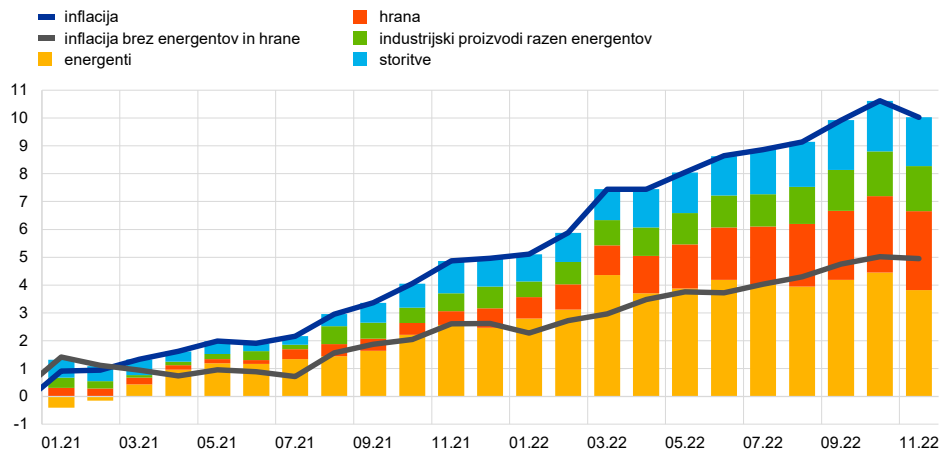
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2022 pri inflaciji v skupini hrane (prva ocena) in na oktober 2022 pri ostalih postavkah.

**Inflacija brez energentov in hrane je bila po prvi oceni novembra nespremenjena (znašala je 5,0%). Medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov razen energentov je ostala nespremenjena, medtem ko se je stopnja inflacije v skupini storitev novembra rahlo znižala (graf 9).** Višji vhodni stroški, ki izhajajo iz skokovitega porasta cen energentov, so bili še naprej ključni dejavnik kljub določenim znakom popuščenja. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov se je novembra stabilizirala na 6,1-odstotni ravni. K inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov so prispevali predvsem akumulirani pritiski iz proizvodne verige na zvišanje inflacije, ki izhajajo iz ozkih grl v dobavnih verigah in visokih energetske stroškov. Inflacija v skupini storitev se je rahlo znižala na 4,2% (s 4,3% v oktobru) zaradi medmesečnega upada cen storitev, ki je bilo sicer nekoliko manj izrazito, kot je običajno za november. K spremembi v novembru so najverjetneje prispevali posredni učinki, ki izhajajo iz visokih cen energentov in visokih cen hrane pri proizvajalcih (ki so pomemben vhodni strošek pri gostinskih storitvah).

## Graf 9

### Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2022 (prva ocena).

### Merila osnovne inflacije so ostala na povišani ravni, vendar kažejo določene znake stabilizacije (graf 10).<sup>6</sup>

To je bil odraz širjenja cenovnih pritiskov po več sektorjih in postavkah indeksa HICP, in sicer deloma zaradi vpliva visokih energetskih stroškov na euroobmočje kot celoto. Kar zadeva širši nabor kazalnikov, se je večina meril z izključitvijo še naprej zviševala. Inflacija brez energentov in hrane je novembra ostala nespremenjena na 5,0-odstotni ravni. Podatki o drugih merilih so bili na voljo samo do oktobra. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve se je zvišala s 4,4% v septembru na 4,7% v oktobru. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na ciklična gibanja, se je zvišal s 5,5% v septembru na 5,7% v oktobru, medtem ko se je modelski kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije rahlo zvišal s 5,7% v septembru na 5,8% v oktobru. Medmesečna stopnja vztrajne in skupne komponente inflacije se je večinoma gibala okrog dosežene ravni. Vseeno pa je vztrajno visoka medmesečna stopnja vztrajne in skupne komponente inflacije še naprej nakazovala močne pritiske na zvišanje osnovne inflacije do oktobra. Tudi kazalnik domače inflacije, ki predstavlja cenovna gibanja v postavkah indeksa HICP z manjšim uvoznim deležem, se je še dodatno zvišal.<sup>7</sup> Še vedno je nejasno, kako dolgo bodo različna merila in kazalniki vztrajali na visoki ravni. Večino pritiskov na zvišanje osnovne inflacije je mogoče pripisati posrednim učinkom, ki izhajajo iz skokovitega porasta cen energentov in hrane, ter izjemnemu neravnovesju med ponudbo in povpraševanjem, ki je povezano s pandemijo in rusko invazijo na Ukrajino.

<sup>6</sup> Podrobnejša ocena meril osnovne inflacije je v prispevku [Inflation Diagnostics](#).

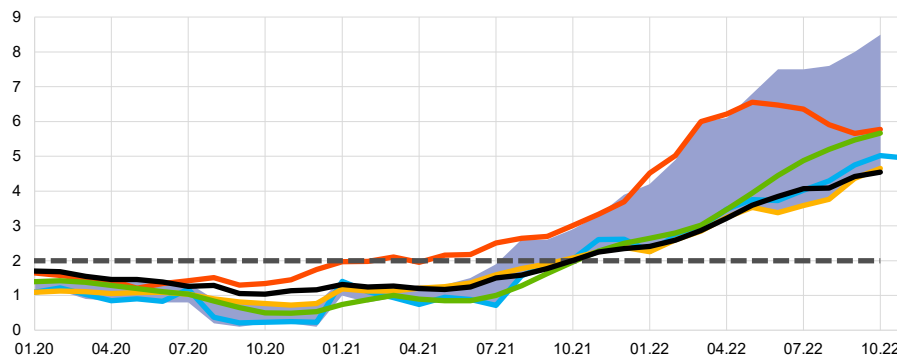
<sup>7</sup> Glej okvir z naslovom »Novi kazalnik domače inflacije v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2022.

## Graf 10

### Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

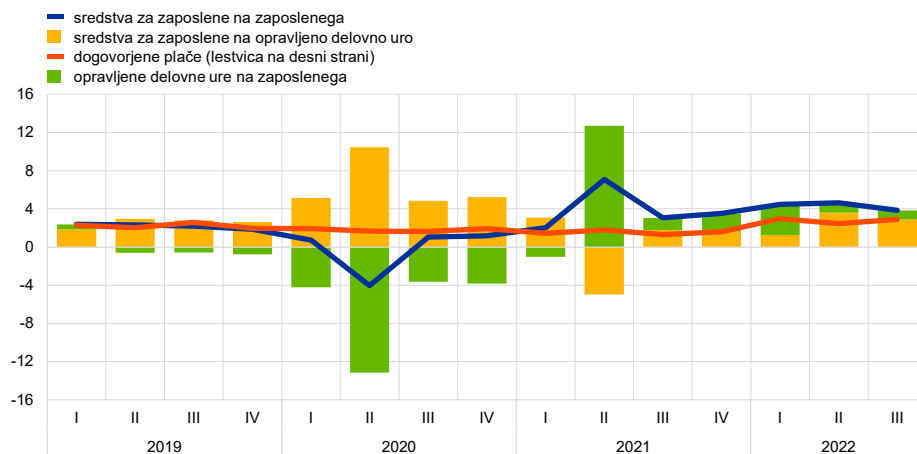
**Rast dogovorjenih plač je nakazovala krepitev plačnih pritiskov, medtem ko se je rast sredstev za zaposlene na zaposlenega umirila, vendar je bila še vedno izkrivljena zaradi ukrepov, povezanih s pandemijo (graf 11).** Rast dogovorjenih plač se je zvišala z 2,5% v drugem četrtletju 2022 na 2,9% v tretjem četrtletju. To odraža vse večjo vlogo, ki jo ima nadomestilo za inflacijo, bodisi prek formalne indeksacije plač bodisi drugače. Zvišanje odraža tudi vpliv enkratnih plačil. Tako je bila na primer rast dogovorjenih plač v Nemčiji v drugem četrtletju nižja zaradi baznih učinkov, povezanih z enkratnimi plačili v zvezi s pandemijo, in višja v tretjem četrtletju zaradi enkratnih plačil, s katerimi se kompenzira inflacija. Zadnje razpoložljive informacije o plačnih dogovorih od začetka leta 2022 kažejo na nadaljnjo krepitev rasti plač. Rast dejanskih plač, ki se meri s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, se je zmanjšala s 4,6% v drugem četrtletju 2022 na 3,9% v tretjem četrtletju. To je bilo deloma posledica baznih učinkov pri medletni stopnji rasti. Če te učinke odmislimo, pa se je medčetrtletna rast zvišala z 0,8% v drugem četrtletju na 1,1% v tretjem četrtletju. Hkrati se je medletna rast sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro znižala na 2,9% v primerjavi s 3,6% v predhodnem četrtletju. Medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro in na zaposlenega se je v tretjem četrtletju znižala, medtem ko je bila medletna stopnja rasti števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega večinoma nespremenjena v primerjavi s predhodnim četrtletjem. Kazalniki rasti plač so bili še vedno nekoliko izkrivljeni zaradi pandemije, čeprav le zmerno.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Več o izkrivljanju in gibanju plač od začetka pandemije je v članku z naslovom »Wage developments and their determinants since the start of the pandemic« in v okvirju 4 z naslovom »Dinamika plač v državah euroobmočja od začetka pandemije« v tej številki.

## Graf 11

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2022.

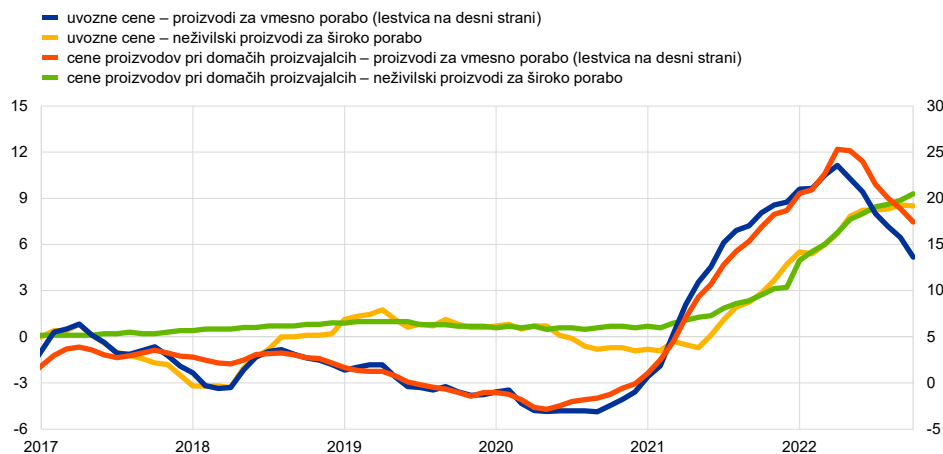
### Pritiski iz proizvodne verige na inflacijo v skupini proizvodov so bili še naprej močni, čeprav se je pojavilo nekaj prvih znakov popuščanja (graf 12).

Medmesečna rast inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je bila višja, kot je običajno za november, vendar je bilo zvišanje manjše kot v predhodnih mesecih. To bi bil lahko znak morebitnega začetka umirjanja pritiskov na rast cen, ki izhajajo iz ozkih grl v dobavnih verigah in visokih energetske stroškov. Podatki za oktober so pokazali, da so bili pritiski iz proizvodne verige še vedno močni, predvsem v poznejših fazah cenovne verige. Medletna stopnja rasti cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri domačih proizvajalcih se je še naprej zviševala, in sicer z 8,9% v septembru na 9,0% v oktobru. V istem obdobju je medletna rast uvoznih cen in cen proizvodov za vmesno porabo pri domačih proizvajalcih upadla s 15,7% na 13,6% oziroma z 18,9% na 17,4%. Rast cen proizvodov za vmesno porabo (tako uvoznih kot pri domačih proizvajalcih) je kljub umirjanju znašala več kot 10,0%, kar je precej višje od inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Tudi rast uvoznih proizvajalčevih cen v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo se je znižala z 8,6% v septembru na 8,5% v oktobru, kar je bilo prvo znižanje od marca 2022.

## Graf 12

### Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



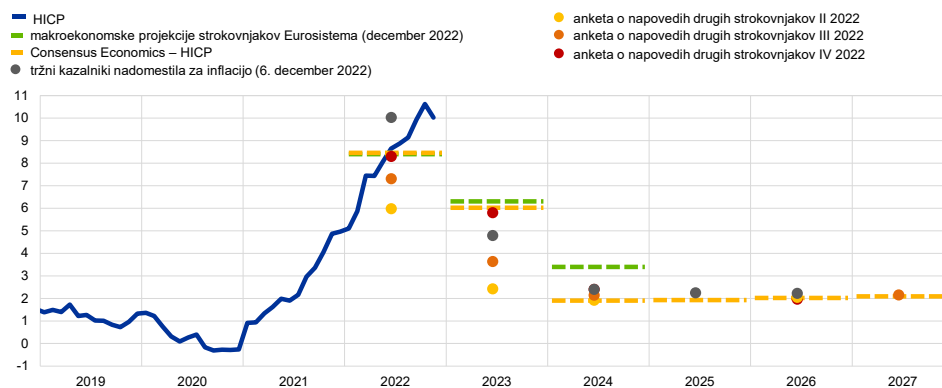
Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022.

**Anketne in tržne informacije kažejo, da strokovnjaki za napovedi še naprej pričakujejo, da bo inflacija kmalu dosegla najvišjo vrednost, dolgoročnejša pričakovanja pa ostajajo na ravni okrog 2,0-odstotnega cilja ECB. Vseeno pa je treba inflacijo pozorno spremljati, ker so bili nekateri kazalniki nadalje popravljeni nad ciljno raven (graf 13).** Najnovejša anketa Consensus Economics je pokazala, da so bila inflacijska pričakovanja za leto 2023 popravljena navzgor za 0,3 odstotne točke na 6,0%. Dolgoročna inflacijska pričakovanja za leto 2026, predstavljena v decembrski anketi denarnih analitikov, ki jo pripravlja ECB, so ostala nespremenjena na ravni 2,0%, kar je v skladu z oktobrskimi pričakovanji in zadnjimi krogi drugih anket (2,2% za leto 2027 v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov in 2,1% za isto leto v oktobrski anketi Consensus Economics). Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobaknih izdelkov) so 6. decembra nakazovala, da bo inflacija v euroobmočju v letu 2022 dosegla najvišjo vrednost na ravni okrog 10,0%, med letom 2023 bo upadla na 5,0%, nato pa se bo tekom leta 2024 vrnila na 2,0-odstotno raven. Zvišala so se tudi dolgoročnejša merila nadomestila za inflacijo, čeprav le zmerno, pri čemer je obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let 6. decembra znašala 2,34%. Vseeno pa je pomembno opozoriti, da tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, ker vključujejo premije za inflacijsko tveganje, ki so nadomestilo za negotovost v zvezi z inflacijo. Nasprotno so bila anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, relativno stabilna. Relativna stabilnost nakazuje, da sedanja volatilnost dolgoročnih tržnih meril večinoma odraža spremembe premij za inflacijsko tveganje.

### Graf 13

#### Anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj in tržni kazalniki nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, anketa o napovedih drugih strokovnjakov (zadnje četrletje 2022), makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje (december 2022) in izračuni ECB.

Opombe: HICP pomeni »harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin«. Serija podatkov o tržnih kazalnikih nadomestila za inflacijo temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije, na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za HICP se nanašajo na november 2022 (prva ocena). Presečni datum za podatke v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje je 30. november 2022. Presečni datum za dolgoročne napovedi Consensus Economics je oktober 2022 za leta 2024, 2025, 2026 in 2027 ter november 2022 za leta 2022 in 2023. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo se nanašajo na 6. december 2022. Anketa o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrletje 2022 je bila izvedena oktobra.

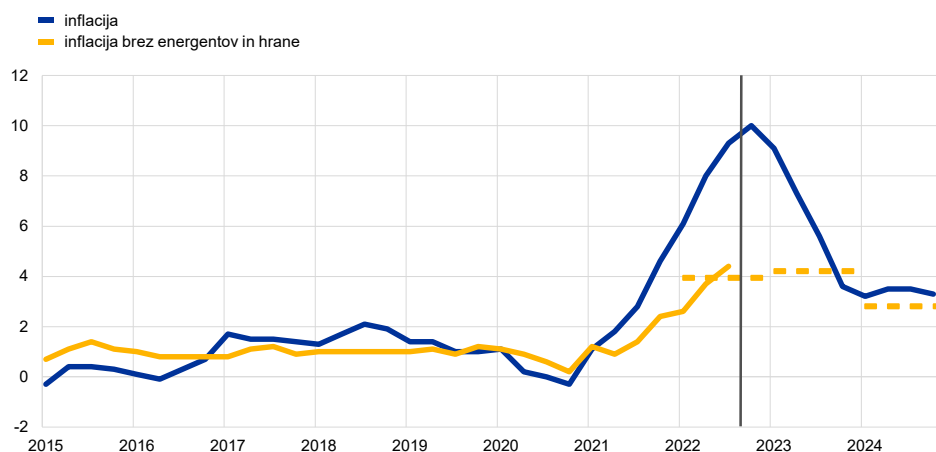
**Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v bližnji prihodnosti ostala visoka in bo v letu 2022 v povprečju znašala 8,4%, nato pa bo upadla na povprečno 6,3-odstotno raven v letu 2023, 3,4-odstotno raven v letu 2024 in 2,3-odstotno raven v letu 2025 (graf 14).** Skupna inflacija bo predvidoma ostala zelo visoka med koncem leta 2022 in začetkom leta 2023, ker na cene življenjskih potrebščin še naprej vplivajo pritiski iz proizvodne verige, povezani s preteklim zvišanjem cen primarnih surovin, depreciacija eura, pomanjkanje na strani ponudbe in presežno povpraševanje po delovni sili. Vseeno pa se bo inflacija po pričakovanjih znižala s povprečne 8,4-odstotne ravni v letu 2022 na 6,3% v letu 2023, pri čemer se bo znižala z 10% v zadnjem četrletju 2022 na 3,6% v zadnjem četrletju 2023. Inflacija se bo nato po projekcijah nadalje umirila na 3,4% v povprečju leta 2024 in na 2,3% v povprečju leta 2025. Pričakovano znižanje inflacije večinoma odraža močne navzdol delujoče bazne učinke tekom leta 2023, povezane z energenti, postopno normalizacijo denarne politike, slabše gospodarske obete, predpostavljeno znižanje cen energentov in prehranskih surovin, ki je v skladu s terminskimi cenami, in predpostavko, da bodo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala zasidrana. Skupna inflacija bo predvidoma ostala nad 2-odstotnim inflacijskim ciljem ECB do sredine leta 2025, medtem ko bo inflacija brez energentov in hrane ostala višja od 2,0% v celotnem obdobju projekcij. To je posledica zapoznelih učinkov visokih cen energentov na druge komponente inflacije razen energentov, pretekle depreciacije eura, ugodnih gibanj na trgih dela in vpliva nadomestila za inflacijo na plače, ki se bodo po pričakovanjih zviševale precej hitreje od dolgoročnega povprečja. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila skupna inflacija popravljena znatno navzgor za leto 2022 (za 0,3 odstotne točke), za leto 2023 (za 0,8 odstotne točke) in za leto 2024 (za 1,1 odstotne točke). To odraža nedavne presenetljive podatke, ponovno oceno velikosti in vztrajnosti pritiskov iz proizvodne verige ter njihovega prenosa, močnejšo rast plač in višje cene prehranskih surovin, kar več kot odtehta

zaviralne učinke, ki izhajajo iz predpostavk o nižjih cenah nafte, plina in električne energije, hitrejšega sproščanja ozkih grl v dobavnih verigah, nedavne apreciacije eura in slabših gospodarskih obetov. Javnofinančni ukrepi, katerih namen je kompenzirati visoke cene energentov in inflacijo, imajo ravno tako pomembno vlogo pri inflacijskih obetih v obdobju projekcij. Po ocenah so skupno inflacijo zavrlji za 1,1 odstotne točke v letu 2022 in naj bi jo ponovno znižali za 0,5 odstotne točke v letu 2023. Po drugi strani pa naj bi se z umikom omenjenih ukrepov pritiski na zvišanje inflacije precej povečali in prispevali 0,7 odstotne točke v letu 2024 in 0,4 odstotne točke v letu 2025.<sup>9</sup>

### Graf 14

#### Inflacija in inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2022 (dejanski podatki) in na zadnje četrtletje 2024 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 30. november 2022. Pretekli podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane so četrtletni. Podatki iz napovedi so četrtletni za inflacijo in medletni za inflacijo brez energentov in hrane.

<sup>9</sup> Glej tudi Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.



## 4 Gibanja na finančnih trgih

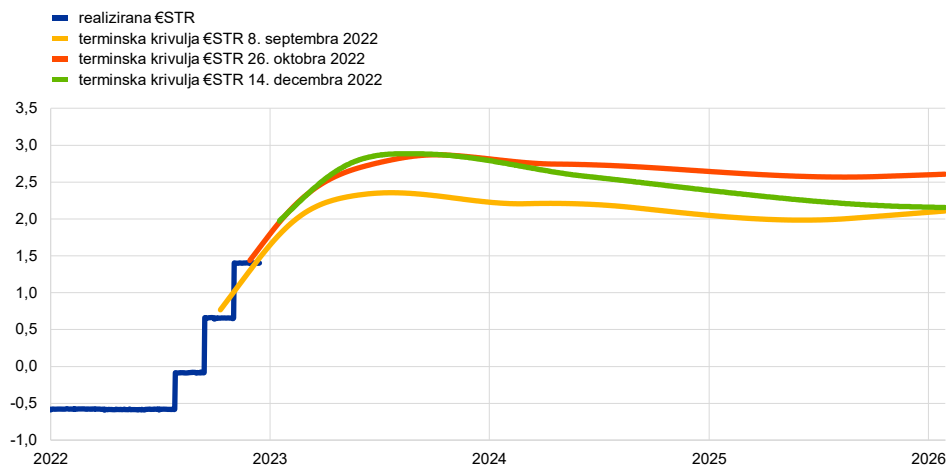
*V obravnavanem obdobju (od 8. septembra do 14. decembra 2022) so na finančne trge vplivala pričakovanja, da se bo denarna politika v euroobmočju zaostrovala hitreje in izraziteje. Kljub veliki volatilnosti na trgu so se v tem obdobju kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju izrazito povečale, dolgoročneje obrestne mere pa na splošno le rahlo. Donosnost državnih obveznic v euroobmočju je na splošno sledila dolgoročnim netveganim obrestnim meram, razmiki v donosnosti državnih obveznic pa so se zmanjšali. Kljub višji netvegani obrestni meri in v nasprotju z gibanji v ZDA so se razmiki v donosnosti evropskih podjetniških obveznic zmanjšali, cene lastniških vrednostnih papirjev pa so se povečale, največ cene delnic bank v euroobmočju. Na tujih deviznih trgih se je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno okrepil.*

**V obravnavanem obdobju so se kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju zvišale v skladu s pričakovanji trga, da se bo denarna politika hitreje in izraziteje zaostрила, terminska krivulja eurske kratkoročne obrestne mere pa se je nato na zelo kratkem koncu ustalila, pri daljših ročnostih pa se je obrnila izrazito navzdol.** Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je tesno sledila spremembam obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki jo je Svet ECB na septembrski seji o denarni politiki povečal z 0,00% na 0,75% in nato za nadaljnjih 75 bazičnih točk za 1,50% na oktobrski seji. €STR je v povprečju znašala okoli -8,5 bazične točke na začetku obravnavanega obdobja v začetku septembra in okoli 140 bazičnih točk od začetka novembra. Terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki temelji na referenčni obrestni meri €STR, se je na kratkem koncu po zvišanju obrestnih mer močno povečala in ob koncu obravnavanega obdobja nakazuje dodano zvišanje za okoli 80 bazičnih točk v letu 2023, kar bi pomenilo, da bi bila v začetku tretjega četrtletja 2023 najvišja obrestna mera približno 2,8%. Hkrati se je obravnavano obdobje zaključilo z izrazito vbočenostjo, ki ni zgolj kratkoročna ter nakazuje približno tri znižanja obrestnih mer leta 2024 in 2025.

## Graf 15

### Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

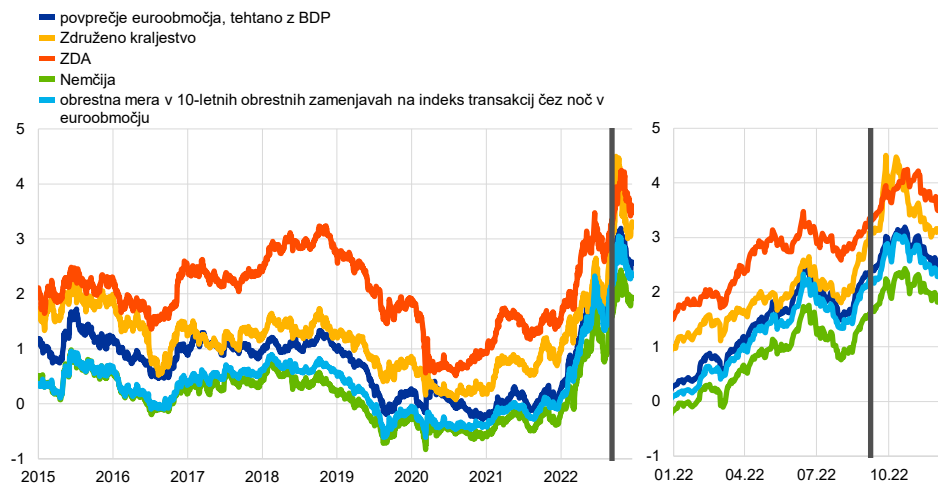
Opomba: Terminska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

**Donosnost dolgoročnih obveznic se je v obravnavanem obdobju najprej povečala, ko so udeleženci na trgu popravili svoja pričakovanja glede gibanja denarne politike, nato pa se je približala septembrskim ravnom, podobno, kot se je dogajalo v ZDA (graf 16).** Dolgoročne netvegane obrestne mere so ostale v obravnavanem obdobju volatilne in zelo občutljive na makroekonomske novice. Sprva so še naprej naraščale zaradi višje inflacije od pričakovane, nato pa so se zmanjšale blizu ravni, doseženih v začetku septembra. Desetletna netvegana obrestna mera v euroobmočju – merjena z obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč – se je na primer začasno povečala za okoli 80 bazičnih točk na okoli 3%. Nato se je ob koncu obravnavanega obdobja ponovno zmanjšala na 2,3%, ko so udeleženci na trgu pričakovali, da bi se lahko zvišanje obrestnih mer v ZDA in euroobmočju upočasnilo in bi lahko denarna politika spremenila smer prej, kot je bilo pričakovano, temu pa je sledilo znižanje donosnosti po vsem svetu. V celoti gledano se je globalna donosnost državnih obveznic proti koncu obdobja kljub visoki volatilnosti rahlo znižala, pri čemer se je donosnost desetletnih obveznic ZDA zvišala za 16 bazičnih točk, Združenega kraljestva za 15 in nemških obveznic za 22 bazičnih točk ter dosegla 3,48%, 3,31% oziroma 1,94%.

## Graf 16

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

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

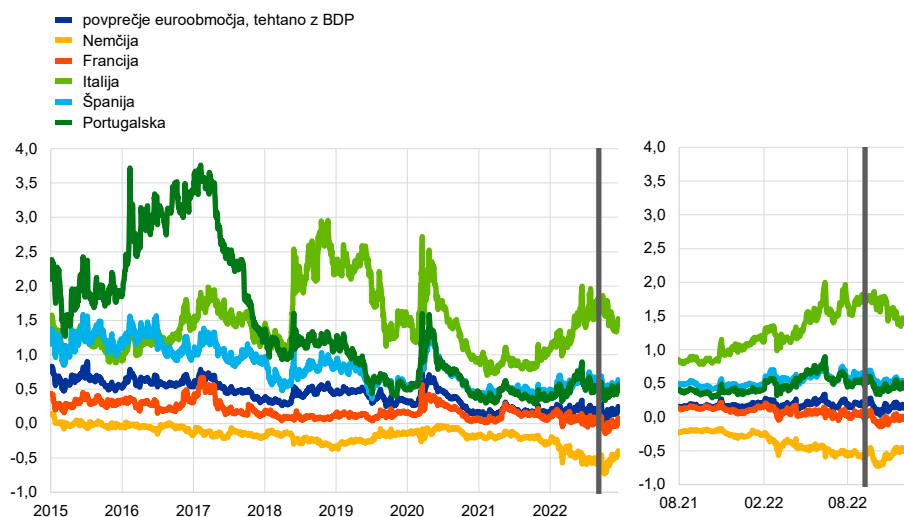
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. september 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 14. december 2022.

**Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je gibala na splošno v skladu z dolgoročnimi netveganimi obrestnimi merami, razmiki v donosnosti državnih obveznic pa so se zblížali (graf 17).** Medtem ko so netvegane dolgoročne obrestne mere v obravnavanem obdobju precej nihale, je razmik v donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč ostal razmeroma stabilen in je bil ob koncu obravnavanega obdobja za 7 bazičnih točk višji kot v začetku septembra. Za tem so se skrivala različna gibanja po državah, ko so se posamezni razmiki v donosnosti državnih obveznic zmanjševali. Razmiki v donosnosti 10-letnih italijanskih in grških državnih obveznic so se denimo zmanjšali za 18 oziroma 22 bazičnih točk, medtem ko je razmik v donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic postal za 14 bazičnih točk manj negativen.

## Graf 17

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

(v odstotnih točkah)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. september 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 14. december 2022.

**Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se v obravnavanem obdobju zaradi izboljšanega dojemanja tveganj zmanjšali, najizrazitejša pa je bilo zmanjšanje v segmentu visoko donosnih obveznic.** Ne glede na višje

kratkoročne obrestne mere in zaviralne gospodarske dejavnike so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v obravnavanem obdobju zmanjšali zaradi izboljšanega dojemanja tveganj ob postopnem sproščanju ozkih grl na strani dobave in določenih znakov odpornosti indeksa vodij nabave (PMI) (glej poglavji 1 in 2). Najbolj so se zmanjšali razmiki v donosnosti visoko donosnih podjetniških obveznic, in sicer za 35 bazičnih točk, medtem ko so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda zmanjšali za 19 bazičnih točk.

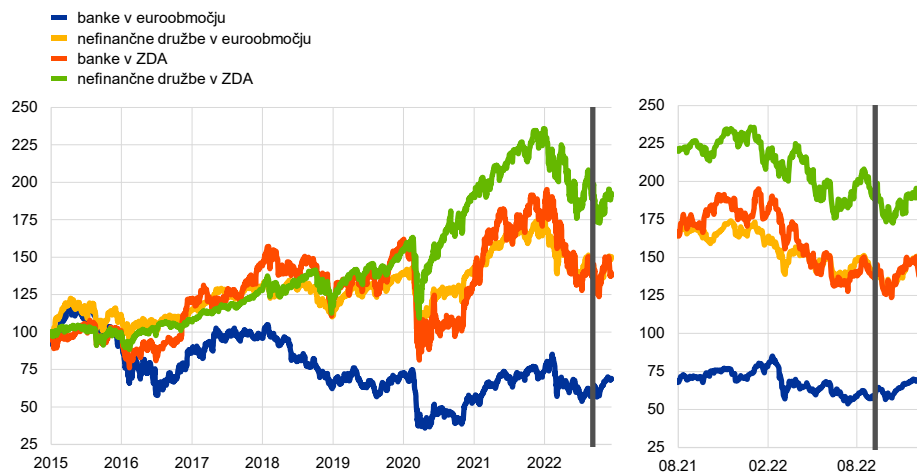
**Evropske delniški trgi so ponovno začeli rasti, pri čemer so bile posebej uspešne banke v euroobmočju.** Kljub določenemu zaviralnemu vplivu zaradi

visokih netveganih obrestnih mer so delniški trgi začeli ponovno rasti, tako da so bile evropske delnice uspešnejše od delnic drugod po svetu, tudi tistih v ZDA. V celoti gledano so se vrednostni papirji nefinančnih družb v euroobmočju povečali za 7,7%, medtem ko so se v ZDA zmanjšali za 0,8%. Razlika je bila še večja v bančnem sektorju, kjer so banke euroobmočja pridobile celih 14,2% v primerjavi z ZDA, kjer so izgubile 4,0%. Ponovna rast je bila posledica nepričakovanega pozitivnega dobička bank v euroobmočju v tretjem četrtletju in pričakovanj o še večjem dobičku v prihodnosti, saj naj bi realizirano in pričakovano zvišanje ključnih obrestnih mer ECB prispevalo h krepitvi obrestnih marž in s tem dobička bank.

## Graf 18

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. september 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 14. december 2022.

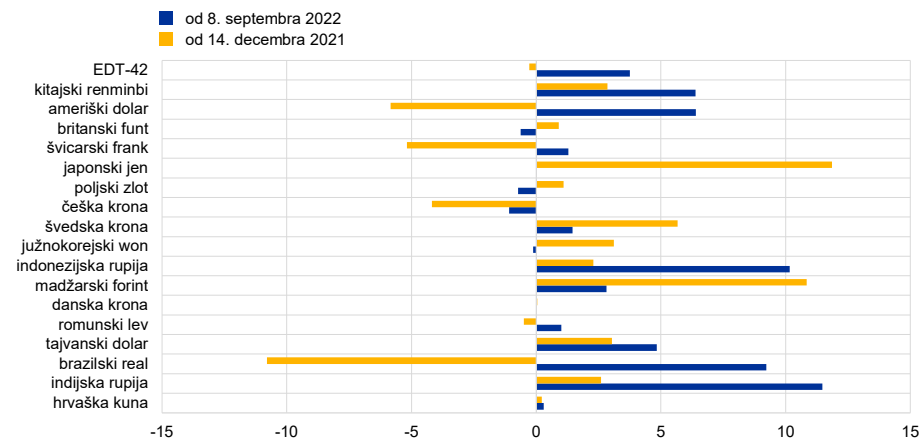
### Na deviznih trgih se je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno okrepil (graf 19).

Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 3,8%. Če pogledamo dvostranska tečajna gibanja, se je euro močno okrepil v razmerju do ameriškega dolarja (za 6,4%), kar je posledica pričakovanj, da bi se lahko hitrost zviševanja obrestnih mer v ZDA upočasnila in da bi lahko denarna politika spremenila smer prej, kot je bilo pričakovano. Okrepil se je tudi v razmerju do valut večine drugih razvitih gospodarstev, vključno s švicarskim frankom (za 1,3%), čeprav je ostal v razmerju do japonskega jena približno nespremenjen. Euro je apreciral tudi v razmerju do večine valut nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti do kitajskega renminbija (za 6,4%). Rahlo je oslabil v razmerju do nekaterih evropskih valut, vključno z britanskim funtom (za 0,6%), češko krono (za 1,1%) in poljskim zlotom (za 0,7%), še naprej pa je apreciral v razmerju do madžarskega forinta (za 2,8%).

## Graf 19

### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 14. decembra 2022.

## 5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

*Obrestne mere bank za posojila so se še dodatno zvišale zaradi višjih stroškov financiranja za banke ob nadaljevanju normalizacije denarne politike. Bančna posojila podjetjem so oktobra ostala močna, posojila gospodinjstvom pa so se še bolj umirila. V obdobju od 8. septembra do 14. decembra so se stroški lastniškega financiranja precej zmanjšali, stroški tržnega dolžniškega financiranja pa so se rahlo povečali. Oktobrska anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) kaže, da so se pogoji financiranja za podjetja na splošno zaostri. Medtem so bila podjetja dokaj pesimistična glede razpoložljivosti večine virov zunanjega financiranja. Denarna dinamika se je oktobra zaradi gibanj kreditov podjetjem in gospodinjstvom začela ponovno umirjati.*

**Stroški financiranja za banke v euroobmočju so bili ob nadaljevanju normalizacije denarne politike višji zaradi sprememb netveganih in tržnih obrestnih mer.** Oktobra so skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju še naprej naraščali in dosegli najvišjo raven od leta 2014 (graf 20, slika a). Z zaostrovanjem pogojev centralnobančnega financiranja in normalizacijo denarne politike so se skupni stroški financiranja za banke v obravnavanem obdobju najprej povečali, nato pa so se ponovno nekoliko zmanjšali zaradi novembrskega popravka donosnosti bančnih obveznic navzdol (graf 20, slika b). Zadnji dvigi obrestnih mer ECB se prenašajo tudi v depozitne obrestne mere. V skladu z dolgoročnimi trendi je bil prenos zadnjih ukrepov denarne politike v vloge bolj postopen v primerjavi z neposrednejšim odzivom donosnosti bančnih obveznic.

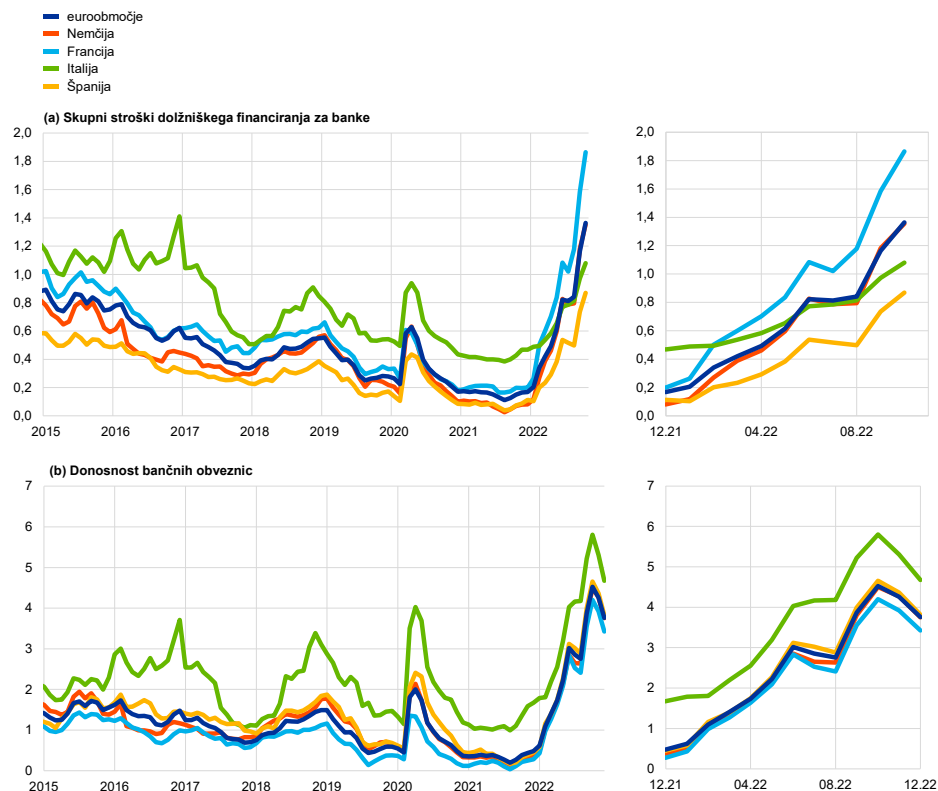
Oktobra se je depozitna obrestna mera zvišala na 0,35%, kar je 22 bazičnih točk več od ravni, zabeležene pred julijskim prvim dvigom, in 28 bazičnih točk več od ravni na začetku leta 2022. Še vedno zmerno zvišanje je posledica postopnega okrevanja razmikov med depozitnimi in ključnimi obrestnimi merami v smeri ravni, zabeleženih v preteklosti, ki so značilne za obdobja pozitivnih obrestnih mer. K normalizaciji stroškov financiranja za banke prispeva tudi zadnja rekalibracija tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.<sup>10</sup> Novembra in decembra so banke po rekalibraciji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja pospešile prostovoljna izplačila in s tem zmanjšale presežno likvidnost v bančnem sektorju. Z vidika trdnosti bilanc so banke v euroobmočju na splošno dobro kapitalizirane ter presegajo regulativne zahteve in kapitalske cilje, vendar pa bi se lahko ob tveganju zaradi slabitve gospodarskega okolja poslabšala kakovost aktive in povečalo kreditno tveganje.

<sup>10</sup> Sporočilo ECB za javnost »[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)«, 27. oktober 2022.

## Graf 20

### Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

(odstotki na leto)



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

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in na 14. december 2022 pri donosnosti bančnih obveznic.

**Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se še dodatno zvišale zaradi normalizacije denarne politike.** Zaradi povečanja stroškov financiranja za banke so se v vseh državah v euroobmočju od februarja 2022 zvišale obrestne mere za posojila, ki so dosegle ravni, nazadnje zabeležene leta 2015 (graf 21), kreditni standardi pa so se zaostri. Zvišanje obrestnih mer za posojila je skladno s preteklimi cikli zaostrovanja. Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se oktobra zvišale na 2,72%. Zaradi mesečnega zvišanja za 32 bazičnih točk so se obrestne mere za posojila podjetjem od konca leta 2021 zvišale za skupno 136 bazičnih točk. Medtem so se obrestne mere bank za stanovanjska posojila gospodinjstvom oktobra še zvišale za 21 bazičnih točk na 2,66%, kar pomeni zvišanje za 135 bazičnih točk od ravni, zabeležene konec leta 2021. Zabeleženo zvišanje obrestnih mer za posojila je bilo precej večje kakor zvišanje depozitnih obrestnih mer, kar je prav tako značilno za cikel zaostrovanja. Večje prevrednotenje bančnih posojil v primerjavi z vlogami prispeva k neto obrestnim prihodkom bank zaradi povečanih razlik med obrestnimi merami za nova posojila in obrestnimi merami za nove vloge. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila se je nekoliko povečal ter približal povprečni ravni preteklih dveh let, še vedno pa je bil precej manjši od razmika, zabeleženega

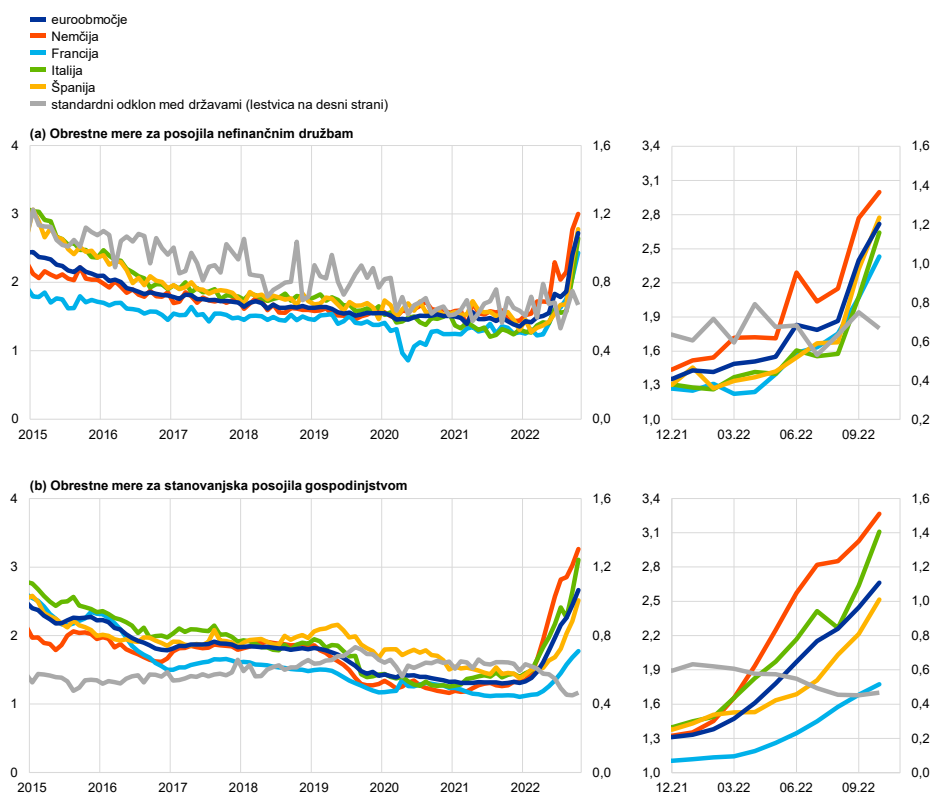


pred finančno krizo. Medtem je ostala razpršenost obrestnih mer za posojila podjetjem in gospodinjstvom po državah omejena, kar kaže, da prenos zaostrovanja denarne politike ECB deluje nemoteno (graf 21, sliki a in b).

### Graf 21

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

(v odstotkih na leto; standardni odklon)



Vir: ECB.

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

#### V obdobju od 8. septembra do 14. decembra 2022 so se stroški lastniškega financiranja za nefinančne družbe močno zmanjšali, stroški tržnega dolžniškega financiranja pa so se rahlo povečali.

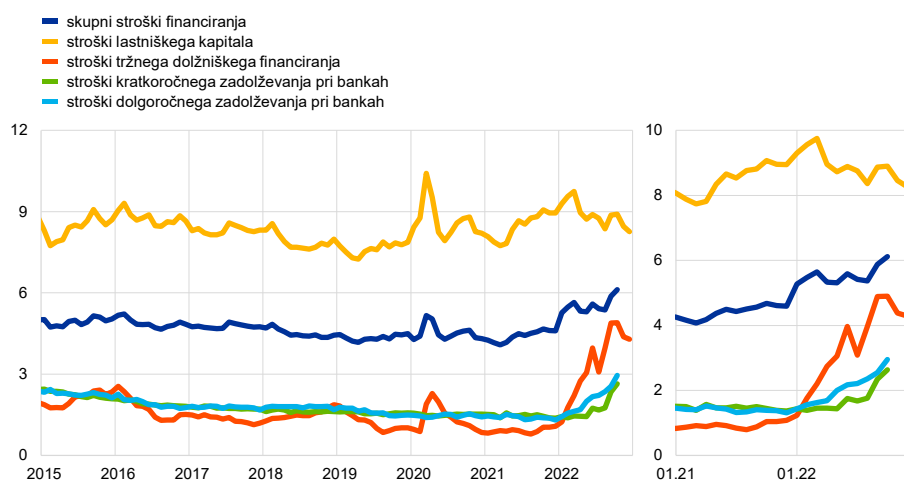
Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah je mogoče skupne stroške financiranja za nefinančne družbe, vključno s stroški bančnih posojil, stroški tržnega dolžniškega financiranja in stroški lastniškega financiranja, izračunati samo do oktobra 2022, ko so znašali 6,1%, kar je za okoli 20 bazičnih točk več od ravni mesec prej (graf 22). To je bilo posledica povečanja stroškov kratkoročnega in dolgoročnega dolžniškega financiranja za banke ter tržnega dolžniškega financiranja. Stroški lastniškega financiranja se oktobra niso bistveno spremenili v primerjavi z mesecem prej, ker je zmanjšanje premije za tveganje lastniškega kapitala odtehtalo vpliv višje netvegane obrestne mere na stroške lastniškega financiranja. Stroški tržnega dolžniškega financiranja so se povečali zaradi višjih netveganih obrestnih mer in širših razmikov v donosnosti podjetniških obveznic. Skupni stroški financiranja so oktobra 2022

dosegli najvišjo vrednost po več letih in dosegli ravni, nazadnje zabeležene konec leta 2010. Od 8. septembra so se v obravnavanem obdobju stroški tržnega dolžniškega financiranja rahlo zmanjšali zaradi manjših razmikov v donosnosti podjetniških obveznic v naložbenem razredu in tudi v segmentu visoko donosnih obveznic, kar je precej odtehtalo rahlo povečanje netveganih obrestnih mer. Stroški lastniških vrednostnih papirjev so se zaradi precejšnjega zmanjšanja premije za tveganje lastniškega kapitala močno zmanjšali, to pa je zasenčilo malenkosten vpliv rahlo višjih netveganih obrestnih mer.

## Graf 22

### Nominalni stroški zunanje financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(odstotki na leto)



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

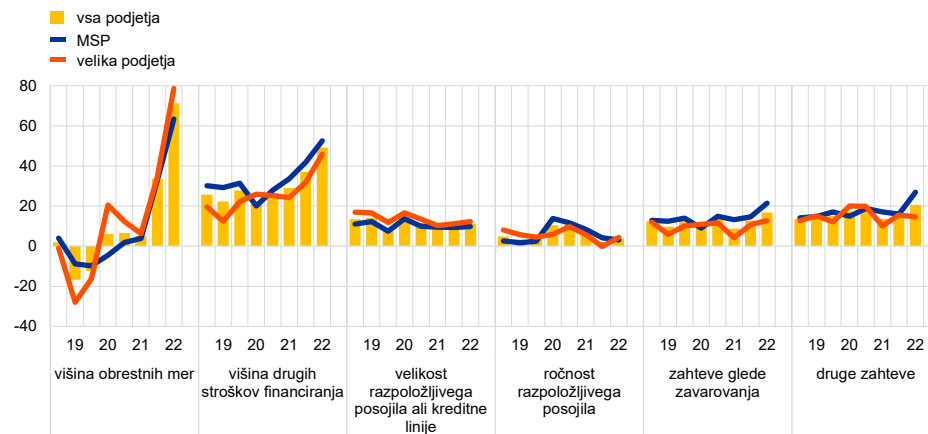
Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Zadnji podatki so za 14. december 2022 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevni podatkov), za 9. december 2022 pri stroških lastniškega financiranja (tedenski podatki) in za oktober 2022 pri stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

**V anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) iz oktobra 2022 so podjetja opozorila na zaostrovanje pogojev financiranja za podjetja vseh velikosti in vse države.** Neto delež podjetij, ki so poročala o višjih obrestnih merah bank, se je povzpela na 71% (s 34% v prejšnjem krogu), pri čemer tak delež ni bil zabeležen vse od začetka ankete leta 2009 (graf 23). Hkrati je neto 49% podjetij (prej 37%) poročalo tudi o povečanju drugih stroškov financiranja, kot so opravnine in provizije. Videti je, da je zvišanje obrestnih mer bank in drugih stroškov na splošno podobno za mala in srednje velika podjetja (MSP) ter velika podjetja. Anketa je pokazala tudi strožje zahteve po zavarovanju ter ugotovila, da je več podjetij podaljšalo ročnost in povečalo velikosti posojil. Hkrati je malo podjetij poročalo o ovirah pri pridobivanju bančnih posojil (7%, enako kot v prejšnji anketi), k čemur je prispevala predvsem nespremenjena pripravljenost bank, da odobrijo posojila.

### Graf 23

#### Spremembe pogojev financiranja pri bankah za podjetja v euroobmočju

(v neto odstotkih anketirancev)



Vir: Anketa ECB o dostopu podjetij do financiranja (SAFE)

Opombe: Podatki temeljijo na podjetjih, ki so zaprosila za posojila pri bankah (vključno s subvencioniranimi bančnimi posojili), kreditne linije ali prekoračitve stanja na računu ali kreditnih karticah. Neto odstotki so razlika med deležem podjetij, ki so glede določenega dejavnika poročala o povečanju, in podjetij, ki so poročala o zmanjšanju. Podatki se nanašajo na dvajseti do sedemindvajseti krog ankete (od oktobra 2018–marca 2019 do aprila 2022–septembra 2022).

**Podjetja so poročala o povečanju vrzeli pri financiranju in so postala bolj pesimistična glede razpoložljivosti večine virov zunanjega financiranja.** Vrzeli pri zunanjem financiranju – razlika med spremembo povpraševanja po zunanjem financiranju in spremembo ponudbe zunanjega financiranja – je v euroobmočju dosegla 9% (v primerjavi z 1% v prejšnjem krogu). To je bilo posledica povečanih potreb podjetij po zunanjem financiranju, zlasti zaradi višjih proizvodnih stroškov v povezavi z nekoliko manjšo dejansko razpoložljivostjo financiranja. Sorazmerno velik delež podjetij v prihodnje pričakuje poslabšanje razpoložljivosti bančnih posojil (31%) in kreditnih linij (25%) v obdobju od oktobra 2022 do marca 2023. V preteklosti je bila dinamika teh kazalnikov povezana s tekočo in prihodnjo poslovno aktivnostjo, z rastjo vrzeli pri financiranju in manjšo pričakovano razpoložljivostjo financiranja, kar ovira rast BDP v euroobmočju.<sup>11</sup>

**Bančna posojila podjetjem so ostala oktobra močna, posojila gospodinjstvom pa so se ponovno umirila.** Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je ostala oktobra nespremenjena na ravni 8,9%, medtem ko je bil v mesecih prej zabeležen manjši priliv (graf 24, slika a). Močna stopnja rasti posojil podjetjem je še vedno posledica močnega povpraševanja po bančnih posojilih, ker podjetja uporabljajo kredite za financiranje visokih proizvodnih stroškov in naložb ter nadomeščajo obveznice z bančnimi posojili, medtem ko stroški tržnega financiranja presegajo stroške bančnega financiranja. Če pogledamo sestavo ročnosti, so oktobra k rasti posojil podjetjem največ prispevali tokovi dolgoročnih posojil, kar je posledica nominalno visokih potreb po posojilih za naložbe zaradi inflacije in zamenjave dolžniških vrednostnih papirjev. Strmo zmanjšanje prispevka tokov kratkoročnih posojil v oktobru bi bilo lahko povezano s preobratom na področju kopičenja zaloga v podjetjih, kar je skladno z znaki iz anketnih kazalnikov o

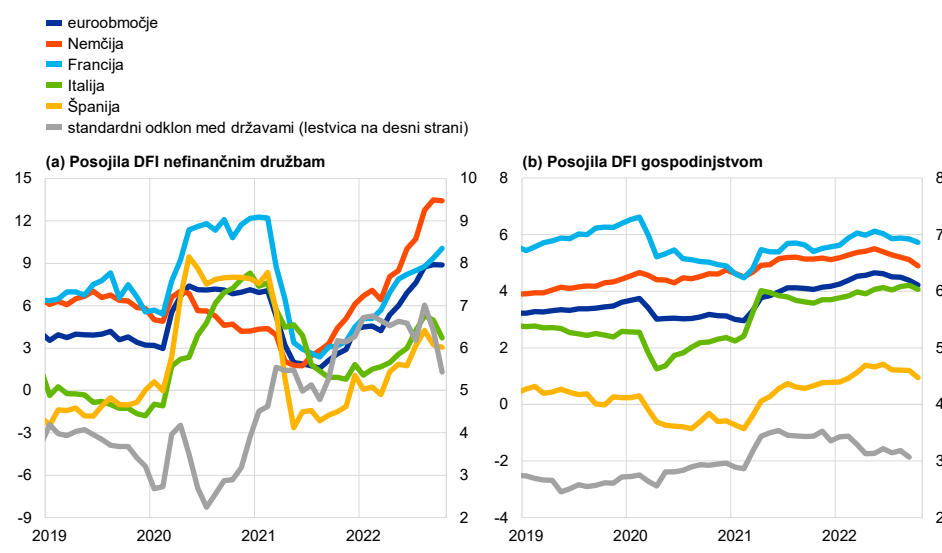
<sup>11</sup> Za več podrobnosti glej okvir z naslovom »Dostop podjetij do financiranja in gospodarski cikel: podatki iz ankete SAFE« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

spremembah zalog, ki imajo lastnosti vodilnega kazalnika. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je oktobra umirila na 4,2% v primerjavi s 4,4% v septembru (graf 24, slika b). To bi lahko pojasnili z umiranjem stanovanjskih posojil zaradi kombinacije dejavnikov povpraševanja in ponudbe, ker so banke zaostrele kreditne standarde in se je povpraševanje zmanjšalo zaradi slabšanja gospodarskih obetov, zaradi višjih obrestnih mer za hipotekarna posojila in slabšanja obetov na stanovanjskem trgu. Informacije iz [ankete o bančnih posojilih v euroobmočju \(BLS\)](#), ki imajo lastnosti vodilnega kazalnika za prihodnjo rast posojil podjetjem in gospodinjstvom, kažejo, da se bo posojilna dinamika v prihodnjih četrletjih po pričakovanih umirila.<sup>12</sup> Ta ocena je v skladu s pričakovano upočasnitvijo gospodarstva v euroobmočju in normalizacijo denarne politike.

## Graf 24

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

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

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

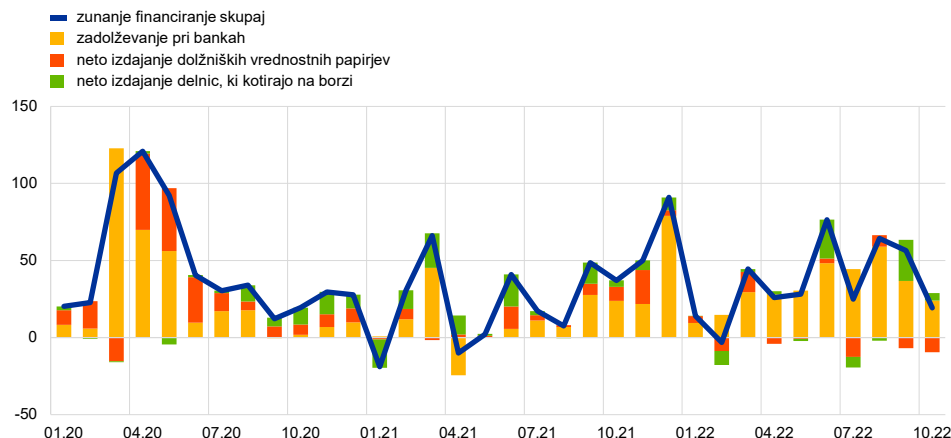
**Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je ob podpori zadolževanja pri bankah umiril.** Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je zmanjšala s 3,6% septembra na 3,4% oktobra, kar je posledica višjih obrestnih mer za posojila in strožjih kreditnih standardov ob močni nominalni rasti naložb in nadaljnjih potrebah podjetij po obratnem kapitalu. Od začetka leta 2022 je k tokovom zunanjega financiranja veliko prispeval velik obseg bančnih posojil podjetjem, medtem ko je bilo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev in delnic, ki kotirajo na borzi, na splošno šibko (graf 25). Podjetja so zaradi povečanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja povečala zadolževanje pri bankah in zmanjšala izdajanje tržnih dolžniških instrumentov. Začasno povečanje izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi, v septembru je posledica izredno velike izdaje enega podjetja.

<sup>12</sup> Za več podrobnosti glej okvir z naslovom »Informacije o prihodnjih gibanjih posojil iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

## Graf 25

### Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju

(mesečni tokovi; v milijardah EUR)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

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

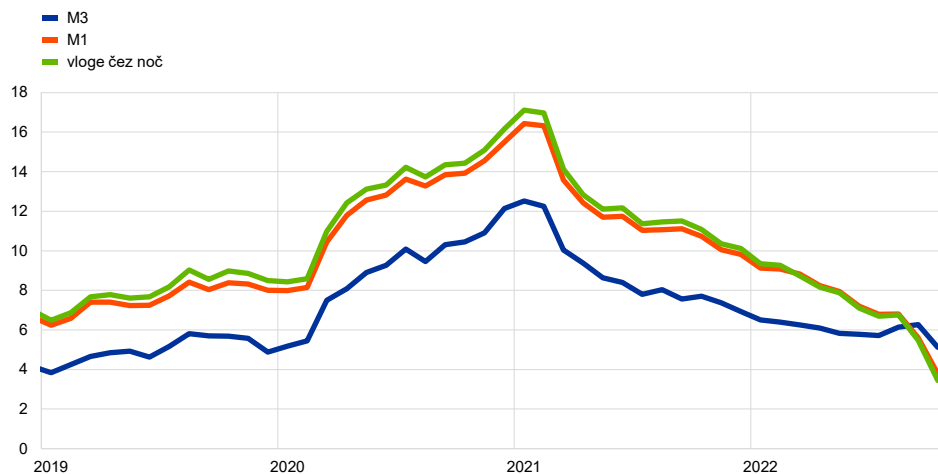
#### Prerazporejanje sredstev iz vlog čez noč v vezane vloge se je oktobra nadaljevalo zaradi normalizacije denarne politike.

Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je ponovno močno zmanjšala s 5,5% septembra na 3,4% oktobra (graf 26). Zmanjšanje je posledica obsežne zamenjave vlog čez noč z vezanimi vlogami. Prerazporejanje portfeljev je posledica progresivne rasti obrestovanja vezanih vlog v primerjavi z vlogami čez noč, kar ustreza preteklim vzorcem, tipičnim za cikle zaostrovanja. Največji interes za vezane vloge je zlasti pri podjetjih in drugih finančnih posrednikih, ki prerazporejajo sredstva že od poletja 2022, ko so začele postajati vezane vloge razmeroma bolj obrestovane. Gospodinjstva so se pred tem raje odločala za vloge čez noč – zaradi previdnostnih razlogov in majhnih razmikov med obrestovanjem vezanih vlog in vlog čez noč – vendar pa so v zadnjem času pokazala več interesa za vezane vloge, ko se je razmik povečal, čeprav je bilo prerazporejanje portfeljev veliko manj izrazito kot v drugih dveh sektorjih. Hkrati je bila rast vlog v imetju podjetij in gospodinjstev po državah raznolika.

## Graf 26

### Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022.

**Denarna dinamika se je oktobra zaradi gibanj kreditov podjetjem in gospodinjstvom začela ponovno umirjati.** Medletna rast širokega denarja (M3) se je zmanjšala s 6,3% septembra na 5,1% oktobra (graf 26). Močno zmanjšanje je povezano z obratom enkratnega tehničnega dejavnika ter gibanj kreditov podjetjem in gospodinjstvom.<sup>13</sup> Na strani komponent je oktobrski premik od vlog čez noč povzročil močno zmanjšanje ožjega agregata M1, s čimer se je zmanjšal njegov prispevek k medletni rasti agregata M3. Medtem so k rasti agregata M3 več kakor v prejšnjih mesecih prispevale vezane vloge, vključene v širši denarni agregat M3. Na strani protipostavk so k medletni rasti agregata M3 še naprej največ prispevali krediti zasebnemu sektorju. Prispevek Eurosistemovih nakupov državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se je še bolj zmanjšal zaradi prenehanja izvajanja neto nakupov vrednostnih papirjev od julija 2022 dalje. Medtem so rast širokega denarja še naprej zavirali medletni neto denarni odlivi v tujino zaradi visokih cen energije, ki negativno vplivajo na trgovsko bilanco euroobmočja.

<sup>13</sup> Septembrski podatki za agregat M3 vključujejo veliko začasno pozicijo Eurosistema do klirinške hiše, razporejeno v sektor »nedenarne finančne družbe razen zavarovalnic in pokojninskih skladov«. Septembra so bili zaradi tega izrednega tehničnega dejavnika povečani vsi agregati, v katere spadajo te vloge.

## 6 Javnofinančna gibanja

*Kot kažejo decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, se je proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v letu 2022 še naprej izboljševal, potem ko je bil med pandemijo dosežen velik primanjkljaj. Vseeno naj bi se proračunski saldo v letu 2023 po pričakovanjih rahlo poslabšal, nato pa se v letu 2024 ponovno izboljšal. Na začasno poslabšanje vplivajo predvsem obsežni diskrecijski ukrepi državne podpore, usmerjeni v preprečevanje naraščanja stroškov energije in življenjskih stroškov za gospodinjstva. Po prejšnjih projekcijah naj bi bili ti ukrepi večinoma omejeni na leto 2022, zaradi česar naj bi se obeti glede primanjkljaja vztrajno izboljševali. Vendar pa so vlade od takrat v proračunih predvidele ali kako drugače najavile, da bo podobna raven podpore kot v letu 2022, tj. okrog 2% BDP, na voljo tudi v letu 2023. Javnofinančne projekcije so še naprej zelo negotove, kar je povezano predvsem z vojno v Ukrajini in dogajanjem na trgih energentov, zaradi česar bi lahko vlade sprejele dodatne ukrepe javnofinančne pomoči. Z vidika fiskalne politike bi morali biti ukrepi javnofinančne pomoči, ki naj bi gospodarstvo zaščitili pred visokimi cenami energentov, začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni ohranjanju spodbud k manjši porabi energije. Javnofinančni ukrepi, ki teh načel ne bodo izpolnjevali, bodo verjetno še povečali inflacijske pritiske, zaradi česar bi bil potreben odločnejši odziv denarne politike. Poleg tega bi morale biti fiskalne politike skladno z okvirom ekonomskega upravljanja v EU usmerjene v zagotavljanje, da bo gospodarstvo produktivnejše in da se bo visok javni dolg postopno zmanjšal. Reformo okvira ekonomskega upravljanja v EU bi bilo treba hitro zaključiti.*

**Strokovnjaki Eurosistema v decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2023 rahlo poslabšal, leta 2024 pa izboljšal.**<sup>14</sup> Stopnja

javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju se je leta 2021 znižala na 5,1% BDP, potem ko je v letu 2020 dosegla 7,1%, kar je najvišja raven do zdaj (graf 27). Po ocenah se je v letu 2022 še znižala na 3,5% BDP, vendar naj bi se v letu 2023 po napovedih rahlo zvišala na 3,7% BDP. Ponovno naj bi se začela zniževati v letu 2024, ko naj bi dosegla 2,7%, na približno tej ravni pa naj bi ostala do konca obdobja napovedi leta 2025. Na izboljšanje proračunskega salda v letu 2022 naj bi po ocenah vplivala gospodarski cikel in večji ciklično prilagojeni primarni saldo, potem ko se je začela iztekati veljavnost velikega dela pandemičnih interventnih ukrepov. Ukrepi, sprejeti leta 2022 kot odgovor na visoko inflacijo in vojno v Ukrajini, so manj obsežni kot ukrepi, sprejeti med pandemijo, čeprav so še vedno zelo obsežni in znašajo približno 2% BDP. Podobno obsežni podporni ukrepi naj bi bili vzpostavljeni tudi v letu 2023 (graf 28). Vendar pa se bo njihova sestava premaknila od socialnih transferjev, kot je dohodkovna podpora gospodinjstvom, ki je prevladovala pri začetnem odzivu držav na šok zaradi cen energentov, k subvencijam, namenjenih zlasti financiranju kapice na cene energije. Kljub temu naj bi nediskrecijski dejavniki, kot so manjši nepričakovani prihodki, prispevali k majhnemu in začasnemu povečanju primanjkljaja v letu 2023. Pričakovano izboljšanje skupnega

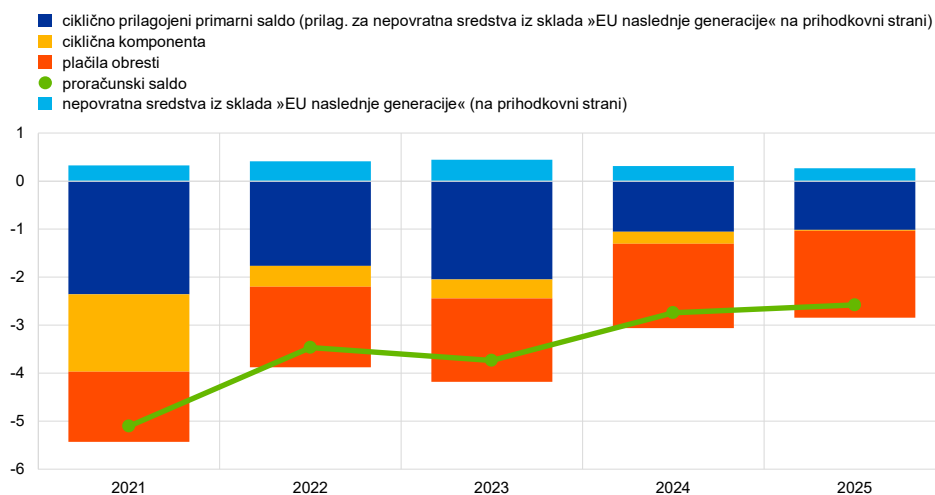
<sup>14</sup> Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 15. decembra 2022 na spletnem mestu ECB.

proračunskega salda v letu 2024 je mogoče v celoti pojasniti z boljšim ciklično prilagojenim primarnim saldonom, ob predpostavki, da se bo veljavnost z energijo povezanih državnih podpornih ukrepov iztekla.

### Graf 27

#### Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)

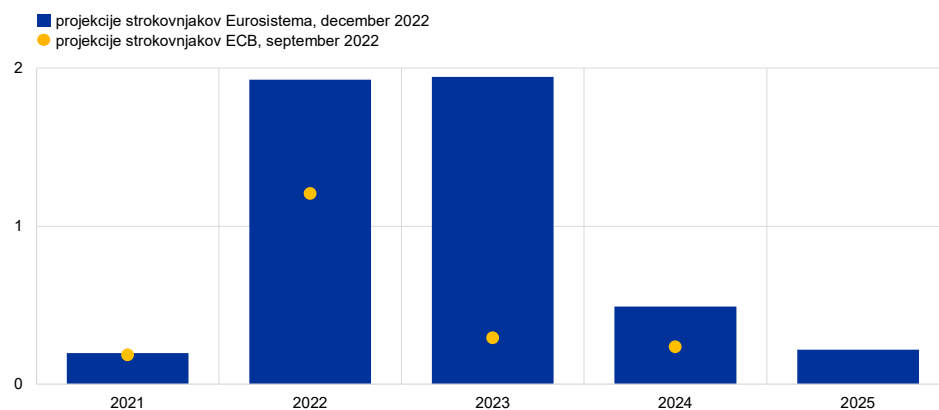


Viri: izračuni ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.  
Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v državah euroobmočja.

### Graf 28

#### Proračunska podpora v euroobmočju kot odziv na visoke cene energentov in inflacijo

(v odstotkih BDP; raven na leto)



Viri: izračuni ECB in makroekonomske projekcije.

**Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v letu 2022 po ocenah zaostрила, v letu 2023 naj bi sicer rahlo popustila, vendar se bo v letu 2024 po pričakovanjih precej zaostрила, če ne bodo sprejeti dodatni diskrecijski**



**ukrepi.**<sup>15</sup> V letu 2022 je mogoče zaostrovanje, kot se kaže v tem merilu naravnosti javnofinančne politike, pripisati precejšnjim nediskrecijskim dejavnikom, ki so predvsem posledica nadaljnjih velikih nepričakovanih prihodkov, ki so se začeli ustvarjati že leto prej. Popuščanje naravnosti javnofinančne politike v letu 2023 je posledica delnega predvidenega obrata po nepričakovanih prihodkih, kar več kot odtehta določeno zaostrovanje skupnih diskrecijskih ukrepov. Zaostrovanje je posledica odprave dela obsežnih ukrepov za spopadanje s pandemijo in spodbujanje okrevanja, uvedenih od začetka krize zaradi koronavirusa (COVID-19). Kljub temu naj bi se v letu 2024, ko se bo večina ukrepov v podporo pri spopadanju z inflacijo predvidoma iztekla, naravnost javnofinančne politike precej zaostрила, čeprav je glede tega precej negotovosti. Ob koncu obdobja napovedi leta 2025 se nato pričakuje na splošno nevtralna naravnost javnofinančne politike.<sup>16</sup>

**V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bil skupni proračunski saldo euroobmočja za leto 2022 popravljen nekoliko navzgor, vendar pa naj bi bil v letu 2023 rezultat po pričakovanih precej bolj neugoden.** Razmerje med proračunskim saldonom in BDP v euroobmočju je bilo tako popravljenega navzgor za 0,3 odstotne točke, ker je bil prispevek gospodarskega cikla in ciklično prilagojenega primarnega salda večji od pričakovanega. Predvideni proračunski saldo pa se je za leto 2023 zelo izrazito poslabšal za 0,9 odstotne točke BDP, in sicer predvsem zaradi bolj negativnega ciklično prilagojenega primarnega salda, kar je posledica pričakovanja nadaljnjih ukrepov državne pomoči, povezanih z visoko inflacijo in vojno v Ukrajini.<sup>17</sup>

**Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki se je leta 2020 zelo povečal, se bo po pričakovanih v letih 2024 in 2025 počasi zmanjšal do slabih 90%, bo pa še vedno večji kot pred krizo.** Po zvišanju stopnje dolga v letu 2020 za okrog 13 odstotnih točk na okrog 97% je v letu 2021 še vedno velik primarni primanjkljaj po ocenah več kot odtehtala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki je precej prispevala k zmanjšanju dolga. Zaradi tega se je delež javnega dolga v razmerju do BDP zmerno zmanjšal, po napovedih pa naj bi se v celotnem obdobju od leta 2022 do leta 2025 še naprej počasi, vendar vztrajno zmanjševal. Zmanjševanje naj bi bilo posledica še vedno ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki odtehta primarni primanjkljaj, ki povečuje dolg, medtem ko naj bi bila prilagoditev med primanjkljajem in dolgom v celotnem obdobju projekcij kumulativno približno nevtralna (graf 29). Delež javnega dolga v razmerju

<sup>15</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker višji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

<sup>16</sup> Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju, prilagojena zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije« (od leta 2021), v letu 2021 po ocenah znaša +1,0 odstotne točke BDP, v letu 2022 pa +0,5 odstotne točke BDP. Po napovedih naj bi v letu 2023 znašala -0,3, v letu 2024 +1,0 in v letu 2025 +0,1 odstotne točke BDP. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila za leto 2022 popravljenega za 0,4 odstotne točke navzgor, za leto 2023 za 1,0 odstotne točke navzdol in za leto 2024 za 1,1 odstotne točke navzgor.

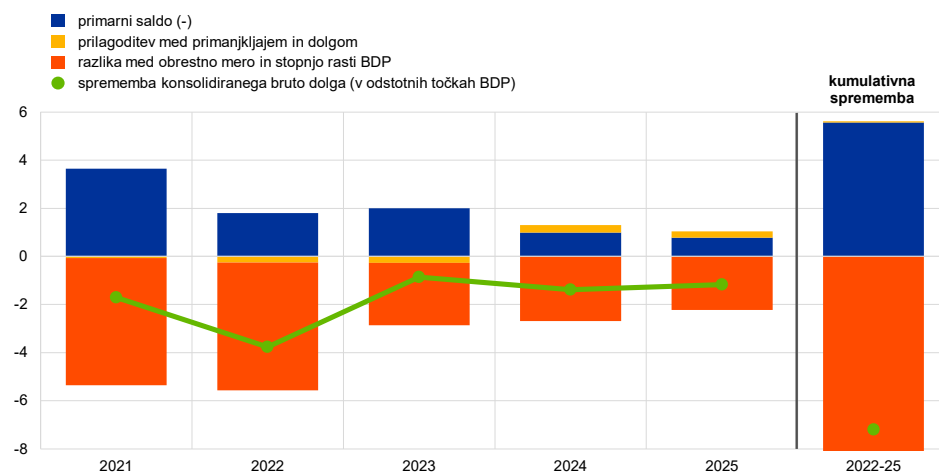
<sup>17</sup> Dodatna državna pomoč zaradi višjih cen energije in drugih izdatkov zaradi vojne v Ukrajini leta 2022 po ocenah znaša 0,9% BDP euroobmočja.

do BDP naj bi ob koncu obdobja projekcij leta 2025 znašal 88%, kar je 4 odstotne točke več kot pred krizo leta 2019.

### Graf 29

#### Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

**Osnovne javnofinančne projekcije so še naprej zelo negotove, kar je povezano predvsem z visokimi cenami energentov in inflacijskim okoljem ter morebitnimi odzivi ekonomskih politik.** Pri javnofinančnih predpostavkah so tveganja v osnovnem scenariju usmerjena navzgor k dodatnim javnofinančnim spodbudam v obdobju 2023–2024 in dodatni preložitvi odpravljanja diskrecijske javnofinančne pomoči, ki je že vključena v napoved.

**Z vidika fiskalne politike bi morali biti ukrepi javnofinančne podpore, s katerimi naj bi gospodarstvo zaščitili pred vplivom visokih cen energentov, začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni ohranjanju spodbud k manjši porabi energije.**

Javnofinančni ukrepi, ki teh načel ne bodo izpolnjevali, bodo verjetno še povečali inflacijske pritiske, zaradi česar bi bil potreben odločnejši odziv denarne politike. Poleg tega bi morale biti fiskalne politike skladno z okvirom ekonomskega upravljanja v EU usmerjene v zagotavljanje, da bo gospodarstvo produktivnejše in da se bo visok javni dolg postopno zmanjšal. Nadaljnje učinkovito usklajevanje politik v euroobmočju bo pomembno, da javnofinančne politike ne bodo prispevale k povečevanju inflacijskih pritiskov, hkrati pa bodo zagotavljale vzdržnost dolga in podpirale naklonjenost javnih financ gospodarski rasti.<sup>18</sup> Reformo okvira ekonomskega upravljanja v EU bi bilo treba hitro zaključiti.

<sup>18</sup> Iz najnovejše Eurosistemove ocene vpliva z energijo povezanih ukrepov pomoči za leto 2023 je razvidno, da bi bil lahko njihov obseg precej večji, kot je na podlagi informacij iz osnutkov proračunskih načrtov držav članic predvidela Komisija v svoji jesenski napovedi 2022. Na podlagi tega je mogoče sklepati, da se bodo tveganja, ki jih je v zvezi s tem opredelila Komisija, verjetno uresničila. Več podrobnosti je v okvirju 8 v tej številki *Ekonomskega biltena*.

# Okvirji

## 1 Inflacijska gibanja v euroobmočju in ZDA

Pripravili Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo in Laura Lebastard

**Skupna inflacija se je v euroobmočju in ZDA od začetka leta 2021 strmo zvišala.** V ZDA je zrasla prej in močneje, vendar je od julija 2022 višja v euroobmočju.<sup>1</sup> Novembra je inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), v euroobmočju znašala 10,1%, potem ko je bila oktobra na ravni 10,6%, medtem ko je v ZDA inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), junija dosegla najvišjo vrednost pri 9,1%, zatem pa se je nekoliko upočasnila in novembra znašala 7,1%.

---

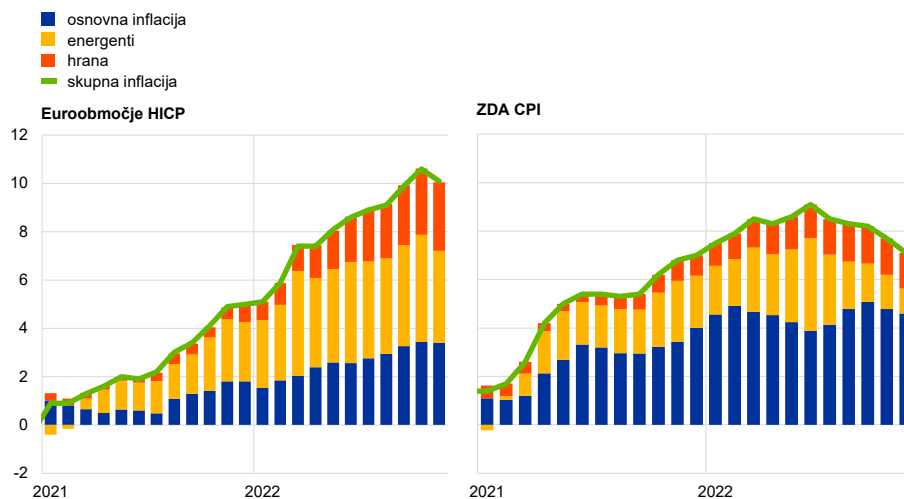
<sup>1</sup> Za prejšnja gibanja glej okvir z naslovom »Primerjava nedavnega gibanja inflacije v ZDA in euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2021, in okvir z naslovom »Recent inflation developments in the United States and the euro area – an update«, *Ekonomski bilten*, številka 1, ECB, 2022.

## Graf A

### Skupna inflacija in komponente

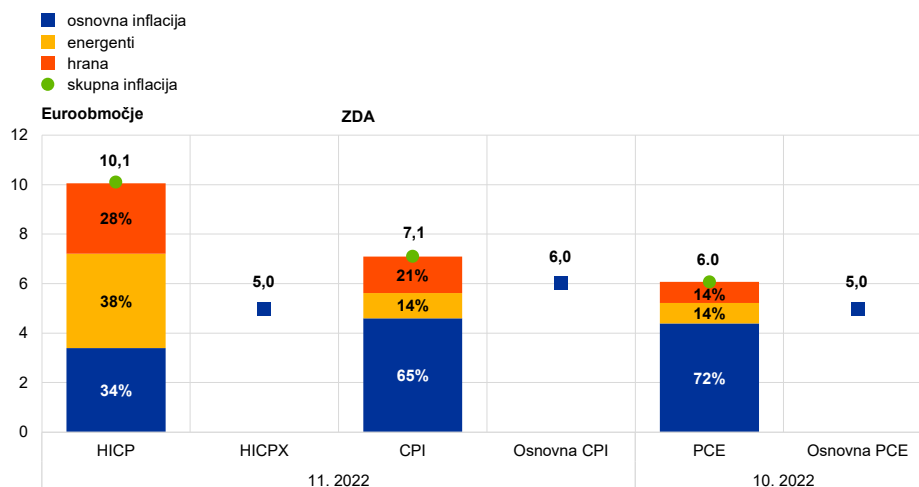
#### a) Gibanje inflacije

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



#### b) Prispevki glavnih komponent inflacije

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics in izračuni ECB.

Opombe: HICPX je HICP euroobmočja brez hrane in energentov (tj. osnovna inflacija). PCE je ameriški indeks cen izdatkov za osebno potrošnjo. Zadnji podatki se nanašajo na november za indeksa HICP in CPI ter na oktober za indeks PCE.

### K višji skupni inflaciji v euroobmočju je največ prispevala rast cen energentov in hrane.

Novembra so samo energenti k skupni inflaciji v euroobmočju prispevali 38%, v ZDA pa zgolj 14%. Energenti in hrana skupaj predstavljajo v euroobmočju približno dve tretjini skupne inflacije, v ZDA pa le približno tretjino (graf A). Glavni razlog za višjo energetske inflacije v euroobmočju so veliko višje cene zemeljskega plina, ki so posledica pomembne vloge, ki jo je imel ruski plin v euroobmočju pred rusko vojno proti Ukrajini. Drugi glavni razlog so posredni učinki cen plina na cene električne energije.<sup>2</sup> Inflacija po HICP brez hrane in energentov je novembra v

<sup>2</sup> Glej okvir z naslovom »Natural gas dependence and risks to euro area activity«, *Ekonomski bilten*, številka 1, ECB, 2022, in okvir z naslovom »Vpliv vojne v Ukrajini na energetske trge v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2022.

euroobmočju znašala 5,0%. To je še vedno manj od ameriške inflacije po CPI brez hrane in energentov (osnovna inflacija), ki je ta mesec znašala 6,0%. Vendar pa je v euroobmočju novembra ostala nespremenjena na visoki ravni, medtem ko je v ZDA rahlo upadla.

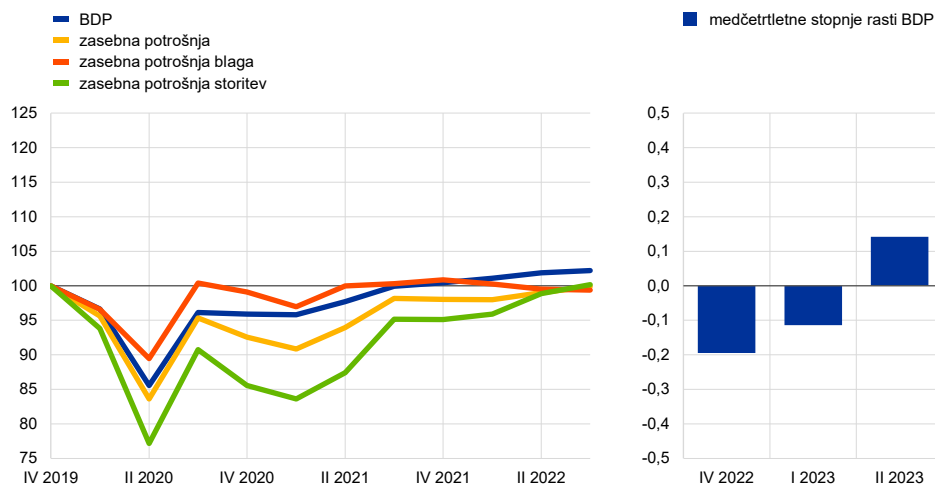
**Glavni razlog za razlike med obema gospodarstvom v inflacijskih gibanjih je bilo močnejše okrevanje v ZDA, ki ga je poganjala potrošnja.** Realni BDP se je v ZDA na raven pred pandemijo vrnil približno dve četrtletji prej kot v euroobmočju (graf B), k čemur je največ prispevalo močnejše okrevanje zasebne potrošnje in naložb v ZDA. Zlasti zasebna potrošnja tako blaga kot tudi storitev se je v euroobmočju šele pred kratkim vrnila na raven zadnjega četrletja 2019, medtem ko je v ZDA raven pred pandemijo preseгла že v začetku leta 2021. V ZDA je močnejša zasebna potrošnja skupaj s hitrejšim sproščanjem ozkih grl na strani ponudbe prispevala tudi k temu, da so se ameriške zasebne nestanovanjske naložbe v prvi polovici leta 2021 vrnile na raven pred pandemijo. Nasprotno so v euroobmočju te naložbe, prilagojene za posebej volatilne neopredmetene naložbe, raven pred pandemijo presegle šele proti koncu leta 2021.

## Graf B

### Realni BDP in potrošnja

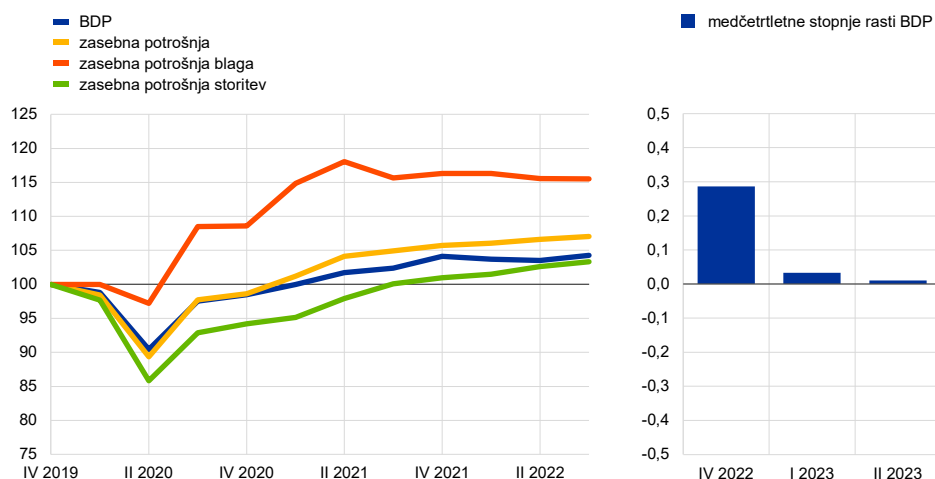
#### a) Euroobmočje

(IV 2019 = 100; medčetrletne spremembe v odstotkih)



#### b) ZDA

(IV 2019 = 100; medčetrletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, baza podatkov za makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2022 in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki za grafa na levi strani se nanašajo na tretje četrletje 2022. Grafa na desni strani kažeta rast BDP, ki je predvidena v projekcijah.

### Razlike v rasti potrošnje med obema gospodarstvoma je mogoče v veliki meri pojasniti z dvema dejavnikoma – z ukrepi javnofinančne politike in dinamiko pogojev menjave.

Prvič, zelo hitro in močno okrevanje potrošnje blaga v ZDA je poganjala splošna in razmeroma velika podpora dohodkom gospodinjstev med pandemijo, ki je med drugim zajemala čeke za spodbujanje potrošnje in povečanje nadomestil za brezposelnost.<sup>3</sup> V euroobmočju je bila državna pomoč bolj ozko usmerjena na tiste, ki so bili najbolj izpostavljeni pandemiji, in se je izvajala bodisi v obliki nadomestil za izgubo dohodka bodisi v obliki shem za ohranjanje delovnih

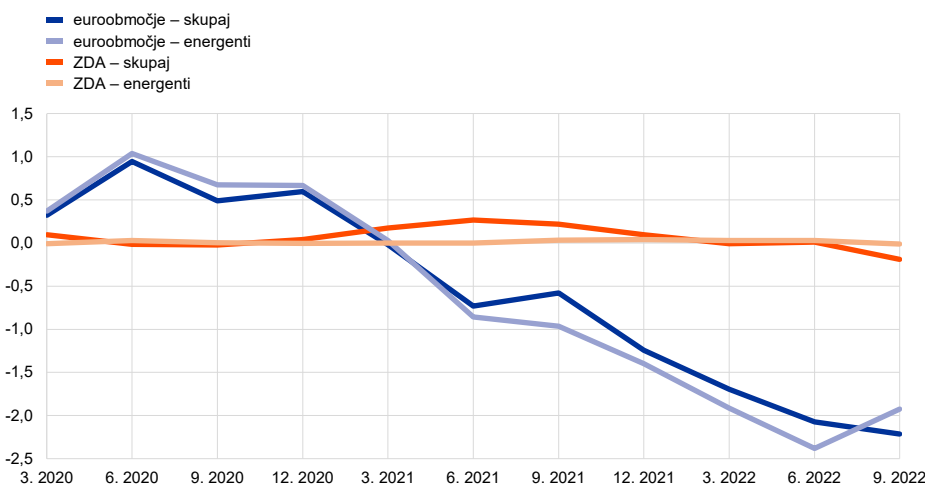
<sup>3</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA v letu 2020«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, 2021, in članek z naslovom [The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance](#)«, OECD, januar 2022.

mest.<sup>4</sup> Drugič, rast cen energentov od pomladi 2021, ki jo je eno leto pozneje močno pospešila vojna v Ukrajini, je povzročila šok iz pogojev menjave, ki je euroobmočje prizadel veliko bolj kot ZDA, saj je bilo euroobmočje močno odvisno od uvoza plina iz Rusije (graf C).<sup>5</sup> Ta vpliv so še okrepila tečajna gibanja, saj je ameriški dolar močno zrasel, euro pa je upadel ne le v razmerju do dolarja, ampak tudi efektivno. V euroobmočju je bil ocenjeni učinek enak prenosu okrog 2,2% BDP v tujino, kumulirano v štirih četrtletjih do tretjega četrtletja 2022. V ZDA je bil dohodkovni učinek približno nevtralen, saj je država energijsko samozadostna. Izguba zaradi poslabšanja pogojev menjave je precej zmanjšala razpoložljivi dohodek gospodinjstev v euroobmočju, kar je še posebno močno prizadelo povpraševanje po trajnih dobrinah.<sup>6</sup> Izguba dohodka prek tega kanala bi se lahko še povečala, kar bi v prihodnjih četrtletjih zaviralo gospodarsko aktivnost v euroobmočju.

### Graf C

#### Vpliv pogojev menjave na dohodek

(vpliv na medletno rast BDP v odstotnih točkah)



Viri: Haver Analytics, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Vpliv pogojev menjave na dohodek se izračuna s tehtanjem sprememb izvoznih in uvoznih cen z njihovimi preteklimi vrednostmi (enoletni razmik) in je izražen kot odstotni delež BDP. Zadnji podatki se nanašajo na september 2022.

**V skladu z lanskim počasnejšim okrevanjem v euroobmočju se je pomen povpraševanja kot spodbujevalca osnovne inflacije v euroobmočju povečeval bolj postopno in pozneje kot v ZDA (graf D).** V ZDA je prispevek povpraševanja k osnovni inflaciji že sredi leta 2021 dosegel raven okrog 1,5 odstotne točke in se je v zadnjem času še povečal na skoraj 2 odstotni točki, medtem ko se v euroobmočju povečuje precej bolj postopno in je ravni nad 1,5 odstotne točke dosegel šele v zadnjih mesecih. Pri cenah blaga dejavniki ponudbe k inflaciji še vedno prispevajo več kot dejavniki povpraševanja tako v ZDA kot tudi v euroobmočju. Pri cenah storitev pa imajo v ZDA pomembnejšo vlogo dejavniki ponudbe, medtem ko so v euroobmočju izrazitejši dejavniki povpraševanja. Pri inflaciji v skupini storitev, kjer je

<sup>4</sup> Glej Licchetta, M et al. (2022), »Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis«, *European Economy Discussion Paper*, 160, Evropska komisija, marec.

<sup>5</sup> Za več podrobnosti glej okvir z naslovom »Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account«, *Ekonomski bilten*, številka 3, ECB, 2022.

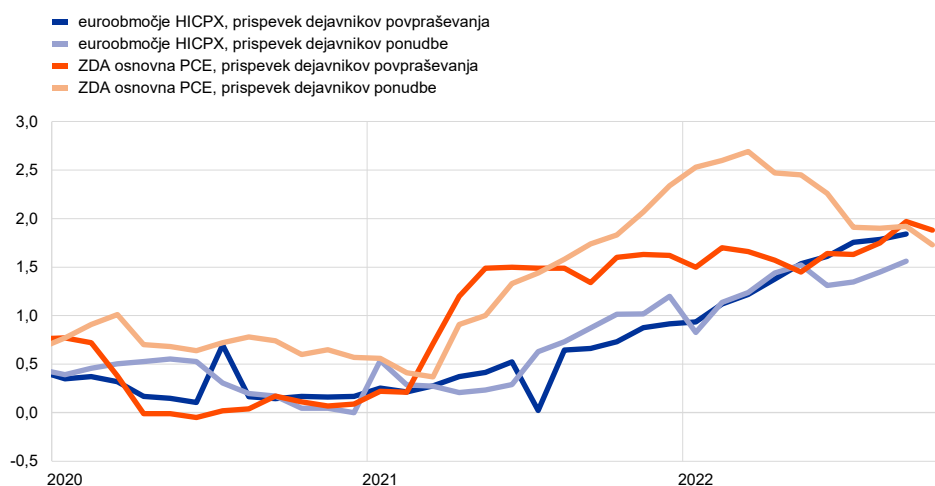
<sup>6</sup> Glej okvir z naslovom »Vpliv višjih cen energentov na potrošnjo storitev in izdelkov v euroobmočju«, v tej številki *Ekonomskega biltena*.

delovna sila navadno daleč največji vložek, je večji absolutni in relativni pomen dejavnikov ponudbe v ZDA lahko deloma povezan s pomanjkanjem delovne sile in večjim vplivom tega pomanjkanja na plače kot v euroobmočju.<sup>7</sup>

## Graf D

### Razčlenitev osnovne inflacije v komponente povpraševanja in ponudbe

(prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Merili osnovne inflacije sta HICP brez energentov in hrane (HICPX) za euroobmočje ter deflator izdatkov za osebno potrošnjo brez hrane in energentov (osnovna inflacija, merjena z indeksom PCE) za ZDA. Serije so desezonirane. Podatki temeljijo na Shapiro, A.H., »How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?«, *FRBSF Economic Letters*, No 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21. junij 2022; in Shapiro, A.H., »Decomposing Supply and Demand Driven Inflation«, *Working Papers*, No 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, oktober 2022. Rezultati za euroobmočje so predstavljeni v okvirju z naslovom »The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components«, *Ekonomski bilten*, številka 7, ECB, 2022. Zadnji podatki se nanašajo na september 2022 za euroobmočje in na oktober 2022 za ZDA.

**Obeti za gospodarsko rast v bližnji prihodnosti so v euroobmočju slabši kot v ZDA, kar pomeni, da bo gospodarska aktivnost v euroobmočju tudi v prihodnje manj prispevala k inflaciji.** V makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2022 je predvideno, da se bo v euroobmočju realni BDP v četrtem četrtletju 2022 in prvem četrtletju 2023 rahlo skrčil, v ZDA pa bo zabeležil sicer skromno rast (graf B). Po decembrskih projekcijah bo inflacija, merjena z indeksom HICP, leta 2023 znašala 6,3%, leta 2024 pa 3,4%, medtem ko bo inflacija po HICP brez hrane in energentov predvidoma znašala 4,2% v letu 2023 in 2,8% v letu 2024. Medtem ko bo skupna inflacija v euroobmočju zaradi njegove večje izpostavljenosti šokom cen energentov, povezanih z vojno v Ukrajini, kratkoročno predvidoma ostala višja kot v ZDA, bo osnovna inflacija tu nekoliko nižja, kar bo posledica nadaljnjih izgub iz pogojev menjave in manjšega pomanjkanja ustrezne delovne sile.

**Strokovnjaki pričakujejo, da bo čez dve leti inflacija rahlo višja v ZDA kot v euroobmočju.** Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov (ECB Survey of Professional Forecasters, SPF) bo inflacija v euroobmočju čez eno leto znašala 4,8%. To je precej višje od inflacije v ZDA, merjene z indeksom PCE, ki naj bi po anketi, ki jo je v 4. četrtletju 2022 izvedla Federal Reserve Bank of

<sup>7</sup> Za več podrobnosti o plačnih gibanjih glej okvir z naslovom »Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages« v članku »Wage developments and their determinants since the start of the pandemic« v tej številki Ekonomskega biltena.

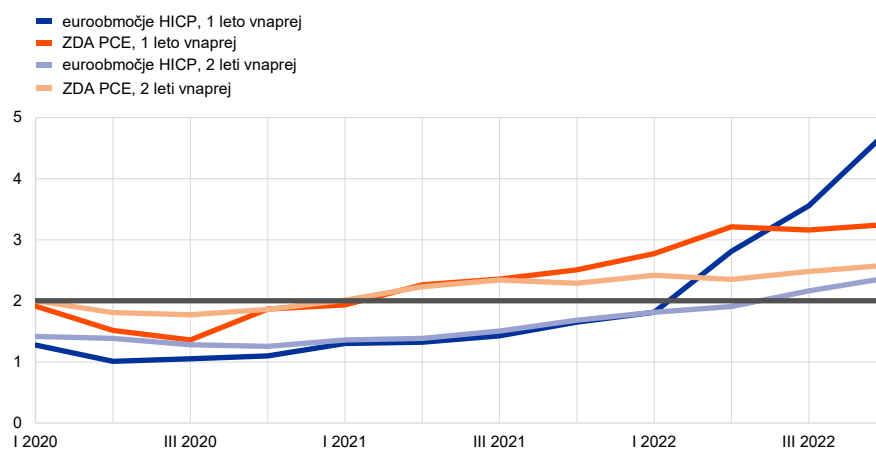


Philadelphia, čez eno leto znašala 3% (graf E). Obenem inflacijska pričakovanja za ZDA dve leti vnaprej znašajo 2,6% za indeks PCE in 2,8% za indeks CPI, medtem ko inflacijska pričakovanja glede indeksa HICP v euroobmočju za dve leti vnaprej znašajo 2,4% (graf E). Ti rezultati nakazujejo, da bo inflacija nad ciljno ravno centralne banke nekoliko dalj časa vztrajala v ZDA kot v euroobmočju. To morda odraža močnejšo domačo komponento inflacije v ZDA ter na splošno bolj optimistična pričakovanja glede dinamike na ameriškem trgu dela.

## Graf E

### Kratkoročna in srednjeročna inflacijska pričakovanja in napovedi

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (EA SPF) za 4. četrletje 2022, anketa Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters za 4. četrletje 2022 (US SPF).

Opombe: Anketa za ZDA se izvede en mesec pozneje kot za euroobmočje. Za ameriško anketo (US SPF) se pričakovanja za eno leto vnaprej izračunajo kot povprečna pričakovana stopnja inflacije v štirih četrletjih po anketi SPF (tj. za anketo, izvedeno v 4. četrletju 2022, to pomeni povprečje od 1. četrletja 2023 do 4. četrletja 2023), inflacijska pričakovanja za dve leti vnaprej pa so pričakovanja v četrletju, v katerem se anketa izvaja, za koledarsko leto po naslednjem letu. Pri anketi za euroobmočje (EA SPF) se pričakovanja za eno leto vnaprej izračunajo kot pričakovana stopnja inflacije eno leto po datumu, za katerega so na voljo najnovejši razpoložljivi podatki (tj. v 4. četrletju 2022 so bili na voljo podatki za september 2022, zato se pričakovanja eno leto vnaprej nanašajo na medletno stopnjo inflacije, ki se pričakuje septembra 2023), medtem ko se pričakovanja za dve leti vnaprej izračunajo kot pričakovana stopnja inflacije dve leti po datumu, za katerega so na voljo najnovejši razpoložljivi podatki (tj. v 4. četrletju 2022 so bili na voljo podatki za september 2022, zato se pričakovanja dve leti vnaprej nanašajo na medletno stopnjo inflacije, ki se pričakuje septembra 2024).

Pripravila Matteo Falagiarda in Christine Gartner

**Hrvaška je 1. januarja 2023 sprejela euro in postala 20. članica euroobmočja.**

Tej prvi širitvi euroobmočja po vstopu Litve leta 2015 sta vrata odprli oceni, ki sta jih v konvergenčnih poročilih leta 2022 podali [Evropska komisija](#) in [Evropska centralna banka](#).<sup>1</sup> Svet Evropske unije je nato 12. julija 2022 uradno odobril pristop Hrvaške k euroobmočju in določil menjalno razmerje hrvaške kune v višini 7,53450 za euro.<sup>2</sup> To je bil osrednji tečaj kune v obdobju, ko je Hrvaška sodelovala v mehanizmu deviznih tečajev (ERM II).<sup>3</sup>

**Hrvaška je majhno gospodarstvo, ki je s trgovinskimi in finančnimi vezmi dobro povezano z euroobmočjem.**

Ima okrog 4 milijone prebivalcev, njen BDP pa predstavlja približno 0,5% BDP euroobmočja. Sestava hrvaške bruto dodane vrednosti je na splošno podobna kot v euroobmočju kot celoti, saj industrija (vključno z gradbeništvo) prispeva okrog 25%, storitvene dejavnosti pa okrog 72% dodane vrednosti (graf A, slika a). V hrvaškem storitvenem sektorju prevladuje turizem, ki je leta 2019 prispeval približno 19% BDP. V letu 2020 se je ta delež zaradi pandemije koronavirusa precej zmanjšal, nato pa v letih 2021 in 2022 spet povečal. Delež turizma v BDP je daleč največji med vsemi državami članicami EU (graf A, slika b). Turizem ima velike prelivne učinke tudi na druge gospodarske sektorje.

<sup>1</sup> Evropska komisija in ECB pripravljata konvergenčna poročila na podlagi člena 140(1) Pogodbe o delovanju Evropske unije.

<sup>2</sup> Glej »[Hrvaška se bo 1. januarja 2023 pridružila euroobmočju](#)«, *sporočilo za javnost*, ECB, 12. julij 2022.

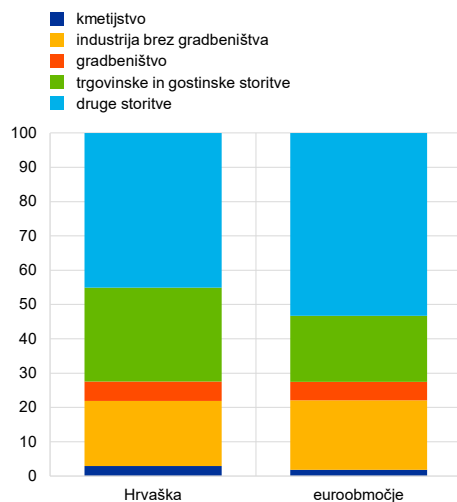
<sup>3</sup> Glej okvir z naslovom »[Bolgarski lev in hrvaška kuna v mehanizmu deviznih tečajev \(ERM II\)](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020, in članek z naslovom »[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

## Graf A

### Struktura hrvaškega gospodarstva

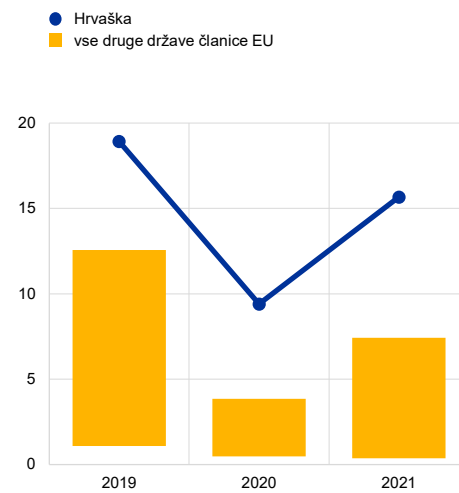
#### a) Bruto dodana vrednost po gospodarskih panogah

(kot odstotek skupnega zneska)



#### b) Prihodki od turizma

(kot odstotek BDP)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: Slika a) temelji na bruto dodani vrednosti v tekočih cenah v drugem četrtletju 2022. »Trgovinske in gostinske storitve« vključujejo trgovino, promet, nastanitvene in gostinske dejavnosti. Slika b) temelji na potovalnih kreditih v statistiki plačilne bilance, ki merijo izdatke nerezidentov za blago in storitve ob obisku države. Rumeni stolpci označujejo razpon med najmanjšim in največjim deležem turizma v BDP v državah članicah EU.

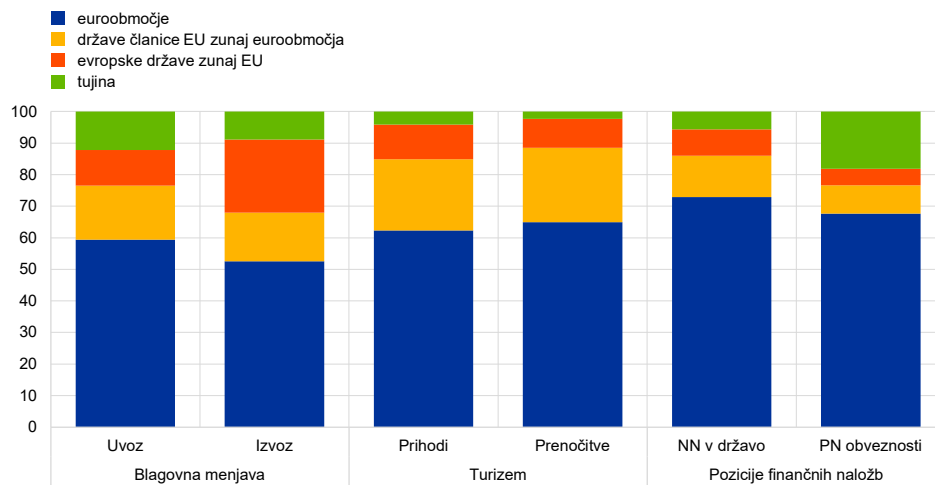
Euroobmočje je glavni trgovinski in finančni partner Hrvaške (graf B). Poleg tega imajo banke, ki so v lasti finančnih institucij s sedežem v drugih državah euroobmočja, dominantno vlogo v hrvaškem bančnem sistemu. Za hrvaško gospodarstvo je bila že pred uradno uvedbo eura značilna tudi visoka stopnja euroizacije. Velik delež javnega in zasebnega dolga je bil izdan v eurih, kar odraža valutno sestavo prihrankov gospodinjstev in likvidnih sredstev nefinančnih družb (graf C).<sup>4</sup> Gledano v celoti je bil gospodarski cikel hrvaškega gospodarstva v desetih letih do uvedbe eura zelo močno sinhroniziran z gospodarskim ciklom v euroobmočju.

<sup>4</sup> Vseeno za države zunaj euroobmočja visoka stopnja euroizacije lahko predstavlja tudi tveganje in zmanjšuje prožnost domačih ekonomskih politik.

## Graf B

### Trgovinske in finančne vezi Hrvatske z euroobmočjem

(kot odstotek skupnega zneska)



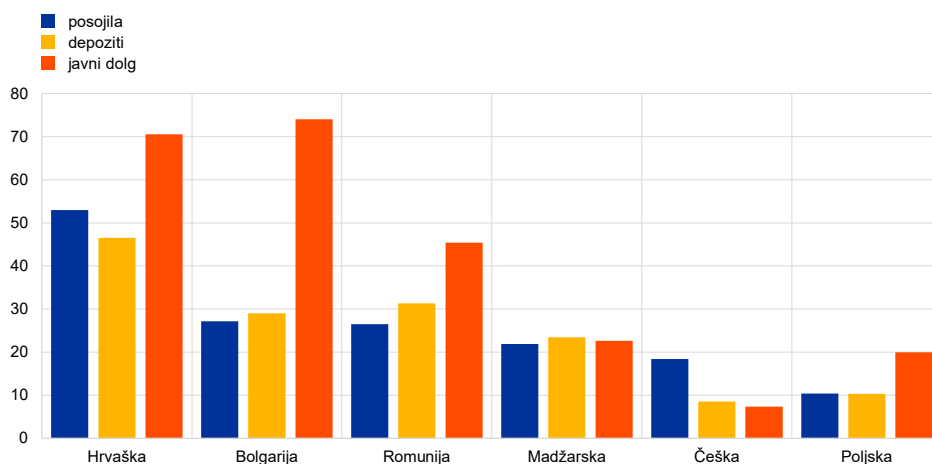
Viri: Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, Mednarodni denarni sklad (CDIS in CPIS) in izračuni avtorjev.

Opombe: »NN« pomeni neposredne naložbe, »PN« pa portfeljske naložbe. »CDIS« je usklajena anketa o neposrednih naložbah (Coordinated Direct Investment Survey), ki jo izvaja Mednarodni denarni sklad, »CPIS« pa je anketa MDS o portfeljskih naložbah (Coordinated Portfolio Investment Survey). Podatki se nanašajo na leto 2021 za blagovno menjavo, turizem in obveznosti iz naslova portfeljskih naložb. Podatki se nanašajo na leto 2020 za pozicije neposrednih naložb. Pri prihodih in prenositvah turistov se domači turisti ne upoštevajo. Deleži za obveznosti iz naslova portfeljskih naložb so bili izračunani z uporabo zrcalnih podatkov o dvostranskih sredstvih do Hrvatske.

## Graf C

### Delež v eurih izraženih posojil, depozitov in državnega dolga

(kot odstotek skupnega zneska)



Viri: ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: Podatki se nanašajo na stanje posojil in depozitov nenedarnih finančnih institucij brez sektorja širše opredeljene države ob koncu avgusta 2022 ter na stanje javnega dolga ob koncu leta 2021.

**Uvedba eura bo hrvatskemu gospodarstvu predvidoma koristila z odpravo valutnega tveganja ter znižanjem transakcijskih in kreditnih stroškov.** Ker je Hrvatska že zdaj tesno povezana z euroobmočjem in se predpostavlja, da bo v prihodnje izvajala zdravo javnofinančno, strukturno in finančno politiko, se pričakuje, da bo z uvedbo eura pridobila. Prednosti so naslednje: (i) odprava valutnega tveganja v odnosu do eura, ki je bil v zadnjem času eden glavnih virov ranljivosti v hrvatskem gospodarstvu, (ii) pozitiven vpliv na zunanjo trgovino (vključno s turizmom)

in na naložbe zaradi nižjih transakcijskih stroškov ter večje transparentnosti in primerljivosti cen,<sup>5</sup> in (iii) nižji stroški zadolževanja za gospodarstvo zaradi trdno zasidranih inflacijskih pričakovanj ob nižjih regulativnih stroških in valutnem tveganju. Vsi stroški in tveganja, povezani z uvedbo eura, bodo predvidoma razmeroma majhni in večinoma enkratni, kot so stroški prehoda na novo valuto ali tveganje neupravičenega zvišanja cen (proti kateremu so hrvaške oblasti sprejele več ukrepov). Ker je Hrvaška gospodarsko in finančno že zdaj tesno povezana z euroobmočjem in ker je bil devizni tečaj HRK/EUR v preteklosti stabilen, bodo stroški, ki bodo nastali zaradi izgube zmožnosti prilagajanja deviznega tečaj kot orodja makroekonomske politike v primeru asimetričnih šokov, verjetno nizki. Vendar pa morajo hrvaške oblasti za zmanjšanje verjetnosti, da se ti stroški uresničijo, izvajati zdrave ekonomske in javnofinančne politike ter pri tem upoštevati, da skupna valuta in enotna denarna politika neogibno prinašata določene omejitve.

### **Hrvaška je po vstopu v EU leta 2013 v precejšnji meri odpravila makroekonomska neravnotežja in dosegla konvergenco v smeri euroobmočja.**

Makroekonomska neravnotežja, ki so prišla v ospredje v obdobju dolgotrajne recesije med letoma 2009 in 2014, so bila postopno odpravljena. Izhajala so iz visokih stopenj zunanjega, zasebnega in javnega dolga v razmerah nizke potencialne rasti. K postopni odpravi neravnotežij sta največ prispevala gospodarsko okrevanje, ki je sledilo recesiji, ter verodostojni ukrepi politik, kot so preudarna proračunska naravnost ter reforme na trgu dela in v poslovnem okolju. Hkrati je Hrvaška dosegla precejšnjo stopnjo realne konvergence z euroobmočjem. Njen BDP na prebivalca, ki je leta 2012 (tik pred vstopom v EU) znašal približno 55% povprečja euroobmočja, je leta 2022 dosegel malenkost več kot 70% (graf D, slika a). Realna rast na Hrvaškem je sledila tipičnemu procesu dohitevanja v državah, ki so euro uvedle po letu 2002, in v drugih državah zunaj euroobmočja (graf D, slika b). Poleg tega je Hrvaška leta 2020 dosegla konvergenco pri bančnem nadzoru, saj je začelo veljati tesno sodelovanje, ki deluje kot preddverje za vstop držav zunaj euroobmočja v bančno unijo.<sup>6</sup> S tesnim sodelovanjem je Hrvaška zagotovila, da v bančnem nadzoru uporablja skupne nadzorne standarde, kar prispeva k ohranjanju cenovne stabilnosti in pospešuje proces finančne integracije.

<sup>5</sup> Hrvaški trgovini in turizmu bo verjetno pomagal tudi vstop Hrvaške v schengensko območje 1. januarja 2023.

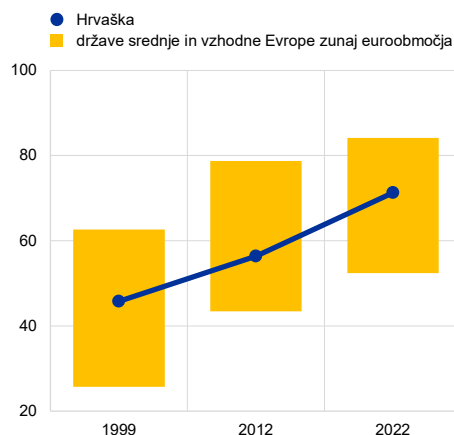
<sup>6</sup> Za več podrobnosti glej »[ECB establishes close cooperation with Croatia's central bank](#)«, *sporočilo za javnost*, ECB, 10. julij 2020.

## Graf D

### Realni BDP na prebivalca

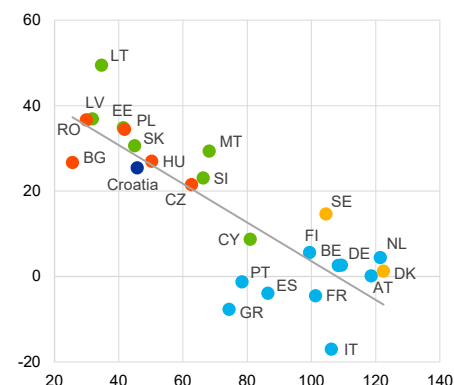
#### a) V razmerju do povprečja euroobmočja

(indeks: euroobmočje = 100)



#### b) Začetna raven v letu 1999 v primerjavi s poznejšimi spremembami glede na povprečje euroobmočja

(indeks: euroobmočje = 100, os x: raven v letu 1999, os y: sprememba ravni (1999–2022))



Viri: Evropska komisija (baza podatkov AMECO) in izračuni avtorjev.  
Opombe: Na podlagi realnega BDP na prebivalca po standardu kupne moči. Za več podrobnosti glej okvir 2 v Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucci, E., Heinz, F.F. in Muzikarova, S., »Real convergence in the euro area: a long-term perspective«, *Occasional Paper Series*, št. 203, ECB, december 2017. Podatki za leto 2022 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije, jesen 2022. Na sliki a) rumeni stolpci označujejo razpon med državami srednje in vzhodne Evrope zunaj euroobmočja (Bolgarija, Češka, Madžarska, Poljska in Romunija) z najmanjšim in največjim BDP na prebivalca. Na sliki b) rdeče pike označujejo države srednje in vzhodne Evrope zunaj euroobmočja (Bolgarija, Češka, Madžarska, Poljska in Romunija), rumeni pike označujeta Dansko in Švedsko, zelene pike označujejo države, ki so v euroobmočje vstopile po letu 2002 (Ciper, Malta, Slovenija, Slovaška, Latvija, Litva in Estonija), svetlo modre pike pa označujejo države, ki so v euroobmočje vstopile pred letom 2002 (Belgija, Nemčija, Grčija, Španija, Francija, Italija, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska). Irska je izključena zaradi izjemnega popravka BDP za leto 2015, ki ni odražal dejanskega povečanja gospodarske aktivnosti. Luksemburg je izključen, ker je izračun BDP na prebivalca izkrivljen zaradi velikega števila čezmejnih delavcev.

### Po precejšnjem upadu v letu 2020 je hrvaško gospodarstvo močno okrevalo in ostalo odporno na gospodarske posledice ruske invazije na Ukrajino.

Zaradi velike odvisnosti od turizma je pandemija močno prizadela hrvaško gospodarstvo, saj se je realni BDP leta 2020 skrčil za 8,6%. Čeprav je podpora politik pomagala ublažiti gospodarske posledice krize, je gospodarski upad začasno zavrl napredek, ki je bil dosežen pri odpravljanju makroekonomskih neravnotežij pred pandemijo. Leta 2021 se je proces dohitevanja spet pospešil, saj je Hrvaška zaradi uspešne turistične sezone ob močni zasebni potrošnji in dinamiki naložb dosegla dvomestno gospodarsko rast (13,1%). Tudi v letu 2022 je Hrvaška ostala ena najhitreje rastočih držav članic EU, saj je turizem še naprej posloval dobro, neposredna trgovinska in finančna izpostavljenost do Rusije pa je ostala dokaj omejena.<sup>7</sup> Zaradi strme rasti cen energentov in hrane se je inflacija cen življenjskih potrebščin v letu 2022 še povečala in precej prehitela inflacijo v euroobmočju. Javnofinančni ukrepi, kot so znižanje DDV in zamejitve cen plina, električne energije in osnovnih živil, znižanje trošarin za gorivo in zamrznitev marž na naftne derivate, so prispevali k začasni ublažitvi inflacijskih pritiskov. Na splošno so številni šoki, ki so izhajali iz krize zaradi pandemije in vojne v Ukrajini, le v manjši meri vplivali na sposobnost Hrvaške, da izpolni konvergenčna merila za uvedbo eura. Kljub temu nekaj zaskrbljenosti še vedno vzbujata vprašanje, ali bo Hrvaška sposobna vzdrževati konvergenco na

<sup>7</sup> Evropska komisija je v [poglobljenem pregledu za leto 2022](#) ugotovila, da na Hrvaškem, kjer so bila v letu 2021 ugotovljena neravnotežja, ni neravnotežij.

področju inflacije, na primer če bodo k inflaciji prispevali javnofinančni ukrepi, ki podpirajo agregatno povpraševanje.

**Da bi Hrvaška lahko v celoti izkoristila prednosti eura in omogočila učinkovito delovanje mehanizmov prilagajanja v razširjenem valutnem območju, je pomembno, da zagotovi vzdržnost ekonomske konvergence.** S svojimi ekonomskimi politikami bi morala podpirati potencialno rast in odpornost, da ne bi nastala nova makroekonomska neravnotežja. Zdi se, da Hrvaška kot gospodarstvo v dohitevanju še ne dosega gospodarske rasti, ki bi jo lahko. Zato bi morala izvajati strukturne politike, s katerimi bi zvišala potencialno rast ter izboljšala konkurenčnost in odpornost svojega gospodarstva. Prednostno bi se lahko usmerila v izboljšanje kakovosti in učinkovitosti institucionalnega in poslovnega okolja, javne uprave in pravosodnega sistema ter v posodobitev infrastrukture države. Na splošno bi morale politike podpirati inovacije in naložbe v nove tehnologije, med drugim tudi zato, da bi k gospodarski rasti poleg turizma več prispevali tudi drugi sektorji. Za povečanje produktivnosti dela bi bilo bistveno izvesti ukrepe, katerih cilj je (i) zmanjšati neskladja med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela, (ii) povečati obseg in kakovost ponudbe delovne sile, (iii) povečati nizko stopnjo aktivnosti in (iv) uskladiti izobraževalni sistem s potrebami gospodarstva. Za uspešen zaključek programa reform bi bilo izjemnega pomena tudi učinkovito črpanje sredstev EU, dodeljenih državi.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Na nedavni program reform so vplivale tudi številne politične zaveze, ki so jih hrvaške oblasti sprejele ob vstopu v ERM II, da bi Hrvaška do uvedbe eura lahko dosegla visoko stopnjo vzdržne ekonomske konvergence. Te zaveze se nanašajo na državni okvir za preprečevanje pranja denarja, poslovno okolje, upravljanje javnega sektorja in insolvenčni okvir. Za več podrobnosti glej »[Communiqué on Croatia](#)«, *sporočilo za javnost*, ECB, 10. julij 2020.

## Vpliv višjih cen energentov na potrošnjo storitev in proizvodov v euroobmočju

Alina Bobasu in Johannes Gareis

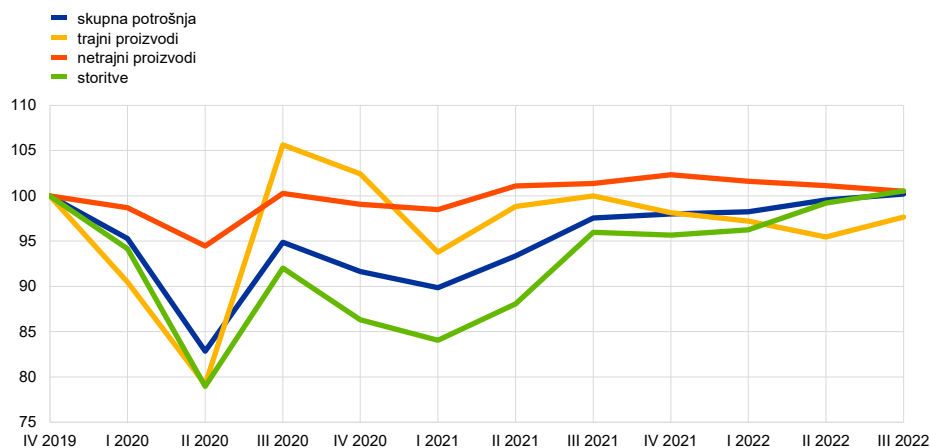
### Nedavno povečanje realne zasebne potrošnje v euroobmočju prikriva različna gibanja posameznih komponent potrošnje.

Skupna zasebna potrošnja v euroobmočju se je v drugem in tretjem četrtletju 2022 precej povečala, na kar je spodbudno vplivala predvsem potrošnja storitev, ki se je močno povečala po umirjeni rasti na začetku leta (graf A).<sup>1</sup> Nasprotno se je potrošnja netrajnih proizvodov že tretje četrtletje zapored zmanjšala. Obenem se je trend zmanjševanja potrošnje trajnih proizvodov (ki se je začel v zadnjem četrtletju 2021) nadaljeval vse do drugega četrtletja 2022, nato pa se je v tretjem četrtletju potrošnja teh proizvodov začela povečevati. Čeprav je k okrevanju skupne zasebne potrošnje prispevalo več dejavnikov – med drugim splošno sproščanje pandemičnih omejitev in postopno popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah – je močno zvišanje cen energentov z vplivom na kupno moč gospodinjstev precej zavrlo rast potrošnje.<sup>2</sup> V tem okvirju poskušamo kvantificirati vpliv nedavne rasti cen energentov na realno zasebno potrošnjo v euroobmočju. Osredotočamo se na šoke v dobavi energentov, ki so od sredine leta 2021 vse večji, zlasti po ruski invaziji na Ukrajino na začetku leta 2022.<sup>3</sup>

### Graf A

#### Gibanje realne zasebne potrošnje v euroobmočju

(IV 2019 = 100)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Netrajni proizvodi vključujejo poltrajne proizvode.

### Nedavno strmo zvišanje cen energentov je precej vplivalo na realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev. Pri ocenjevanju vpliva, ki ga imajo

- Realna zasebna potrošnja in komponente za euroobmočje temeljijo na agregiranju razpoložljivih podatkov na ravni posameznih držav.
- Glej na primer članek z naslovom »Energy prices and private consumption: what are the channels?«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2022.
- Glej članek z naslovom »Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2022.

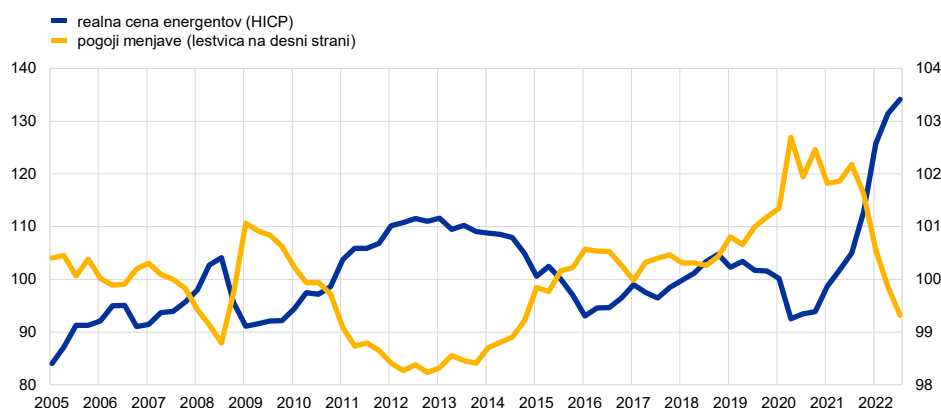


spremembe cen energentov na realno zasebno potrošnjo, je uporaben kazalnik razmerje med deflatorjem BDP in deflatorjem zasebne potrošnje (ali med deflatorjem prihodkov in deflatorjem odhodkov). To merilo pogojev menjave je teoretično dobro utemeljeno ter zajema neposredne (npr. cene življenjskih potrebščin) in posredne kanale (npr. plače), prek katerih cene energentov vplivajo na kupno moč gospodinjstev.<sup>4</sup> V euroobmočju ta kazalnik beleži negativno korelacijo z realnimi cenami energentov in se od konca leta 2021 strmo znižuje, pri čemer precej zavira realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in vpliva na zasebno potrošnjo (graf B).<sup>5</sup>

## Graf B

### Realne cene energentov in pogoji menjave

(2015 = 100)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni ECB.

Opombe: »Realna cena energentov« pomeni razmerje med skupino energentov v indeksu HICP in skupnim indeksom HICP. Pogoji menjave so izračunani kot razmerje med deflatorjem BDP in deflatorjem zasebne potrošnje.

**Vpliv šokov v dobavi energentov na zasebno potrošnjo je mogoče izpeljati z modelom strukturne vektorske avtoregresije (SVAR).** Model SVAR vključuje razmerje med deflatorjem BDP in deflatorjem zasebne potrošnje kot kazalnik pogojev menjave, indeks HICP, realni BDP, 3-mesečni EURIBOR ter bodisi skupno zasebno potrošnjo bodisi potrošnjo trajnih proizvodov, netrajnih proizvodov ali storitev. Strukturni ekonomski dejavniki se identificirajo z omejitvijo predznaka pri odzivanju modelskih spremenljivk na vpliv šokov. Pri ugotavljanju šoka v dobavi energentov se nepričakovano poslabšanje dobave energentov modelira ob predpostavki, da nepričakovano poslabšanje pogojev menjave (npr. zvišanje realnih

<sup>4</sup> Podrobna razprava je v okvirju z naslovom »Cene nafte, pogoji menjave in zasebna potrošnja«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2018.

<sup>5</sup> Na pogoje menjave lahko vplivajo tudi drugi dejavniki (npr. nominalni devizni tečaj ter cene proizvodov in storitev razen energentov), vendar je po empiričnih ugotovitvah spreminjanje pogojev menjave v euroobmočju večinoma posledica cen energentov. Razčlenitev dinamike realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev na različne dohodkovne vire ter pogoji menjave v obdobjih strmega nihanja cen energentov so predstavljeni v članku z naslovom »Energy prices and private consumption: what are the channels?«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2022.

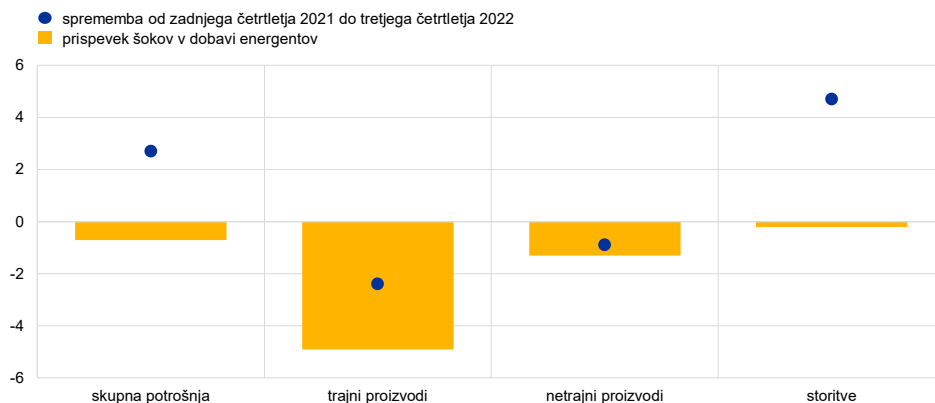
cen energentov) povzroči takojšen pozitiven učinek na inflacijo ter takojšen negativen učinek na realno gospodarsko aktivnost in zasebno potrošnjo.<sup>6</sup>

**Šoki v dobavi energentov so v zadnjih četrletjih precej vplivali na realno zasebno potrošnjo, zlasti na potrošnjo trajnih proizvodov.** Šoki v dobavi energentov so v zadnjih četrletjih precej vplivali na skupno zasebno potrošnjo, pri čemer je bil vpliv na posamezne komponente potrošnje različno intenziven. Šoki v dobavi energentov so imeli le zanemarljiv negativen vpliv na potrošnjo storitev, kar pomeni, da se je po ponovnem odprtju gospodarstva spomladi 2022 ta komponenta močno povečala. Šoki pa so imeli nedvomno večji negativen vpliv na potrošnjo netrajnih proizvodov in zlasti trajnih proizvodov, kar je mogoče pripisati šibki dinamiki v zadnjih četrletjih. Razmeroma močan odziv potrošnje trajnih proizvodov na zvišanje cen energentov je verjetno posledica dejstva, da lahko gospodinjstva uporabljajo svoje obstoječe zaloge trajnih proizvodov, ne da bi to takoj vplivalo na njihovo blaginjo.<sup>7</sup> Poleg tega so se zaradi velike negotovosti, ki je posledica nihanj cen energentov, gospodinjstva morda odločila preložiti velike nakupe trajnih proizvodov, ki jih ni mogoče preklicati.<sup>8</sup>

### Graf C

#### Vpliv šokov v dobavi energentov na realno zasebno potrošnjo v euroobmočju

(odstotne spremembe in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Rezultati temeljijo na štirih posamičnih modelih strukturne vektorske avtoregresije (SVAR), določenih z omejitvami predznaka. Vsak model vključuje razmerje med deflatorjem BDP in deflatorjem zasebne potrošnje kot kazalnik pogojev menjave, indeks HICP, realni BDP, 3-mesečni EURIBOR ter bodisi skupno zasebno potrošnjo bodisi potrošnjo trajnih proizvodov, netrajnih proizvodov ali storitev. Modeli so ocenjeni na podlagi četrletnih podatkov (izraženih kot odstotne spremembe od prejšnjega četrletja, razen pri 3-mesečnem EURIBOR). Vzorec vključuje obdobje od prvega četrletja 1999 do zadnjega četrletja 2019, s čimer se prepreči, da bi neobičajna gospodarska nihanja med pandemijo COVID-19 vplivala na ocenjene koeficiente modela. Netrajni proizvodi vključujejo poltrajne proizvode.

<sup>6</sup> Z modelom se določijo tudi šok na strani agregatnega povpraševanja, šok na strani agregatne ponudbe, šok s strani denarne politike in preostali šok, s čimer se zagotovi, da vsi drugi šoki v modelu ne delujejo kot šok zaradi cen energentov. Tako določene omejitve so v skladu z literaturo o identificiranju šokov zaradi cen energentov v primerjavi z drugimi strukturnimi šoki. Glej na primer Conti, A. M., Neri, S., in Nobili, A., »Low inflation and monetary policy in the euro area«, *Working Paper Series*, št. 2005, ECB, 2017.

<sup>7</sup> Glej Browning, M., in Crossley, T. F., »Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss«, *Journal of the European Economic Association*, 7, št. 6, 2009.

<sup>8</sup> Glej Edelstein, P., in Kilian, L., »How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?«, *Journal of Monetary Economics*, 56, št. 6, 2009, str. 766–779. Vloga trajnih proizvodov kot cikličnega dejavnika potrošnje v euroobmočju je predstavljena v članku z naslovom »Consumption of durable goods in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

**Višje cene energentov bodo v naslednjih četrletjih še naprej zavirale realno zasebno potrošnjo.** Ob še vedno visokih cenah energentov in še vedno veliki negotovosti se bo realni razpoložljivi dohodek ob prelomu leta verjetno dodatno zmanjšal, pri čemer bo to negativno vplivalo na zasebno potrošnjo, zlasti potrošnjo trajnih proizvodov, kljub verjetnemu pozitivnemu vplivu nadaljnega popuščanja ozkih grl v dobavnih verigah. Čeprav je potrošnja storitev razmeroma odporna proti zviševanju cen energentov, bo ob postopnem popuščanju učinkov, ki izhajajo iz ponovnega odpiranja gospodarstva, prav tako verjetno oslabela. To na splošno nakazuje, da bo dinamika potrošnje v bližnji prihodnosti precej šibkejša, kar je v skladu z makroekonomskimi projekcijami za euroobmočje, ki so jih decembra 2022 pripravili strokovnjaki Eurosistema.

## Dinamika plač v državah euroobmočja od začetka pandemije

Pripravila Katalin Bodnár in Julien Le Roux

### **Pandemija koronavirusa (COVID-19) in odzivi nanjo so močno vplivali na kazalnike rasti plač v vseh državah euroobmočja.**<sup>1</sup>

Ta okvir obravnava gibanje sredstev za zaposlene na zaposlenega in na opravljeno delovno uro v posameznih državah od začetka pandemije. Medtem ko je bila vrsta šoka enaka v vseh državah, je bil vpliv šoka različen. To je bilo med drugim povezano z vplivom pandemije na različne sektorje, kot so na primer storitvene dejavnosti z veliko medsebojnih fizičnih stikov (predvsem turizem). Podobno je bila tudi vrsta odziva v vseh državah enaka – vzpostavljeni so bili programi za ohranitev delovnih mest – vendar so se ti programi močno razlikovali po strukturi in deležu vključenih delavcev. Na splošno je na začetku pandemije zaradi gospodarskega upada, ki ga je povzročila pandemija, v vseh državah prišlo do močne prilagoditve izkoriščenosti delovne sile navzdol, ki pa se je v veliki meri pokazala kot manjše število opravljenih delovnih ur na zaposlenega in ne kot znižanje zaposlenosti. Ob delnem nadomestilu za neopravljene delovne ure tako iz tega izhaja, da so se sredstva za zaposlene na zaposlenega na splošno znižala, medtem ko so se sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro začasno celo zvišala.<sup>2</sup>

### **K heterogenosti trga dela in gibanja plač so prispevale razlike v programih za ohranitev delovnih mest med državami.**

Programi so se razlikovali po strukturi, številu vključenih delavcev in obsegu subvencioniranja. V večini držav so bili vzpostavljeni v obliki programov skrajšanega delovnega časa ali čakanja na delo.<sup>3</sup> Glavna razlika med programoma je bila, da so zaposleni v programih skrajšanega delovnega časa delali manjše število ur od pogodbeno dogovorjenih, zaposleni v programih čakanja na delo pa niso delali, vendar so ostali zaposleni (»delavci na čakanju«).<sup>4</sup> V obeh primerih so izgubo sredstev, ki običajno sledi zmanjšanju opravljenih delovnih ur na zaposlenega, v celoti ali deloma kompenzirale vlade. Večina programov je predvidevala le delno nadomestilo celotne mesečne plače, obseg podpore pa se je spreminjal z zmanjševanjem opravljenih delovnih ur. V okviru programov skrajšanega delovnega časa se je finančna pomoč izplačevala

<sup>1</sup> Glej tudi članek z naslovom »Wage developments and their determinants since the start of the pandemic« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

<sup>2</sup> Glej »The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

<sup>3</sup> Razvrstitev programov za ohranitev delovnih mest je v Drahoukoupil, J. in Müller, T., »Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic«, *Working paper*, št. 07, 2021, European Trade Union Institute, 2021, in Eurofound, »COVID-19: Implications for employment and working life«, COVID-19 series, Urad za publikacije Evropske unije, 2021. Vseeno pa velja omeniti, da se razvrstitev programov za ohranitev delovnih mest lahko med publikacijami malce razlikujejo. V tem okvirju uporabljamo sistem, ki sta ga oblikovala Drahoukoupil in Müller. Vpliv različnih vrst programov za ohranitev delovnih mest na statistiko stroškov dela je predstavljen v *metodološkem pojasnilu* Eurostata: [Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#), 24. april 2020.

<sup>4</sup> Izraz »delavci na čakanju« se nanaša na situacijo, v kateri se delavci štejejo za brezposelne, vendar imajo s podjetjem še naprej sklenjeno pogodbo o zaposlitvi, zato se lahko na predhodno delovno mesto vrnejo pod nespremenjenimi pogoji.

delodajalcem na podlagi delovnih ur, ki jih njihovi zaposleni niso opravili, zaposleni pa so prejeli odstotek svoje plače ne glede na število delovnih ur, ki so jih dejansko opravili. Ti transferji so se zato šteli za del sredstev za zaposlene. Nasprotno pa so v okviru programov čakanja na delo podjetja lahko poslala delavce na čakanje, zaposlenim pa so bodisi vlade bodisi delodajalci izplačevali nadomestilo za delovne ure, ki jih niso opravili. Ti transferji se niso šteli za del sredstev za zaposlene.<sup>5</sup> Le majhno število držav je uporabilo programe subvencioniranja plač, v okviru katerih subvencije, ki so jih prejeli delodajalci, niso bile povezane s spremembo opravljenih delovnih ur na zaposlenega.<sup>6</sup> Obenem so nekatere države v euroobmočju vzporedno izvajale različne programe ali so med pandemično krizo program spremenile.

**Dve leti in pol po začetku pandemije je velik začetni vpliv, ki so ga imele opravljene delovne ure na zaposlenega na sredstva za zaposlene na zaposlenega, večinoma popustil.**

Graf A prikazuje odstotno spremembo sredstev za zaposlene na zaposlenega in primerja predkrizno raven z drugim četrtletjem 2020 (najnižja točka krize v večini držav) oziroma tretjim četrtletjem 2022 (najnovejši podatki). Začetna sprememba je večinoma delovala navzdol in se je gibala od -10,9% v Italiji do 3,1% na Nizozemskem (graf A, slika a). Zaradi močno zmanjšane števila delovnih ur so se sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro zvišala. Sprememba, zabeležena v tretjem četrtletju 2022, se je gibala med 2,9% v Grčiji in 29,3% v Estoniji (graf A, slika b). Če najnovejše podatke primerjamo s podatki za obdobje pred pandemijo, so h kumulativnemu zvišanju sredstev za zaposlene na zaposlenega v vseh državah največ prispevala sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro. V nekaterih državah je bilo hkrati zabeleženo tudi manjše število opravljenih delovnih ur na zaposlenega. Ta agregatna slika ne pomeni nujno, da so se sredstva na opravljeno delovno uro pri posameznih delavcih tudi zvišala, ampak lahko med drugim odraža tudi spremembe sestave zaposlenosti. Niti kumulativna sprememba sredstev za zaposlene na zaposlenega niti razčlenitev plač na sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro in na število opravljenih delovnih ur na zaposlenega nista jasno povezani z vzpostavljeno vrsto programa za ohranitev delovnih mest. Za obseg prilagoditve izkoriščenosti delovne sile in plač so bili bolj pomembni drugi dejavniki, kot so na primer posebni pogoji programov (kar zadeva kriterije primernosti, vključenost posameznih sektorjev, trajanje itd.). Tako je bila na primer prilagoditev števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega po začetku pandemije navadno večja, kadar je program vključeval možnost ali zahtevo za nič ur dela.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Glej »Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

<sup>6</sup> Na Nizozemskem je bil vzpostavljen hibridni sistem, pri katerem je bila velikost subvencije sorazmerna z upadom prihodkov. Glej tudi, »[Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond](#)«, OECD, 2020.

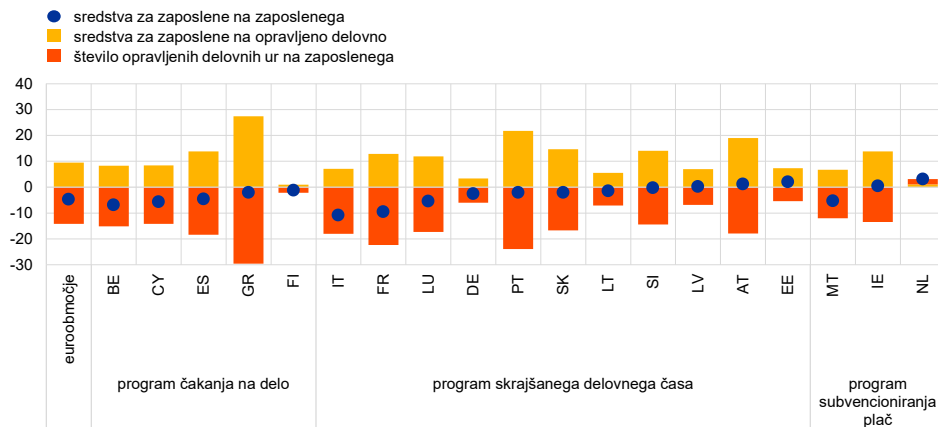
<sup>7</sup> Na prilagoditev izkoriščenosti delovne sile so vplivali tudi drugi dejavniki. Zaposlenost je bila na primer razmeroma visoka v Španiji, kjer je delež začasnih pogodb velik.

## Graf A

### Sredstva za zaposlene na zaposlenega in njihova razčlenitev med pandemijo

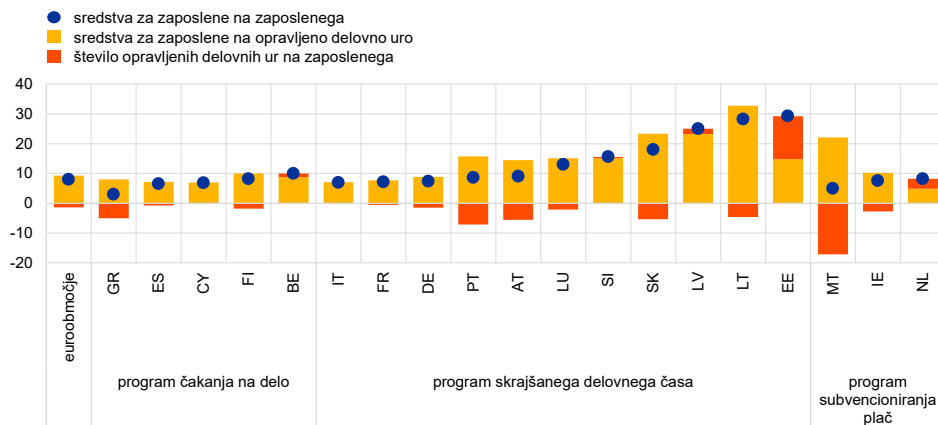
#### (a) Sprememba v drugem četrtletju 2020 v primerjavi z zadnjim četrtletjem 2019

(rast v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



#### (b) Sprememba v tretjem četrtletju 2022 v primerjavi z zadnjim četrtletjem 2019

(rast v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2022 pri Irski, na drugo četrtletje pri Italiji in Nizozemski ter na tretje četrtletje pri ostalih državah.

**Kljub velikosti pandemičnega šoka in različnemu vplivu, ki ga je šok najverjetneje imel na posamezne sektorje, pa naj bi bile spremembe rasti plač glede na sektorsko sestavo dejansko v vseh državah majhne.** Zaradi rekordno velikega šoka bi se lahko pričakovalo, da bodo spremembe v sestavi delovne sile vplivale na agregatno rast plač. To se na primer zgodi, kadar šok v različni meri prizadene višje in nižje plačne sektorje. Zaradi pomanjkanja podrobnih primerljivih mikropodatkov za vse države za obdobje pandemije je te spremembe mogoče preučiti samo na splošni sektorski ravni, ki je na voljo v nacionalnih računih. Ta kaže, da so v večini držav domnevni učinki sestave na skupno rast plač ostali majhni (graf B).<sup>8</sup> Privedli so do zvišanja rasti plač, ker se je zmanjšal delež zaposlenosti v sektorjih z nižjo ravniyo plač – predvsem v storitvenih dejavnostih z veliko

<sup>8</sup> To je skladno tudi z ugotovitvami glede svetovne finančne krize. Glej »The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2019.

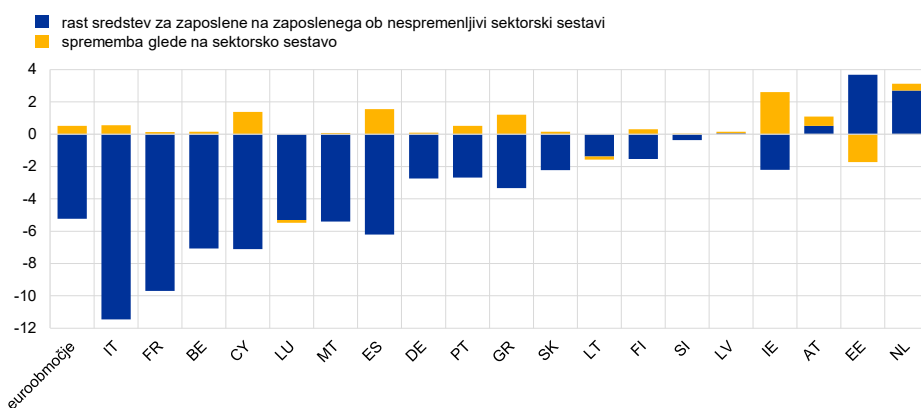
medsebojnih fizičnih stikov – povečal pa se je v sektorjih z višjo ravniyo plač – pogosteje v storitvenih dejavnosti z malo medsebojnih fizičnih stikov.<sup>9</sup>

## Graf B

### Učinki sestave sektorjev na rast sredstev za zaposlene na zaposlenega

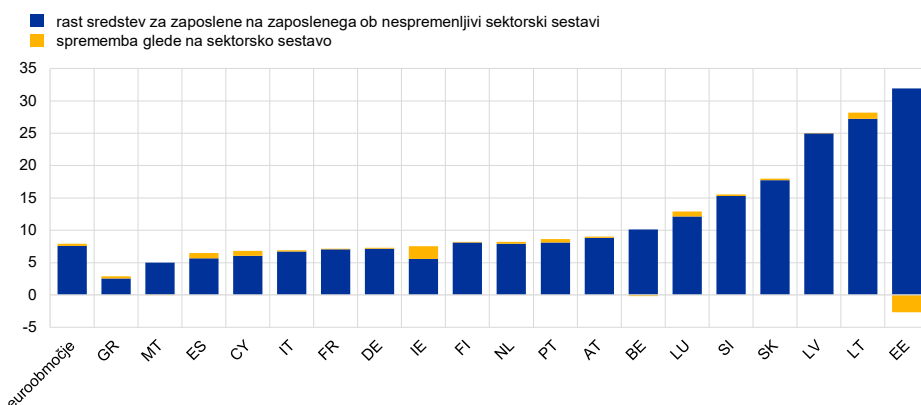
#### (a) Drugo četrletje 2020 v primerjavi z zadnjim četrletjem 2019

(sprememba v odstotkih)



#### (b) Tretje četrletje 2022 v primerjavi z zadnjim četrletjem 2019

(sprememba v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2022 pri Irski, na drugo četrletje 2022 pri Italiji in Nizozemski ter na tretje četrletje pri ostalih državah. Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega ob nespremenljivi sektorski sestavi se izračuna z uporabo uteži sektorske zaposlenosti, ki se v zadnjem četrletju 2019 niso spremenile. Pri izračunu se uporablja 10 sektorjev v klasifikaciji NACE.

**Vpliv programov za ohranitev delovnih mest je prikril vpliv običajnih determinant plačne inflacije, kot so rast produktivnosti ali obseg pomanjkanja ustrezne delovne sile.** Vseeno pa so ti dejavniki delovali v ozadju in bi bilo z njimi mogoče pojasniti različne stopnje rasti plač.<sup>10</sup> Močna rast produktivnosti, zabeležena v baltskih državah, bi na primer lahko podpirala veliko zvišanje plač, ko so

<sup>9</sup> Podobno so ostale majhne tudi spremembe rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro glede na sektorsko sestavo, čeprav so bile na splošno večje kot pri sredstvih za zaposlene na zaposlenega.

<sup>10</sup> Glej »The impact of the COVID-19 pandemic on labour productivity growth«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021. Poglobljanje kapitala – in naložbe – ki je determinanta produktivnosti dela, se je med pandemijo COVID-19 nekoliko razlikovalo med državami, glej na primer članek z naslovom »The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2022.

neposredni učinki pandemije popustili.<sup>11</sup> Podobno so lahko tudi različne razmere na trgih dela – na primer zaradi določene sektorske specializacije ali demografskih dejavnikov – privedle do različnih sprememb plač. Tako je bila v državah z najvišjo stopnjo brezposelnosti rast plač tudi najbolj umirjena v celotnem obdobju po pandemiji. Vseeno pa je med plačami, produktivnostjo in neizkoriščenim potencialom na trgu dela težko določiti zanesljivo povezavo zaradi izkrivljanja ter različnih institucij in razmer na trgih dela pred pandemijo.

**Med okrevanjem po pandemiji je vpliv izkrivljanja, ki so ga imeli programi za ohranitev delovnih mest na rast plač, začel popuščati v vseh državah euroobmočja.**

Medtem ko so zaposleni v programih za ohranitev delovnih mest v drugem četrtnetu 2020 predstavljali več kot 15% delovne sile v euroobmočju, je bil po najnovejših ocenah ta delež v tretjem četrtnetu 2022 manjši od 1%, zato povzroča manjše izkrivljanje pri merjenju plač. Vseeno pa je ob umiritvi pandemije porast inflacije v vseh državah začel vplivati na rast plač, pri čemer se višina inflacije in obseg njenega prenosa na plače močno razlikujeta med državami. Razlike izhajajo iz določanja plač in drugih strukturnih značilnosti, iz različnih vladnih ukrepov, ki vplivajo na inflacijo, iz plač in iz različnih cikličnih položajev posameznih držav. Zaradi teh dejavnikov bi lahko v prihodnosti ponovno prišlo do različnega gibanja plač med državami.

---

<sup>11</sup> Glej na primer »[Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#)«, Evropska banka za obnovo in razvoj, april 2022.



## 5 Dostop podjetij do financiranja in gospodarski cikel: podatki iz ankete SAFE

Pripravili Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund in Timo Reinelt

**V tem okvirju proučujemo, kako so vrzel pri financiranju, s katero se soočajo podjetja v euroobmočju, in pričakovanja glede prihodnje razpoložljivosti financiranja povezana s sedanjimi in prihodnjimi makroekonomskimi rezultati.**

S sedanjo normalizacijo denarne politike se postopoma zaostrojuje pogoji financiranja, normalizacija pa vpliva tudi na ponudbo zunanjega financiranja prek običajne transmisije denarne politike. Ključno vprašanje je, kako spremembe v pogojih financiranja in dostopu do financiranja vplivajo na rast podjetij in skupno gospodarsko rast. [Anketa o dostopu podjetij do financiranja \(SAFE\)](#) ponuja podrobne informacije o pogojih financiranja za podjetja v euroobmočju. Anketa SAFE se polletno izvaja od leta 2009, v njej pa sodeluje okrog deset tisoč podjetij iz celotnega euroobmočja. V tem okvirju analiziramo povezavo med makroekonomskimi gibanji in dvema ključnima kazalnikoma v anketi SAFE: spremembo v vrzeli pri zunanjem financiranju – opredeljena kot razlika med spremembo povpraševanja po zunanjem financiranju in spremembo razpoložljivosti zunanjega financiranja – ter spremembo pričakovanih podjetij glede razpoložljivosti bančnih posojil.<sup>1</sup>

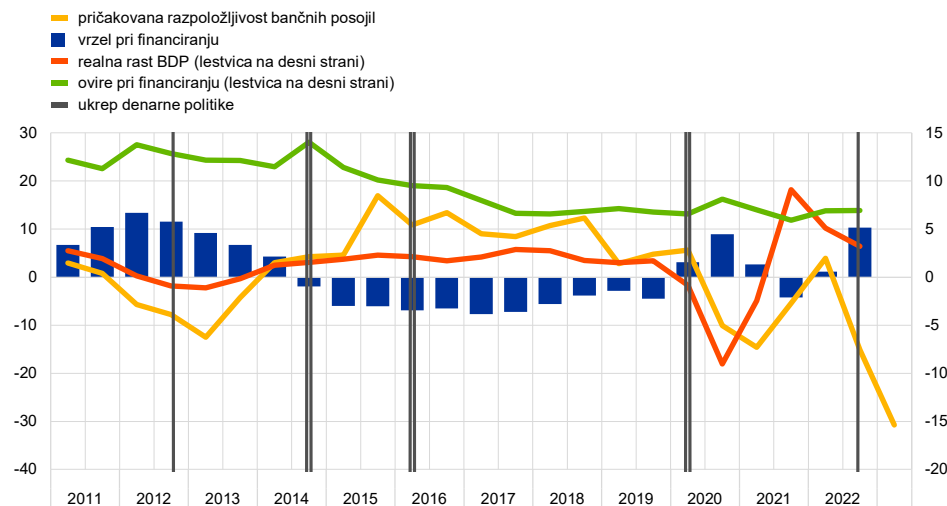
**Trenutno podjetja v euroobmočju poročajo, da se vrzel pri financiranju povečuje, in pričakujejo, da se bo prihodnja razpoložljivost bančnih posojil zmanjšala (graf A).** Od uvedbe ankete SAFE v letu 2009 so spremembe vrzeli pri financiranju navadno v obratnem sorazmerju s pričakovanji glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil. Poleg tega je rast gospodarske aktivnosti v euroobmočju (tj. pozitivna stopnja realne rasti BDP) navadno sovpadala z zmanjševanjem vrzeli pri financiranju podjetij in z večjim optimizmom podjetij glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil. Na gibanje teh kazalnikov sta v preteklosti vplivala gospodarski cikel v euroobmočju in denarna politika ECB. Med državno dolžniško krizo v obdobju 2011–2013 se je vrzel pri financiranju podjetij v euroobmočju izrazito povečala, kar je nakazovalo težave podjetij pri pokrivanju potreb po zunanjem financiranju. Pozneje se je ob pozitivnem prispevku rahljanja denarne politike ECB vrzel pri financiranju postopno zmanjševala, pričakovanja o razpoložljivosti bančnih posojil pa so se izboljšala. Po izbruhu pandemije koronavirusa (COVID-19) v letu 2020 so se pogoji financiranja zelo poslabšali, vendar so se zaradi podpore s strani denarne politike in javnega sektorja znova stabilizirali. Poslabšanje je bilo torej le začasno. V zadnjem času so podjetja zaradi umirjanja gospodarske rasti, naraščanja inflacije in normalizacije denarne politike začela poročati o povečevanju vrzeli pri financiranju ter pričakujejo, da bo v obdobju od oktobra 2022 do marca 2023 razpoložljivost bančnih posojil manjša.

<sup>1</sup> Bančna posojila so za podjetja v euroobmočju najpogostejši vir zunanjega financiranja.

## Graf A

Spremembe vrzeli pri financiranju, pričakovana razpoložljivost bančnih posojil in ovire pri financiranju, o katerih so poročala podjetja v euroobmočju, ter gibanje realne rasti BDP v euroobmočju

(tehtano neto ravnotežje vrzeli pri financiranju, neto odstotne spremembe v pričakovani razpoložljivosti financiranja, spremembe v odstotkih na letni ravni)



Viri: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) ter Eurostat.

Opombe: Kazalnik vrzeli pri financiranju kombinira potrebe po financiranju in razpoložljivost bančnih posojil na ravni podjetij. Za vsakega od petih instrumentov financiranja ima kazalnik sprememb vrzeli pri financiranju vrednost 1, če se poveča potreba in zmanjša razpoložljivost, oziroma  $-1$ , če se zmanjša potreba in poveča razpoložljivost. Če podjetja zaznajo povečanje samo na eni strani vrzeli pri financiranju, dobi spremenljivka vrednost  $0,5$ , oziroma  $-0,5$ , če zaznajo zmanjšanje. Pozitivna vrednost kazalnika kaže povečanje vrzeli pri financiranju. Vrednosti se pomnožijo s  $100$ , da dobimo tehtano neto ravnotežje v odstotkih. Prva navpična siva črta označuje najavo dokončnih denarnih transakcij, druga navpična siva črta začetek prve serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR I) in politike negativnih obrestnih mer, tretja navpična siva črta začetek serije CUODR II in programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, četrta navpična siva črta začetek izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in serije CUODR III, zadnja navpična siva črta pa dvig treh ključnih obrestnih mer ECB za  $50$  bazičnih točk in odobritev instrumenta za zaščito transmisije julija 2022.

**Podjetja v euroobmočju niso bila posebno zaskrbljena glede dostopa do financiranja kljub nedavnemu zvišanju stroškov zadolževanja (graf A).** V zadnji anketi je odstotek podjetij, ki so poročala o ovirah pri najemanju bančnih posojil, ostal približno nespremenjen v primerjavi z odstotkom iz prejšnjih anket, k čemur je prispevala predvsem nespremenjena pripravljenost bank, da odobrijo posojila.<sup>2</sup>

**Zaradi zaostrovanja denarne politike se običajno poveča vrzel pri financiranju podjetij in zmanjšajo njihova pričakovanja glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil (graf B).** Z ekonometričnim pristopom je mogoče dobiti bolj kvantitativno oceno transmisije denarne politike v pogoje financiranja za podjetja. Pri tem uporabimo lokalne projekcije,<sup>3</sup> s katerimi ocenimo, kako se vrzel pri financiranju podjetij in njihova pričakovanja glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil (merjeno na agregatni ravni z neto ravnotežjem podjetij) odzivajo na ugotovljene

<sup>2</sup> Kazalnik ovir pri financiranju je vsota odstotkov podjetij, ki so poročala o zavrnitvi prošnji za posojila, o prošnjah za posojila, kjer je bil odobren le delni znesek, in o prošnjah za posojila, pri katerih so podjetja zavrnila dano ponudbo zaradi previsokih stroškov zadolževanja, ter odstotka podjetij, ki iz strahu pred zavrnitvijo niso zaprosila za posojilo. Glej »Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022«, ECB, junij 2022.

<sup>3</sup> Glej Jorda, Oscar, »Estimation and inference of impulse responses by local projections«, *American Economic Review*, 95, št. 1, marec 2005, str. 161–182.

šoke s strani denarne politike.<sup>4</sup> Šoki s strani denarne politike so tu merjeni s ciljnim faktorjem, ki je uporabljen v Altavilla et al. (2019) in opisuje presenečenja v obrestnih merah na krajšem koncu krivulje donosnosti v času okrog objave sklepov ECB o denarni politiki.<sup>5</sup> Iz grafa B je razvidno, da šoki s strani denarne politike precej vplivajo na vrzel pri financiranju podjetij in njihova pričakovanja glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil v dolžini dveh let. Zaradi šoka s strani denarne politike v velikosti enega standardnega odklona, kar je enako šoku v obrestni meri v 1-mesečnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v velikosti 4 bazične točke, bi se po ocenah povprečna vrzel pri financiranju podjetij v šestih mesecih povečala za okrog 3 odstotne točke.<sup>6</sup> Za primerjavo, standardni odklon sprememb v vrzeli pri financiranju od leta 2009 znaša 7%. Zaradi istega šoka bi se neto delež podjetij, ki pričakujejo, da se bo razpoložljivost bančnih posojil povečala, zmanjšal za 5 odstotnih točk. Ti učinki vztrajajo do dveh let po šoku, kar kaže, kako denarna politika prek ponudbe kreditov vpliva na pogoje financiranja podjetij. S temi ugotovitvami se potrjujejo ugotovitve iz prejšnjih raziskav, da imajo pričakovanja glede financiranja pomembno vlogo pri posojilnem kanalu v transmisiji denarne politike.<sup>7</sup> Ko se dejanski kreditni pogoji spremenijo, to vpliva tudi na interakcijo med spremembami razpoložljivosti bančnih posojil in povpraševanja po posojilih.

---

<sup>4</sup> Lokalno projekcijo opravimo tako, da izvedemo zaporedje regresij, opredeljenih z  $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$  za  $h = 0, \dots, 4$ , pri čemer so  $y_t$  spremembe v vrzeli pri financiranju oziroma pričakovanjih glede financiranja, na podlagi ankete SAFE v valu  $t$ . Koeficienti  $\{b^h\}$  odražajo funkcijo impulznega odziva vrzeli pri financiranju ali pričakovanj glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil na ugotovljen šok s strani denarne politike  $\varepsilon_t^{MP}$ .

<sup>5</sup> Šok je v tem kontekstu primeren, saj nefinančne družbe navadno uporabljajo bančno financiranje, kjer so obrestne mere fiksirane za manj kot eno leto. V našem vzorcu ciljni faktor znaša od -8,6 do 10,4 bazične točke. Glej Altavilla, C., Brugnolini, L., Gurkaynak, R. S., Motto, R., in Ragusa, G., »[Measuring euro area monetary policy](#)«, *Journal of Monetary Economics*, 108, december 2019, str. 162–179.

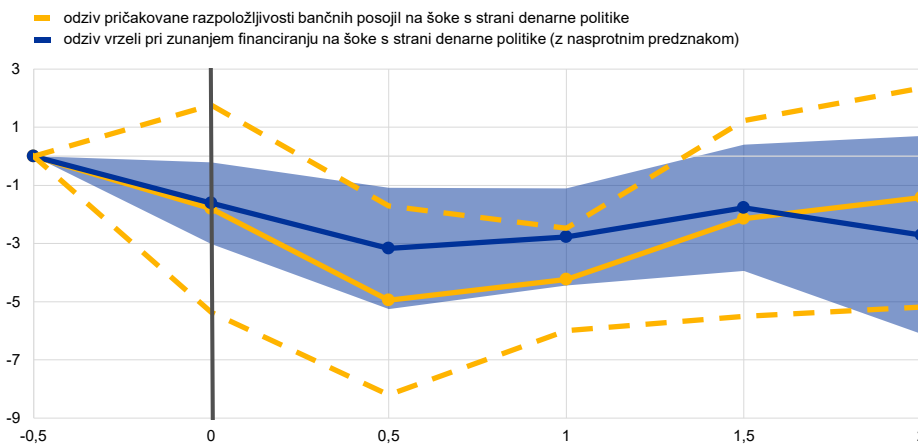
<sup>6</sup> Če na to pogledamo s širšega vidika, znaša v obravnavanem vzorcu največji šok s strani denarne politike, ki vpliva na obrestno mero v 1-mesečnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, okrog 10 bazičnih točk.

<sup>7</sup> Glej Ferrando, A., Popov, A., in Udell, G., »[Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#)«, *European Economic Review*, 149, oktober 2022.

## Graf B

### Odziv vrzeli pri financiranju podjetij in njihovih pričakovanj glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil na ugotovljen šok s strani denarne politike

(vodoravna os: leta po šoku; navpična os: spremembe v odstotnih točkah glede na obdobje pred šokom)



Viri: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE), Altavilla et al. (2019) ter izračuni ECB.

Opombe: Odziv vrzeli pri financiranju podjetij in neto odstotka podjetij, ki so poročala, da pričakujejo povečanje razpoložljivosti bančnih posojil v naslednjih šestih mesecih po šoku s strani denarne politike v velikosti enega standardnega odklona. Uporabljeni šok je ciljni faktor, ki je uporabljen v Altavilla et al. (2019) ter opisuje presenečenja glede denarne politike na najkrajšem koncu krivulje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč in v času okrog objave sklepov ECB o denarni politiki. Vpliv šokov s strani denarne politike na spremenljivke iz ankete SAFE je ocenjen na podlagi lokalnih projekcij (Jorda, 2005). Osenčeno območje in območje, zamejeno s črtkanima črtama, sta 95-odstotna intervala zaupanja na podlagi Newey-West.

**Kadar se vrzel pri financiranju poveča, so podjetja praviloma bolj zaskrbljena glede prihodnjega dostopa do financiranja, kar nakazuje, da so spremembe v vrzeli pri financiranju pomemben dejavnik pri rasti podjetij (graf C).** Da bi ugotovili, ali sprememba pogojev financiranja vpliva na realno gospodarstvo, navadno analiziramo njihov vpliv na poslovna pričakovanja. V anketi SAFE se poslovna pričakovanja merijo tako, da so podjetja naprošena, naj navedejo, koliko so zaskrbljena glede dostopa do financiranja.<sup>8</sup> Na splošno podjetja kot glavni razlog za zaskrbljenost v zadnjih letih ne vidijo dostop do financiranja, kar gre verjetno pripisati daljšemu obdobju spodbujevalno naravnane denarne politike.<sup>9</sup> Ob normalizaciji denarne politike pa bi se to lahko spremenilo. Preučevanje razmerja med vrzeljo pri financiranju in zaskrbljenostjo podjetij glede dostopa do financiranja poteka na podlagi podatkov na ravni podjetij. Graf C prikazuje korelacijo med vrzeljo pri financiranju in stopnjo zaskrbljenosti glede dostopa do financiranja. Pri tem so odgovori podjetij od leta 2009 razvrščeni v skupine glede na to, koliko dostop do financiranja ocenjujejo kot težavo, potem ko so izločene običajne razlike znotraj držav in obdobja ter izračunane povprečne stopnje zaskrbljenosti glede financiranja, značilne za posamezno skupino. Pozitivna korelacija pomeni, da podjetja z veliko vrzeljo pri financiranju dostop do financiranja ocenjujejo kot hujšo težavo. Vrzel pri financiranju je torej očitno pomembna za splošna pričakovanja podjetij in bi lahko z veliko verjetnostjo vplivala na njihove prihodnje možnosti za rast.

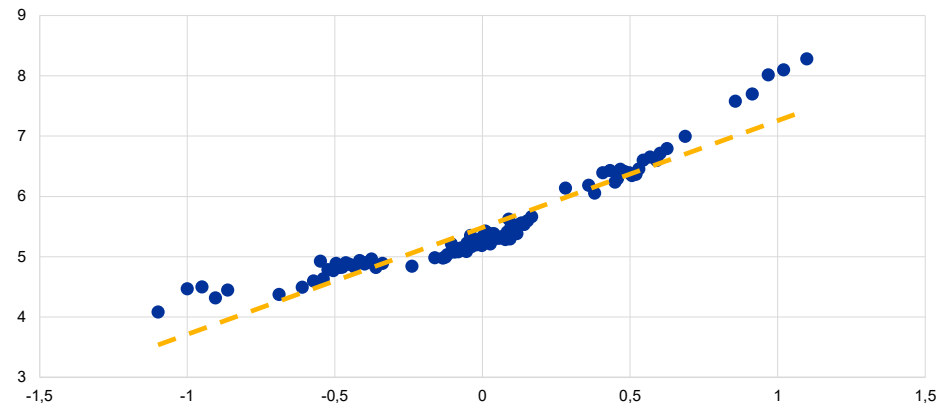
<sup>8</sup> Podjetja glede financiranja in nekaterih drugih težav izberejo odgovor na lestvici od 1 (sploh ni pomembno) do 10 (izjemno pomembno). S tako dobljenim kazalnikom se navadno določi relativni pomen financiranja glede na druge težave, s katerimi se spopadajo podjetja, kot so naraščanje stroškov proizvodnje ali dela ali težave pri iskanju strank.

<sup>9</sup> Glej »Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022«, ECB, junij 2022.

### Graf C

#### Razmerje med zaskrbljenostjo glede dostopa do financiranja in vrzelo pri financiranju na ravni podjetij

(vodoravna os: preostala sprememba v vrzeli pri zunanem financiranju; navpična os: preostala stopnja zaskrbljenosti)



Viri: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) ter izračuni ECB.

Opombe: Razsewni graf z žepki, ki prikazuje vrzel pri financiranju z bančnimi posojili v razmerju do stopnje zaskrbljenosti podjetij glede dostopa do financiranja, odvisno od fiksnih učinkov razlik med državami in v času.

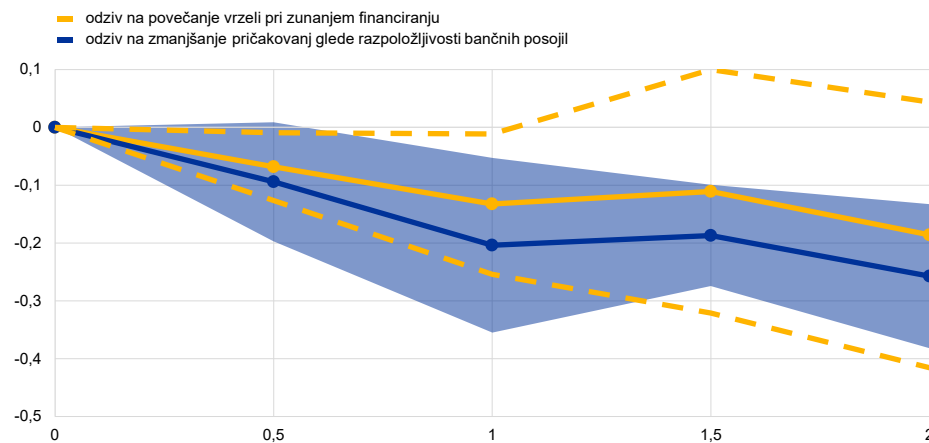
**Vrzel pri financiranju in pričakovanja glede razpoložljivosti bančnih posojil so povezani s sedanjo in prihodnjo realno rastjo BDP.** Čeprav razpoložljivost zunanjega financiranja vpliva na poslovna pričakovanja podjetij, je pomembno raziskati, kako je razpoložljivost zunanjega financiranja povezana z makroekonomskimi rezultati. Povprečno gibanje rasti BDP v euroobmočju po neto spremembah v vrzeli pri financiranju in v pričakovanjih iz ankete SAFE kot meril sprememb pogojev financiranja se oceni na podlagi lokalnih projekcij.<sup>10</sup> Čeprav dobljenih ocen ni mogoče obravnavati kot vzročne učinke, so pokazatelj povprečnega prihodnjega gibanja po spremembi meril iz ankete SAFE. Iz grafa D je razvidno, da se po zvišanju kazalnika vrzeli pri financiranju za 1 odstotno točko ali znižanju ravnotežja pričakovanj glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil realni BDP v euroobmočju naslednje leto v povprečju zniža za približno 0,2% bolj, kot bi se, če se omenjena kazalnika financiranja ne bi spremenila, z določenim skromnim dodatnim učinkom v naslednjem letu. Ti učinki so ocenjeni glede na trenutno rast BDP in rast BDP z odlogom, pri čemer so poleg informacij o gibanju gospodarskega cikla, ki ga je mogoče trenutno opazovati, uporabljene informacije iz ankete SAFE. Ocenjeni učinki so vztrajni, zlasti če upoštevamo spremembe pričakovanj podjetij glede razpoložljivosti financiranja. Iz tega je mogoče sklepati, da v prihodnost usmerjene spremenljivke, ki so edinstvena značilnost ankete SAFE, vsebujejo koristne informacije za razumevanje prihodnjega gibanja gospodarstva v euroobmočju.

<sup>10</sup> Soroden pristop, s katerim ocenimo, kako so informacije iz ankete o bančnih posojilih povezane s prihodnjim obsegom posojil, je predstavljen v okvirju v tej izdaji biltena z naslovom »Informacije o prihodnjih gibanjih posojil iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2022.

## Graf D

### Povprečno gibanje realnega BDP euroobmočja po poslabšanju pogojev financiranja ali pričakovane razpoložljivosti bančnih posojil glede na stanje brez poslabšanja

(vodoravna os: leta po šoku; navpična os: kumulativna rast v odstotkih glede na obdobje pred šokom)



Viri: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) ter izračuni ECB.

Opombe: Povprečno kumulativno gibanje realnega BDP euroobmočja po spremembah v vrzeli pri financiranju podjetij in v neto odstotku podjetij, ki so poročala, da pričakujejo povečanje razpoložljivosti bančnih posojil. Lokalne projekcije (Jorda, 2005) vključujejo sedanjo in preteklo rast BDP kot kontrolni spremenljivki. Osenčeno območje in območje, zamejeno s črtkanima črtama, sta 95-odstotna intervala zaupanja na podlagi Newey-West.

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. julija do 1. novembra 2022

Pripravila Juliane Kinsele in Christian Lizarazo

**V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike ECB v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2022.**

Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 27. julija do 1. novembra 2022 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje), torej pokrivata obdobje, v katerem so se obrestne mere ECB zvišale.

**Ko se je julija 2022 končalo obdobje negativnih obrestnih mer, so se spremenili različni avtonomni dejavniki, med drugim predvsem vloge države, s čimer se je spremenila sestava presežne likvidnosti.** Neto avtonomni dejavniki so se zmanjšali in Eurosistemova bilanca stanja se je uravnotežila, ko je ECB zvišala ključne obrestne mere za 50 bazičnih točk v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, s čimer se je zaključilo obdobje negativnih obrestnih mer, in za nadaljnjih 75 bazičnih točk v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

**Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2022 povečala za 46,5 milijarde EUR in dosegla rekordno raven v višini 4.569,7 milijarde EUR.** Skupno povečanje je bilo predvsem posledica zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti. Do povečanja je prišlo predvsem v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv pred splošno pričakovanim zvišanjem obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita v pozitivno območje v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Hkrati se je v obravnavanem obdobju zmanjšalo zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 96,2 milijarde EUR na 2.506,6 milijarde EUR.**

Zmanjšanje od prejšnjih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo skoraj v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 100 milijard EUR na 2.343,7 milijarde EUR, ki je bilo posledica zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A). Hkrati so se obvezne rezerve le malenkostno povečale, in sicer za 3,8 milijarde EUR na 162,9 milijarde EUR.

**Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so bili v obravnavanem obdobju pod vplivom zvišanja obrestnih mer ECB, zato so se zmanjšali za 105,3 milijarde EUR na 3.280 milijarde EUR predvsem zaradi zmanjšanja vlog države in bankovcev v obtoku.** Vloge države (glej »Pasiva« v tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povprečno zmanjšale za 97,4 milijarde EUR na 545,3

milijarde EUR, večji del zmanjšanja pa se je zgodil v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Ko se je julija 2022 zaključilo obdobje negativnih obrestnih mer in se je pričakovalo zvišanje obrestne mere za mejni depozit na pozitivno raven na septembrski seji Sveta ECB, so se upravljavci dolga odločili zmanjšati likvidnostne rezerve pri Eurosistemu in poiskati alternativne možnosti plasiranja sredstev. Z nadaljnjim zvišanjem obrestnih mer v septembru in zlasti obrestne mere za mejni depozit na 0,75% se je Svet ECB odločil začasno odpraviti ničelno zgornjo mejo obrestovanja vlog države in namesto tega uvesti obrestovanje teh vlog po obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita ali po eurski kratkoročni obrestni meri (€STR), odvisno od tega, katera je nižja. Ta ukrep naj bi veljal do 30. aprila 2023. Odločitev je dosegla želeni učinek, da se prepreči nenaden nadaljnji odliv vlog države na trg, kar bi lahko ogrozilo transmisijo denarne politike in urejeno delovanje trga. Zaradi tega ukrepa je bilo nadaljnje zmanjšanje povprečnih vlog države za 17,2 milijarde EUR na 536,7 milijarde EUR v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv le zmerno. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 22,3 milijarde EUR na 1.574,5 milijarde EUR. Ker se je končalo obdobje negativnih obrestnih mer, so morale banke zmanjšati imetja bankovcev. Pred tem so banke v okolju negativnih obrestnih mer povečale količino denarja v trezorju. Odkar je postala obrestna mera za mejni depozit pozitivna, imajo ta imetja oportunitetne stroške, zato so morale banke med koncem junija in koncem oktobra optimizirati upravljanje gotovine in hitro zmanjšati denarna imetja v trezorju za okoli 40 milijard EUR. Sprostitev likvidnosti prek zmanjšanja vlog države in bankovcev v obtoku je bila le nekoliko nevtralizirana z drugimi avtonomnimi dejavniki, ki so se v obravnavanem obdobju povečali za 14,5 milijarde EUR na 1.160,2 milijarde EUR.

**Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se rahlo zmanjšali za 5,4 milijarde EUR na 936,6 milijarde EUR.** Povečanje neto tuje aktive za 14,6 milijarde EUR je bilo več kot nevtralizirano z zmanjšanjem neto aktive v eurih.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov<sup>1</sup> in njihovih sprememb.

---

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



## Tabela A

### Likvidnostne razmere v Eurosistemu

#### Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. julij 2022–1. november 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 20. april 2022–26. julij 2022	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. julij–13. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 14. september–1. november		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti</b>	3.280,0	(–105,3)	3.329,7	(–106,7)	3.230,3	(–99,4)	3.385,3	(+63,4)
Bankovci v obtoku	1.574,5	(–22,3)	1.585,3	(–18,6)	1.563,7	(–21,6)	1.596,9	(+33,6)
Vloge države	545,3	(–97,4)	553,9	(–113,7)	536,7	(–17,2)	642,7	(–12,4)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) <sup>1)</sup>	1.160,2	(+14,5)	1.190,5	(+25,6)	1.129,9	(–60,6)	1.145,7	(+42,3)
<b>Tekoči računi nad obveznimi rezervami</b>	<b>1.971,2</b>	<b>(–1.871,8)</b>	<b>3.774,7</b>	<b>(–7,8)</b>	<b>167,6</b>	<b>(–3.607,1)</b>	<b>3.843,0</b>	<b>(+84,3)</b>
<b>Obvezne rezerve<sup>2)</sup></b>	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
<b>Odpri ponudba mejnega depozita</b>	2.598,5	(+1.918,3)	707,0	(+28,3)	4.490,0	(+3.783,0)	680,2	(–50,2)
<b>Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližje 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Z ukinitvijo druge stopnje v dvostopenjskem sistemu obrestovanja rezervnih imetij so bile iz tabele odstranjene informacije o priznanem izvzetju.

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

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

## Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. julij 2022–1. november 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 20. april–26. julij 2022	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. julij–13. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 14. september–1. november		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Avtonomi dejavniki povečevanja likvidnosti</b>	<b>936,6</b>	<b>(–5,4)</b>	<b>891,7</b>	<b>(–58,0)</b>	<b>981,6</b>	<b>(+89,8)</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>
Neto tuja aktiva	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Neto aktiva v eurih	–16,3	(–20,0)	–58,3	(–64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>7.076,3</b>	<b>(–49,6)</b>	<b>7.081,4</b>	<b>(–27,7)</b>	<b>7.071,0</b>	<b>(–10,4)</b>	<b>7.125,9</b>	<b>(+59,5)</b>
Operacije odprtega trga	7.076,3	(–49,6)	7.081,4	(–27,7)	7.071,0	(–10,4)	7.125,9	(+59,5)
Kreditne operacije	2.124,7	(–53,7)	2.126,6	(–23,7)	2.122,7	(–3,9)	2.178,3	(–22,5)
Operacije glavnega refinanciranja	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	2.118,7	(–55,9)	2.121,7	(–24,7)	2.115,7	(–6,0)	2.174,6	(–22,6)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	2,0	(–0,8)	2,4	(–0,2)	1,5	(–0,9)	2,8	(–0,4)
Dokončni portfelji <sup>1)</sup>	4.951,6	(+4,0)	4.954,8	(–4,0)	4.948,3	(–6,6)	4.947,6	(+82,0)
Odpri ponudba mejnega posojila	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(–0,0)

Vir: ECB.

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

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

## Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. julij 2022–1. november 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 20. april–26. julij 2022	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. julij–13. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 14. september–1. november		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Agregatne likvidnostne potrebe<sup>1)</sup></b>	<b>2.506,6</b>	<b>(–96,2)</b>	<b>2.599,7</b>	<b>(–48,3)</b>	<b>2.413,4</b>	<b>(–186,4)</b>	<b>2.602,8</b>	<b>(+25,3)</b>
Neto avtonomi dejavniki <sup>2)</sup>	2.343,7	(–100,0)	2.438,3	(–48,8)	2.249,0	(–189,3)	2.443,7	(+21,6)
Presežna likvidnost <sup>3)</sup>	4.569,7	(+46,5)	4.481,7	(+20,6)	4.657,6	(+175,9)	4.523,1	(+34,1)

Vir: ECB.

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

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

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

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

## Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 27. julij 2022–1. november 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 20. april–26. julij 2022	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 27. julij–13. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 14. september–1. november		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Operacije glavnega refinanciranja	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Odprta ponudba mejnega posojila	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
Indeks RepoFunds Rate Euro	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Vir: ECB.

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

## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

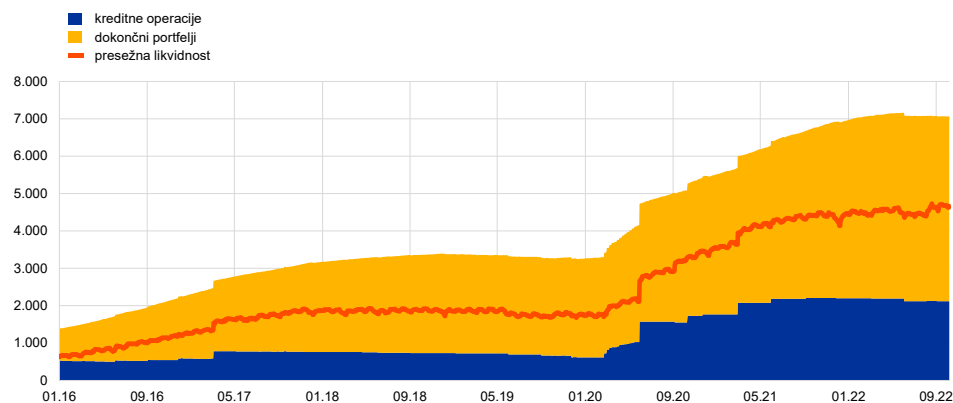
**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 49,6 milijarde EUR na 7.076,3 milijarde EUR (graf A).** Zmanjšanje likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja kreditnih operacij zaradi prostovoljnih odplačil v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III). Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) so se prenehali izvajati ob koncu marca in v okviru program nakupa vrednostnih papirjev (APP) 1. julija 2022, kar pomeni, da dokončni portfelji ne zagotavljajo več dodatne likvidnosti.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Čeprav so se neto nakupi v preteklem obravnavanem obdobju prenehali izvajati, se v tekočem obravnavanem obdobju še kaže polni učinek na povprečje obravnavanega obdobja. Poleg tega so vrednostni papirji v portfelju izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe dokončnih portfeljev.

## Graf A

### Spremembe likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 1. november 2022.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 53,7 milijarde EUR.** Zmanjšanje je predvsem posledica prostovoljnih odplačil v okviru CUODR III v višini 74,0 milijarde EUR, opravljenih konec junija, in 6,5 milijarde EUR, opravljenih konec septembra, skupaj v višini 1,9 milijarde EUR v avkcijskih postopkih CUODR III, ki so zapadli septembra. Čeprav je bilo odplačilo v okviru CUODR III v višini 74,0 milijarde EUR izvedeno v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, se je polni učinek na povprečje obravnavanega obdobja pokazal v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Zapadle izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji v višini 0,5 milijarde EUR konec junija in 1,3 milijarde EUR konec septembra so le malenkostno prispevale k zmanjšanju v obravnavanem obdobju. S povprečnim povečanjem za 2,1 milijarde EUR oziroma 0,9 milijarde EUR so operacije glavnega refinanciranja in trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja odtehtale samo majhen del likvidnosti, umaknjene z odplačili v okviru CUODR III in zapadlimi izrednimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji.

## Presežna likvidnost

**Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 46,5 milijarde EUR na nov rekordno visok znesek v višini 4.569,7 milijarde EUR (graf A).** Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank.

**Ko je ECB začela zviševati obrestne mere, so banke začele prerazporejati imetja presežne likvidnosti s tekočih računov pri Eurosistemu v odprto ponudbo mejnega depozita.** Preden je ECB zvišala obrestno mero za mejni depozit nad nič, je bilo obrestovanje likvidnosti v odprti ponudbi mejnega depozita

enako kot obrestovanje likvidnosti na tekočih računih, ki je presegala izvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu. Ko je ECB 14. septembra 2022 zvišala obrestno mero za mejni depozit na 0,75%, so se rezerve na tekočih računih, ki so presegale obvezne rezerve, še naprej obrestovale po stopnji 0%.<sup>3</sup> Da so banke lahko izkoristile pozitivno obrestno mero za mejni depozit, so morale premakniti svoje presežne rezerve s tekočih računov v odprto ponudbo mejnega depozita. Zaradi tega so se v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povprečna imetja na tekočih računih zmanjšala za 3.607,1 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa se je povečala za 3.783 milijarde EUR. Razliko med številoma je mogoče pojasniti s povečanjem povprečne presežne likvidnosti zaradi nižjih avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti. Povprečna imetja na tekočih računih, ki presegajo obvezne rezerve, so v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv znašala 167,6 milijarde EUR in so predstavljala približno dvakrat toliko likvidnosti, kot je nujno potrebno za izpolnjevanje obveznih rezerv v višini 164,4 milijarde EUR. To bi bilo lahko posledica začasnih operativnih trenj, ki bodo po pričakovanih sčasoma odpravljena, ko se bodo zmanjšale presežne rezerve, obrestovane po stopnji 0%.

**ECB je ukinila dvostopenjski sistem obrestovanja presežnih rezerv.** Ta sistem, po katerem so bile povprečne presežne rezerve do šestkratnika obveznih rezerv izvzete iz negativne obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, je postal dejansko odveč, ko se je julija končalo obdobje negativnih obrestnih mer. Potem ko je ECB septembra zvišala obrestno mero za mejni depozit nad nič, se je odločila ukiniti dvostopenjski sistem in je kot večkratnik določila vrednost nič.

## Gibanje obrestnih mer

**Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je v obravnavanem obdobju zvišala za 87 bazičnih točk na 0,29% letno.** Prenos zvišanja obrestnih mer ECB julija in septembra na nezavarovane denarne trge se je na splošno zgodil v celoti in takoj. €STR je v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v povprečju znašala 8,5 oziroma 9,3 bazične točke manj kot obrestna mera za mejni depozit.

**Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, se je v obravnavanem obdobju povečala za 79,4 bazične točke na 0,148%.** Prenos na zavarovani denarni trg ni bil tako nemoten kot na nezavarovani denarni trg. Tako je bilo zlasti ob septembrskem zvišanju obrestne mere. Visoka negotovost glede ravnanja udeležencev na trgu v okolju normalizacije obrestnih mer ter s tem povezanih spremenjenih investicijskih tokov so prispevali k zniževanju repo obrestne mere pri transakcijah, ki so bile motivirane s parkiranjem denarnih sredstev. Vendar pa se je pokazalo, da so bile napetosti prehodne in skoncentrirane zlasti na instrumente, ki sta jih izdali nemška in francoska država. Do

<sup>3</sup> V obravnavanem obdobju so se obvezne rezerve obrestovale po stopnji ECB za operacije glavnega refinanciranja. ECB je 27. oktobra objavila, da se bo obrestovanje obveznih rezerv znižalo na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je začelo veljati v začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se je začelo 21. decembra 2022, po tekočem obravnavanem obdobju.

21. septembra, približno en teden po septembrskem zvišanju obrestnih mer, so se obrestne mere na zavarovanem denarnem trgu večinoma normalizirale in prilagodile novi ravni obrestnih mer, čeprav z nekoliko večjim pribitkom nad €STR in obrestno mero za mejni depozit kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

## Informacije o prihodnjih gibanjih posojil iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju

Pripravili Franziska Huennekes in Petra Köhler Ulbrich

**Anketa o bančnih posojilih v euroobmočju zagotavlja dragocene informacije o posojilnih standardih in pogojih bank ter o povpraševanju po posojilih v euroobmočju.** Anketa z zbiranjem teh informacij osvetljuje transmisijo denarne politike v euroobmočju prek posojilnega kanala. V ta namen uporablja reprezentativni vzorec približno 150 bank v euroobmočju. Informacije iz ankete so sicer kvalitativne, vendar so odgovori bank tesno povezani z dejansko rastjo posojil in gibanjem obrestnih mer za posojila. Anketa o bančnih posojilih je zlasti koristna za namene denarne politike, saj zagotavlja zgodnje kazalnike o spremembah v kriterijih in pogojih bank za posojila ter v povpraševanju po posojilih, preden se te spremembe pokažejo v dejanskem gibanju posojil.<sup>1</sup> Ta okvir opisuje, kako anketa o bančnih posojilih zagotavlja zgodnje kazalnike o gibanjih posojil podjetjem in stanovanjskih posojil gospodinjstvom v euroobmočju.

**Podatki iz ankete o bančnih posojilih zagotavljajo zgodnje informacije o bančnih posojilnih pogojih in povpraševanju po posojilih.** Banke v euroobmočju približno ob koncu vsakega četrtega odgovarjajo na vprašalnik ankete. ECB objavi agregirane podatke tri tedne zatem, ko od anketiranih bank prejme odgovore. Kratek zamik pri poročanju v primerjavi z drugimi statističnimi podatki pomeni, da podatki iz ankete dajejo zgodnje informacije o ključnih gibanjih na področju posojil v euroobmočju, kar je še posebno dragoceno pri ugotavljanju preobrata na področju posojilnih pogojev in pri ocenjevanju gibanja posojil v izrednih obdobjih. V začetku pandemije koronavirusa leta 2020 je na primer anketa kmalu pokazala, da se je močno povečalo povpraševanje po posojilih zaradi povečanih kratkoročnih potreb podjetij po financiranju (graf A) in da se je zlasti zaradi zmanjšanja zaupanja potrošnikov precej zmanjšalo povpraševanje gospodinjstev po stanovanjskih posojilih.<sup>2</sup> Anketa o bančnih posojilih je zagotovila tudi zgodnje informacije o vplivu ruskega napada na Ukrajino in strmega povišanja energetskih stroškov na bančne posojilne pogoje leta 2022 ter pokazala, da so se kreditni standardi – zlasti zaradi povečanega dojemanja tveganja v bankah v okolju visoke negotovosti glede ekonomskih obetov in zaskrbljenosti glede kreditne sposobnosti posojilojemalcev – neto zaostri. Medtem ko je večina vprašanj v anketi za nazaj, anketa vključuje tudi nekaj v prihodnost usmerjenih vprašanj o pričakovanih bank glede kreditnih standardov in povpraševanja po posojilih v prihodnjih treh mesecih, kar omogoča oceno prihodnjih posojilnih pogojev neposredno na podlagi pričakovanj bank.

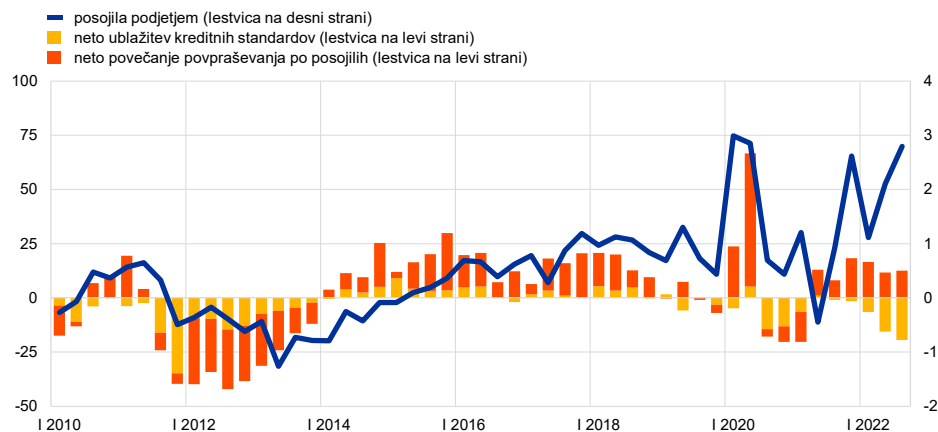
<sup>1</sup> Glej članek z naslovom »*What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?*«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2019. Glej tudi De Bondt, G., Maddaloni, A., Peydró, J.-L., in Scopel, S., »*The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth*«, *Working Paper Series*, št. 1160, ECB, februar 2010.

<sup>2</sup> Glej okvir z naslovom »*Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

## Graf A

### Rast posojil in kazalniki iz ankete o bančnih posojilih glede podjetij v euroobmočju

(lestvica na levi strani: neto odstotek bank v zadnjih treh mesecih; lestvica na desni strani: medčetrletna stopnja rasti v odstotkih)



Vir: ECB (anketa o bančnih posojilih in statistika o bilančnih postavkah).

Opombe: »Posojila podjetjem« se nanašajo na medčetrletno neto rast posojil nefinančnim družbam. Pri kreditnih standardih je neto odstotek opredeljen kot razlika med deležem bank, ki so poročale o ublažitvi, in deležem bank, ki so poročale o zaostritvi. Pri povpraševanju po posojilih je neto odstotek opredeljen kot razlika med deležem bank, ki so poročale o povečanju, in deležem bank, ki so poročale o zmanjšanju.

### Z anketo o bančnih posojilih je mogoče razločiti tudi gibanja v ponudbi posojil od gibanj v povpraševanju po posojilih. Analitično delo na področju ponudbe kreditov in povpraševanja po kreditih ter morebitnih kreditnih omejitvev je bilo pomembno za razumevanje gibanja posojil v času globalne finančne krize in državne dolžniške krize.<sup>3</sup> Anketa ima pomembno vlogo tudi pri ocenjevanju učinka ukrepov denarne politike ECB – kot so nakupi vrednostnih papirjev in ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja – na ponudbo bančnih posojil in na povpraševanje po posojilih.<sup>4</sup> Anketa se je na splošno pokazala kot zelo učinkovito orodje za razumevanje in analizo bančnih posojilnih pogojev v euroobmočju. Znotraj teh širših tem se ta okvir osredotoča na eno značilnost ankete o bančnih posojilih, in sicer na lastnosti ankete kot vodilnega kazalnika pri predvidevanju rasti posojil.

**Spremembe v kreditnih standardih in povpraševanju po posojilih iz ankete o bančnih posojilih imajo lastnosti vodilnega kazalnika o prihodnji rasti posojil podjetjem.** Kar zadeva informacije, ki jih kazalniki iz ankete dajejo o prihodnji rasti posojil, je treba najprej obravnavati navzkrižne korelacije med kazalniki iz ankete pri različnih predhajanjih glede na podatke o dejanski rasti posojil. Pri posojilih podjetjem je navzkrižna korelacija med kreditnimi standardi in medletno rastjo posojil

<sup>3</sup> Glej na primer Altavilla, C., Darracq Pariès, M., in Nicoletti, G., »Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis«, *Journal of Banking and Finance*, zvezek 109, 2019, kjer avtorji izdelajo kazalnik ponudbe posojil na podlagi ankete o bančnih posojilih in ga uporabijo za ugotavljanje vpliva šokov na področju ponudbe posojil na realno gospodarsko aktivnost v euroobmočju. Drugi primeri analitičnega dela v zvezi s ponudbo posojil na podlagi ankete o bančnih posojilih so na primer Hempell, H., in Kok Sorensen, C., »The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?«, *Working Paper Series*, št. 1262, ECB, november 2010, ter Maddaloni, A., in Peydró, J.-L., »Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards«, *The Review of Financial Studies*, zvezek 24, št. 6, 2011, str. 2121–2165.

<sup>4</sup> Glej na primer Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S., in Ongena, S., »Credit Supply and Demand in Unconventional Times«, *Journal of Money, Credit and Banking*, zvezek 53, št. 8, 2021, ter Andreeva, D. C., in García-Posada, M., »The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition«, *Journal of Banking and Finance*, zvezek 122, 2021.



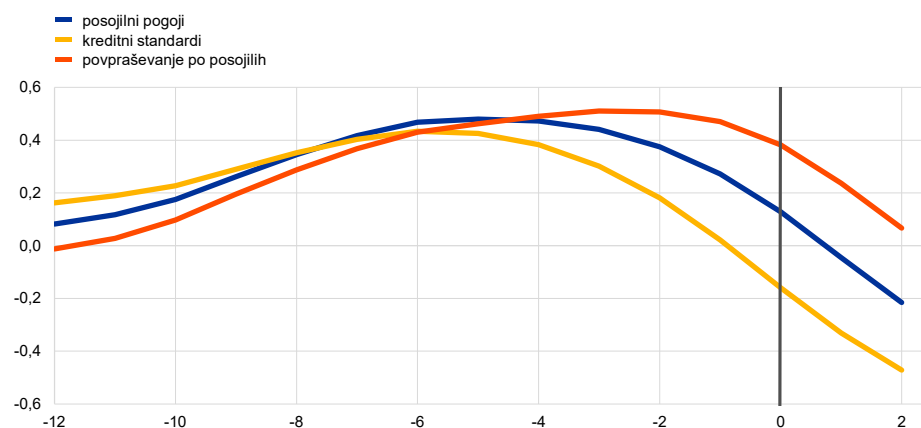
največja, če anketa predhaja dejansko rast posojil za pet do šest četrletij (graf B, slika a). To pomeni, da zaostrovanje kreditnih standardov ponavadi povzroči šibkejšo rast posojil po približno petih do šestih četrletjih. Pri povpraševanju po posojilih je največja korelacija višja in se pojavi prej, in sicer čez približno tri četrletja. Daljši časovni razmik med kreditnimi standardi in dejanskim gibanjem posojil je skladen z dejstvom, da banke določijo kreditne standarde, preden se pogajajo o posojilih. Nasprotno se potrebe podjetij po financiranju, kot jih kaže povpraševanje po posojilih, hitreje pokažejo v dejanski rasti posojil.

## Graf B

Navzkrižna korelacija med rastjo posojil ter kazalniki iz ankete o bančnih posojilih glede podjetij in gospodinjstev v euroobmočju

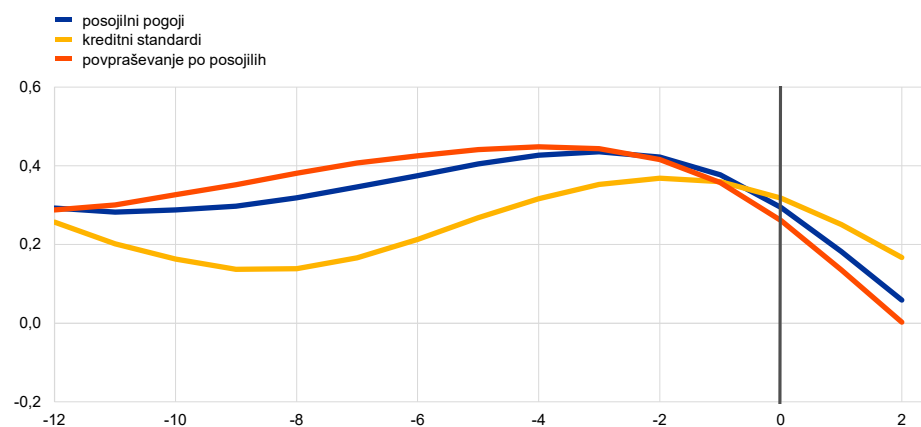
### (a) Posojila podjetjem

(os y: koeficient korelacije; os x: odlog kazalnikov iz ankete o bančnih posojilih glede na rast posojil po četrletjih)



### (b) Stanovanjska posojila gospodinjstvom

(os y: koeficient korelacije; os x: odlog kazalnikov iz ankete o bančnih posojilih glede na rast posojil po četrletjih)



Vir: ECB (anketa o bančnih posojilih in statistika o bilančnih postavkah).

Opombe: Graf prikazuje korelacijo med skupnimi kazalniki iz ankete o bančnih posojilih na podlagi vzorca, ki zajema približno 150 bank, ter medletno stopnjo rasti posojil (neto rast posojil) nefinančnim družbam (slika a) in stanovanjskih posojil gospodinjstvom (slika b). Kazalniki iz ankete predhajajo rast posojil (negativna vrednost na osi y) ali ji sledijo z odlogom (pozitivna vrednost). »Posojilni pogoji« pomenijo neto povečanje povpraševanja po posojilih minus neto zaostrovanje kreditnih standardov. »Kreditni standardi« so obrnjeni, kar pomeni, da so neto odstotki opredeljeni kot delež bank, ki poročajo o ublažitvi, minus delež bank, ki poročajo o zaostritvi. Medletna stopnja rasti posojil se izračuna kot vsota tokov posojil v preteklih 12 mesecih, deljena s stanjem posojil pred 12 meseci. Kazalniki iz ankete so štiričetrletne drseče sredine. Posojila podjetjem so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev.

**Poleg zgoraj navedenih preprostih korelacij se informacije, ki jih dajejo kazalniki iz ankete o bančnih posojilih o prihodnji rasti posojil, lahko**

### ocenjujejo z analizo njihove vrednosti pri napovedovanju dejanske rasti

**posojil.** V primerjavi z avtoregresijskim modelom, pri katerem se rast posojil napoveduje z lastnim odlogom, model, ki vsebuje kazalnike iz ankete o bančnih posojilih, izboljšuje napovedi o rasti posojil podjetjem v euroobmočju (graf C, slika a). Medtem ko kreditni standardi in povpraševanje po posojilih vsak po svoje izboljšujejo napovedi glede posojil, se z združevanjem obeh v kazalnik posojilnih pogojev sčasoma še bolj izboljša uspešnost napovedi, kar pomeni, da so napake v napovedih povprečno manjše. Na splošno primerljive informacije, ki jih anketa daje glede prihodnje rasti posojil, so na voljo tudi za posamezne države v euroobmočju.<sup>5</sup>

---

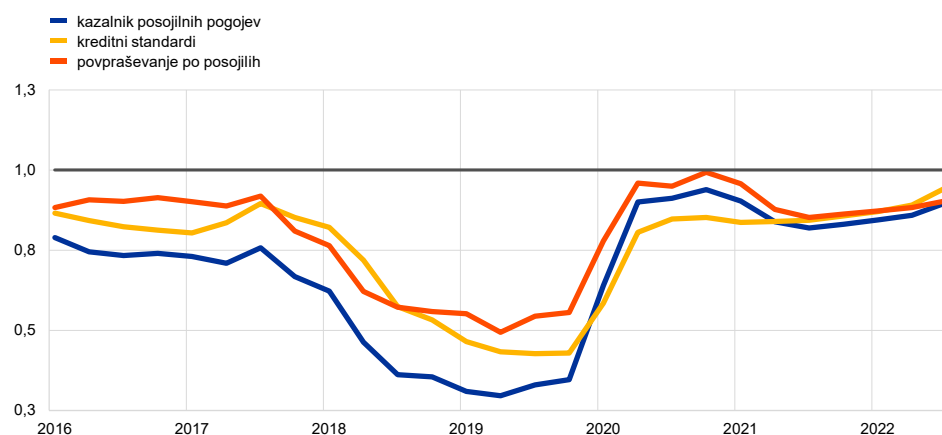
<sup>5</sup> Glej »*Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey*«, *Monthly Report, Deutsche Bundesbank*, september 2022, in Leveuge, G., »*On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators*«, *Working Paper Series, Banque de France*, št. 567, avgust 2015.

### Graf C

Lastnosti ankete o bančnih posojilih kot vodilnega kazalnika prihodnje rasti posojil podjetjem v euroobmočju

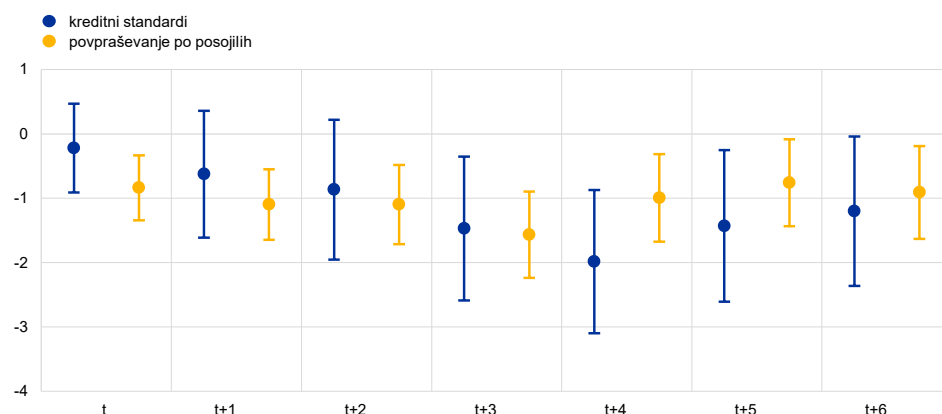
#### (a) Uspešnost kazalnikov iz ankete pri napovedovanju skupne rasti posojil

(delež korena povprečne kvadratne napake v napovedi rasti posojil zunaj vzorca na podlagi modelov s kazalniki iz ankete in brez njih)



#### (b) Vpliv sprememb kreditnih standardov in povpraševanja po posojilih na rast posojil na ravni posameznih bank

(vpliv medletne rasti posojil v odstotnih točkah)



Vir: ECB (anketa o bančnih posojilih in statistika o bilančnih postavkah na sliki a; posamezne ankete o bančnih posojilih in posamezna statistika o bilančnih postavkah na sliki b) in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a je prikazana uspešnost kazalnikov iz ankete o bančnih posojilih pri napovedovanju medletne rasti posojil v obdobju dveh četrtletij. Vrednosti, manjše od 1, kažejo, da se z dopolnitvijo čistega avtoregresijskega modela z anketo izboljša natančnost napovedi. Medletna stopnja rasti je opredeljena kot neto tokovi posojil v preteklih 12 mesecih, deljeno s stanjem posojil pred 12 meseci, popravljeni za prodajo, listinjenje in združevanje denarnih sredstev. Modeli so ocenjeni za obdobja zaporednih desetih let. Koren povprečne kvadratne napake se izračuna za obdobja zaporednih štirih let. Na sliki b je prikazan vpliv na medletno stopnjo rasti v obdobjih  $t + i$ , s kazalniki iz ankete, merjenimi v obdobju  $t$ . Vpliv se nanaša na banke, ki poročajo o blažjih ali nespremenjenih kreditnih standardih/povečanem ali nespremenjenem povpraševanju po posojilih. Koeficienti so rezultat regresije z medletno rastjo neto posojil podjetjem kot odvisno spremenljivko ter z odlogom kreditnih standardov in povpraševanja po posojilih, o katerih poročajo banke, s tremi odlogi odvisne spremenljivke ter časovno fiksnimi učinki banke in države kot pojasnjevalnimi spremenljivkami. Vzorec vključuje 149 bank in pokriva obdobje od tretjega četrtletja 2009 do drugega četrtletja 2022.

#### Anketa o bančnih posojilih daje informacije o prihodnji rasti posojil ne samo na agregatni ravni, ampak tudi za posamezne banke.

Ocene na ravni bank kažejo, da se v primeru bank, ki poročajo o strožjih kreditnih standardih, dejanska rast posojil podjetjem bistveno zmanjša tri do šest četrtletij po zaostritvi v primerjavi z bankami, ki poročajo o blažjih ali nespremenjenih kreditnih standardih (graf C, slika b). Hkrati je v primeru bank, ki v anketi poročajo o zmanjšanju povpraševanja po posojilih, dejanska rast posojil podjetjem nižja v istem četrtletju in naslednjih v primerjavi z bankami, ki poročajo o nespremenjenem ali večjem povpraševanju po

posojilih.<sup>6</sup> To kaže, da je bolj sočasno razmerje povpraševanja po posojilih z dejansko rastjo posojil v navzkrižni korelaciji agregirane serije veljavno tudi na ravni posameznih bank.

**Tudi pri stanovanjskih posojilih kazalniki iz ankete o bančnih posojilih dajejo dragocene informacije o prihodnji rasti posojil, čeprav za krajše časovno obdobje in z nekoliko slabšo korelacijo kot v primeru posojil podjetjem.**

Navzkrižna korelacija med kreditnimi standardi in rastjo stanovanjskih posojil namreč kaže, da kazalnik iz ankete le malo predhaja dejansko rast stanovanjskih posojil (z najvišjo vrednostjo pri okoli dveh četrletjih; graf B, slika b). Pri povpraševanju po stanovanjskih posojilih je navzkrižna korelacija z rastjo stanovanjskih posojil na splošno višja kakor pri kreditnih standardih in nekoliko prej doseže najvišjo vrednost, in sicer tri do štiri četrletja prej. Poleg tega je sogibanje kazalnikov iz ankete z neto rastjo posojil na splošno šibkejše pri stanovanjskih posojilih kot pri posojilih podjetjem. Ta razlika je verjetno povezana z dejstvom, da so bila odplačila stanovanjskih posojil visoka približno deset let po razcvetu stanovanjskega trga pred svetovno finančno krizo, kar je zaviralo neto rast stanovanjskih posojil.<sup>7</sup> Dejansko je korelacija pri kreditnih standardih in povpraševanju po stanovanjskih posojilih višja, če upoštevamo nova stanovanjska posojila (v obeh primerih štiri mesece predhaja in doseže najvišjo vrednost približno 0,6), kar je tudi v skladu s tem, da morajo banke v anketi poročati o bruto posojilih.

**Z informacijami iz ankete o bančnih posojilih je mogoče izboljšati tudi napovedi rasti stanovanjskih posojil.**

V nasprotju z napovedmi posojil podjetjem se napovedi rasti stanovanjskih posojil izboljšajo bolj z vključitvijo povpraševanja po posojilih kot z vključitvijo kreditnih standardov (graf D, slika a). To je v skladu z dejstvom, da je navzkrižna korelacija neto rasti stanovanjskih posojil s kreditnimi standardi manjša kakor s povpraševanjem po posojilih, kot je navedeno zgoraj. Tudi s povpraševanjem po posojilih je mogoče napovedati prihodnjo rast stanovanjskih posojil na ravni banke – banke, ki poročajo o zmanjšanju povpraševanja, imajo nižjo rast posojil v naslednjih četrletjih kot banke, ki poročajo o nespremenjenem ali povečanem povpraševanju po posojilih (graf D, slika b). Nasprotno so kreditni standardi manj pomembni za napovedovanje rasti stanovanjskih posojil ne samo na agregatni ravni, ampak tudi na ravni posameznih bank.

<sup>6</sup> Ti rezultati kažejo, da se z odgovori bank o kreditnih standardih in povpraševanju po posojilih podjetjem ne izboljšajo le napovedi rasti posojil skupaj, ampak vsebujejo tudi dragocene informacije o spremembah obsega posojil v posameznih bankah. Pomembno je, da to velja tudi, če se upoštevajo pretekla gibanja, specifični dejavniki v posameznih bankah in nacionalna makroekonomska gibanja, ki bi lahko vplivala na posojilne trge, kjer poslujejo banke.

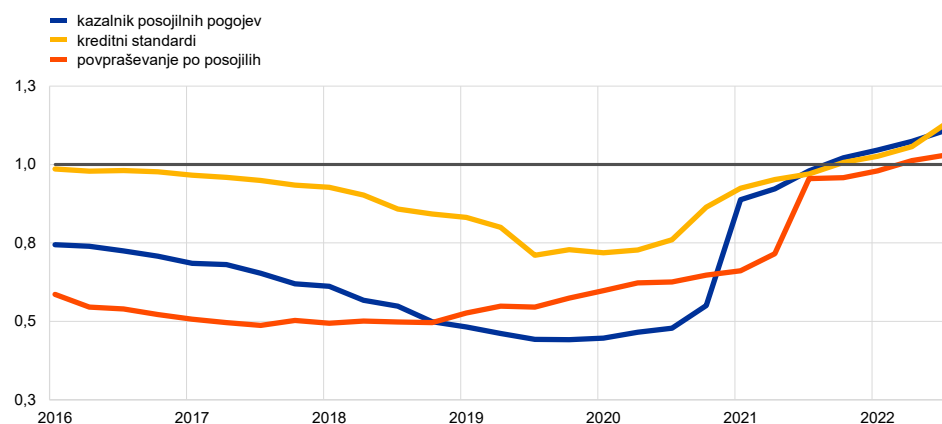
<sup>7</sup> Glej okvir z naslovom »Developments in mortgage loan origination in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2018.

## Graf D

Lastnosti ankete o bančnih posojilih kot vodilnega kazalnika prihodnje rasti stanovanjskih posojil gospodinjstvom v euroobmočju

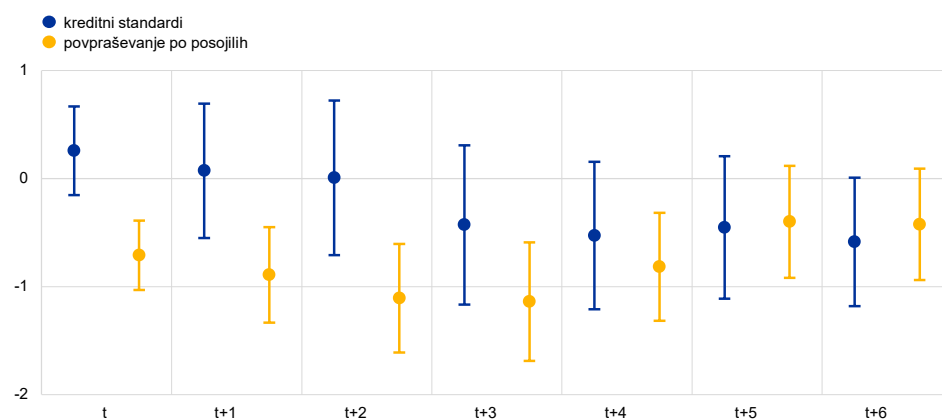
### (a) Uspešnost kazalnikov iz ankete pri napovedovanju skupne rasti posojil

(delež korena povprečne kvadratne napake v napovedi rasti posojil zunaj vzorca na podlagi modelov s kazalniki iz ankete in brez njih)



### (b) Vpliv sprememb kreditnih standardov in povpraševanja po posojilih na rast posojil na ravni posameznih bank

(vpliv na medletno rast posojil v odstotnih točkah)



Viri: ECB (anketa o bančnih posojilih in statistika o bilančnih postavkah na sliki a; posamezne ankete o bančnih posojilih in posamezna statistika o bilančnih postavkah na sliki b) in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a je prikazana uspešnost kazalnikov iz ankete pri napovedovanju medletne rasti posojil v obdobju, v katerem je dosežen najnižji povprečni koren povprečne kvadratne napake (dve četrletji za kreditne standarde, pet četrletij za povpraševanje po posojilih in tri četrletja za posojilne pogoje). Vrednosti, manjše od 1, kažejo, da se z dopolnitvijo čistega avtoregresijskega modela z anketo o bančnih posojilih izboljša natančnost napovedi. Medletna stopnja rasti je opredeljena kot neto tokovi posojil v preteklih 12 mesecih, deljeno s stanjem posojil pred 12 meseci. Modeli so ocenjeni za obdobja zaporednih desetih let. Koren povprečne kvadratne napake se izračuna za obdobja zaporednih štirih let. Na sliki b je prikazan vpliv na medletno stopnjo rasti v obdobjih  $t + i$ , s kazalniki iz ankete, merjenimi v obdobju  $t$ . Vpliv se nanaša na banke, ki poročajo o blažjih ali nespremenjenih kreditnih standardih/povečanem ali nespremenjenem povpraševanju po posojilih. Koeficienti so rezultat regresije z medletno rastjo neto stanovanjskih posojil gospodinjstvom kot odvisno spremenljivko ter z odlogom kreditnih standardov in povpraševanja po posojilih, o katerih poročajo banke, s tremi odlogi odvisne spremenljivke ter časovno fiksni učinki banke in države kot pojasnjevalnimi spremenljivkami. Vzorec vključuje 140 bank in pokriva obdobje od tretjega četrletja 2009 do drugega četrletja 2022.

**Glede na te ugotovitve anketa o bančnih posojilih trenutno kaže, da se bo rast posojil podjetjem in stanovanjskih posojil gospodinjstvom v euroobmočju v prihodnjih četrletjih zmanjševala. V prvih treh četrletjih 2022 so banke poročale o**

neto zaostrovanju kreditnih standardov za posojila podjetjem.<sup>8</sup> Tako je bilo neto zaostrovanje v drugem in tretjem četrtletju večje kot zaostrovanje med pandemijo koronavirusa (ki so ga blažili posegi javnega sektorja v obliki državnih poroštev za posojila in drugih javnofinančnih ukrepov pomoči ter ukrepov denarne politike in nadzornih organov), vendar je bilo manjše kot neto zaostrovanje med globalno finančno krizo in državno dolžniško krizo.<sup>9</sup> Glavni dejavniki zaostrovanja so bili povečano dojemanje tveganja v bankah in nižja nagnjenost k tveganju zaradi zaskrbljenosti glede splošnih gospodarskih obetov in kreditne sposobnosti kreditnojemalcev. Na zaostrovanje kreditnih standardov za posojila podjetjem in stanovanjska posojila gospodinjstvom v euroobmočju so vplivali tudi stroški financiranja in bilančna pozicija bank. To se je povečalo v prvih treh četrtletjih 2022 ob normalizaciji denarne politike. To kaže, kako koristne so ankete pri ocenjevanju transmisije denarne politike ECB na podjetja in gospodinjstva v euroobmočju prek posojilnega kanala. Banke so hkrati poročale, da se je povpraševanje podjetij po posojilih na splošno v prvih treh četrtletjih 2022 še naprej povečevalo zlasti zaradi potreb podjetij po financiranju obratnega kapitala in zalog. V anketi o bančnih posojilih oktobra 2022 so banke poročale, da v zadnjem četrtletju 2022 pričakujejo nadaljnje močno neto zaostrovanje kreditnih standardov, vendar tudi neto zmanjšanje povpraševanja podjetij po posojilih. Ti rezultati na splošno kažejo, da bo rast posojil podjetjem leta 2023 manjša.<sup>10</sup> Kar zadeva stanovanjska posojila, so banke poročale o precejšnjem neto zmanjšanju povpraševanja v tretjem četrtletju 2022, potem ko je bilo v drugem četrtletju 2022 zmanjšanje zmernejše. V povezavi z močnim neto zaostrovanjem kreditnih standardov za stanovanjska posojila v drugem in tretjem četrtletju 2022 to kaže, da se bo v prihodnjih četrtletjih izrazito zmanjšala dejanska rast stanovanjskih posojil. Znaki preobrata pri dejanski rasti stanovanjskih posojil so namreč že opazni.

---

<sup>8</sup> Informacije iz ankete o bančnih posojilih, ki so jih predložile banke, so skladne z najnovejšimi informacijami podjetij v anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE), kjer so podjetja poročala o povečanju vrzeli pri financiranju v obdobju od aprila do septembra 2022 in o pričakovani manjši razpoložljivosti bančnih posojil v obdobju od oktobra 2022 do marca 2023. Glej okvir z naslovom »Dostop podjetij do financiranja in gospodarski cikel: podatki iz ankete SAFE« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

<sup>9</sup> Glej poročila o anketi o bančnih posojilih v teh četrtletjih na [spletnem mestu ECB](#).

<sup>10</sup> Ne glede na informacije o dejanski rasti posojil podjetjem in stanovanjskih posojil gospodinjstvom, ki jih dajejo kazalniki iz ankete o bančnih posojilih, je treba upoštevati, da so ta gibanja brezpogojne napovedi, ki temeljijo izključno na anketi o bančnih posojilih, ter da se lahko z nadaljnjimi spremembami gospodarskega okolja in obetov ta gibanja spremenijo.

## Osnutki proračunskih načrtov držav v euroobmočju za leto 2023 in posledice za javnofinančno politiko

Pripravili Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Steffen Osterloh

### Evropska komisija je 22. novembra 2022 objavila mnenja o osnutkih proračunskih načrtov držav v euroobmočju za leto 2023.<sup>1</sup>

Ker se bo splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast uporabljala tudi v letu 2023, je Komisija v oceni sledila praksi iz predhodnih dveh let, pri čemer se je osredotočila na skladnost osnutkov proračunskih načrtov s priporočili glede javnofinančne politike, ki so bolj kvalitativne kot kvantitativne narave.<sup>2</sup> Ta priporočila je Svet sprejel 12. julija 2022. Takrat je državam v euroobmočju tudi svetoval, naj v letu 2023 sprejmejo diferencirane javnofinančne politike, zlasti pa državam z visokim javnim dolgom priporočil, naj zagotovijo previdno javnofinančno politiko. Operativno to pomeni, da rast nacionalno financiranih tekočih primarnih odhodkov (brez diskrecijskih ukrepov na strani prihodkov) ohranjajo pod srednjeročno potencialno rastjo BDP. Države v euroobmočju z nizkim ali srednje velikim javnim dolgom so prejele priporočilo, naj zagotovijo, da bo rast nacionalno financiranih tekočih odhodkov v skladu s splošno nevtralno naravnostjo javnofinančne politike. V obeh primerih je bilo ugotovljeno, da bi bilo treba v načrtih odhodkov države upoštevati nadaljnjo začasno in ciljno usmerjeno podporo gospodinjstvom in podjetjem v okviru kompenzacijskih ukrepov na področju energije ter ljudem, ki bežijo pred rusko vojno agresijo proti Ukrajini. Državam v euroobmočju je bilo tudi svetovano, naj povečajo javne naložbe za zeleni in digitalni prehod ter za energetska varnost.<sup>3</sup>

### Komisija se je v oceni skladnosti proračunskih načrtov za leto 2023 s priporočili Sveta osredotočila na skladnost držav s kazalnikom, oblikovanim v kontekstu krize zaradi koronavirusa (COVID-19), s katerim se prilagodi

- 
- <sup>1</sup> Glej »Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu in Evropski centralni banki o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2023: celovita ocena«, Evropska komisija, 22. november 2022, in »Priporočilo Sveta o ekonomski politiki euroobmočja«, Evropska komisija, 22. november 2022. Osnutka proračunskih načrtov Italije in Latvije sta odhajajoči vladi predložili na podlagi predpostavke, da bo proračunska politika ostala nespremenjena, zato ju Komisija v času priprave jesenskega svežnja ni ocenila. Po predložitvi dopolnitve 21. novembra 2022 je Komisija mnenje o italijanskem osnutku proračunskega načrta objavila 14. decembra 2022.
- <sup>2</sup> Splošna odstopna 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 prizadene finančni položaj širše države, ali v obdobjih hude gospodarske recesije v euroobmočju ali EU kot celoti. Po aktivaciji lahko države članice začasno odstopajo od zahtevanih javnofinančnih prilagoditev iz preventivnega in korektivnega dela pakta, če to ne ogroža srednjeročne vzdržnosti javnih financ.
- <sup>3</sup> Poleg priporočil Sveta je Euroskupina v [izjavi z dne 11. julija 2022 o usmeritvah javnofinančne politike za leto 2023](#) izrazila mnenje, da v euroobmočju zaradi prevladujočih gospodarskih okoliščin, zlasti inflacijske dinamike, spodbujanje splošnega povpraševanja z javnofinančnimi politikami v letu 2023 ni upravičeno.

**referenčna vrednost odhodkov iz Pakta za stabilnost in rast.**<sup>4</sup> Prvič, ta kazalnik upošteva odhodke, financirane z nepovratnimi sredstvi EU iz mehanizma za okrevanje in odpornost ali drugimi sredstvi EU. Ti viri financiranja pomenijo fiskalno spodbudo za gospodarstvo, vendar niso izkazani v proračunskem saldu držav euroobmočja, saj so evidentirani hkrati kot prihodki in odhodki. Drugič, s kazalnikom se izločijo začasni nujni ukrepi, sprejeti zaradi pandemije COVID-19. Pomembno je, da agregat odhodkov, na katerem temelji omenjeni kazalnik, vključuje ukrepe na strani odhodkov, sprejete zaradi energetske krize, in nacionalno financirane naložbe države. Komisija je raven izpolnjevanja priporočil Sveta z dne 12. julija 2022 ocenila na podlagi ocene gibanja teh postavk odhodkov.

**Iz ocene Komisije je razvidno, da so osnutki proračunskih načrtov držav v euroobmočju za leto 2023, razen nekaj izjem, na splošno v skladu s priporočili Sveta glede javnofinančne politike.** Kar zadeva države z visokim javnim dolgom, je Komisija ocenila, da je osnutek proračunskega načrta Belgije le delno v skladu s priporočilom, saj rast nacionalno financiranih tekočih odhodkov presega potencialno rast BDP. Komisija je v zvezi z osnutkom proračunskega načrta Portugalske, čeprav ga je ocenila na splošno pozitivno, prepoznala tveganja, da bo le delno skladen s priporočilom, če kompenzacijski ukrepi na področju energije ne bodo odpravljeni, kot je bilo načrtovano.<sup>5</sup> V skupini držav z nizkim ali srednje velikim javnim dolgom so bili osnutki proračunskih načrtov Nemčije, Estonije, Litve, Luksemburga, Nizozemske, Avstrije, Slovenije in Slovaške ocenjeni kot delno skladni s priporočilom, saj je prispevek nacionalno financiranih neto tekočih odhodkov k splošni usmeritvi javnofinančne politike v letu 2023 ekspanziven in ne nevtralen.<sup>6</sup> Vse države v euroobmočju nameravajo financirati javne naložbe za zeleni in digitalni prehod ter za energetska varnost, med drugim z uporabo mehanizma za okrevanje in odpornost ter drugih sredstev EU, kot je priporočil Svet.

**Komisija je v oceni izpostavila povečevanje državnih naložb v celotnem euroobmočju od leta 2018, ki se je nadaljevalo v obdobju 2020–2022, kljub pretresom zaradi pandemije COVID-19 in ruskega napada na Ukrajino.** Čeprav je povečanje državnih naložb od pandemije zmerno, merjeno kot odstotek BDP, je v nasprotju z vzorcem po svetovni finančni krizi, ko so se bruto državne naložbe zmanjšale za več kot eno odstotno točko BDP, neto naložbe – ob upoštevanju amortizacije kapitala – pa so med letoma 2014 in 2017 postale negativne (graf A).

<sup>4</sup> Komisija ta kazalnik, katerega namen je zajeti usmeritev javnofinančne politike, izračunava tako, da izmeri letno povečanje neto odhodkov v razmerju do 10-letne potencialne rasti in stopnje rasti deflatorja BDP. Na podlagi priporočil Sveta o programih stabilnosti za leto 2021 je bil temeljni neto agregat odhodkov prilagojen tako, da so vključeni odhodki, financirani z nepovratnimi sredstvi iz mehanizma za okrevanje in odpornost in drugimi sredstvi EU, ter izvzeti začasni izredni ukrepi v zvezi s krizo zaradi COVID-19. Poleg prispevka odhodkov, ki jih financira EU, so v oceno Komisije vključeni tudi prispevki k splošni fiskalni naravnosti iz različnih nacionalno financiranih agregatov odhodkov, in sicer (i) naložb, (ii) drugih kapitalnih odhodkov in (iii) tekočih primarnih odhodkov (brez diskrecijskih ukrepov na strani prihodkov). Ta kazalnik se razlikuje od merila, ki se tradicionalno uporablja za ocenjevanje naravnosti javnofinančne politike v Evropskem sistemu centralnih bank (ESCB) na podlagi koncepta ciklično prilagojenega primarnega salda (glej poglavje 6 v tej številki *Ekonomskega biltena*).

<sup>5</sup> Glede na celovito oceno Komisije v zvezi z osnutkom proračunskega načrta Portugalske je v [izjavi Euroskupine o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2023](#), objavljeni 5. decembra 2022, poudarjen napredek, ki ga je Portugalska dosegla pri zmanjšanju primanjkljaja in dolga.

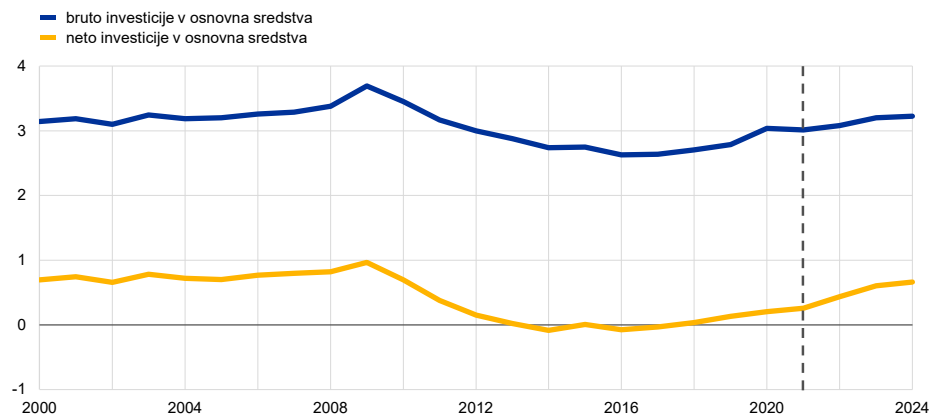
<sup>6</sup> Iz analize, ki jo je opravila Komisija, je razvidno, da je v primeru Nizozemske prispevek nacionalno financiranih tekočih primarnih odhodkov k naravnosti javnofinančne politike na splošno nevtralen, splošna usmeritev javnofinančne politike pa je ekspanzivna.



## Graf A

### Javne naložbe v euroobmočju, 2000–2024

(v odstotkih BDP)



Vir: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO).

Opombe: Obdobje 2022–2024 je iz jesenske napovedi Evropske komisije 2022. Črtkana navpična črta označuje začetek obdobja napovedi.

**Po mnenju Komisije bi lahko javnofinančne politike v letu 2023 zaradi še vedno visoke inflacije postale ekspanzivne.** V skladu z napovedmi Komisije iz jeseni 2022, ki vključujejo osnutke proračunskih načrtov za leto 2023, bo fiskalna ekspanzija na podlagi zgoraj opisanega prilagojenega kazalnika leta 2022 znašala okrog 2,2% BDP, za leto 2023 pa se napovedujejo večinoma nevtralne javnofinančne politike.<sup>7</sup> Projekcije Komisije vključujejo nižji neto proračunski učinek v višini 0,9% BDP zaradi ukrepov za blaženje vpliva visokih cen energentov na gospodinjstva in podjetja v euroobmočju v letu 2023, v primerjavi z 1,3% BDP v letu 2022. Komisija je tudi ocenila, da bi se v letu 2023 stroški obstoječih ukrepov, če bi bili ti podaljšani do konca leta 2023, lahko povečali za dodaten 1% BDP na skoraj 2% BDP, zaradi česar bi javnofinančne politike postale še bolj ekspanzivne.

**Najnovejše projekcije strokovnjakov Eurosistema vključujejo precej večji znesek z energijo povezanih ukrepov pomoči kot v osnovnem scenariju Komisije, kar kaže na ekspanzivno naravnano javnofinančno politiko v letu 2023.** Skupna energetska podpora v euroobmočju, kot je predvidena v splošnih makroekonomskih projekcijah iz decembra 2022, je ocenjena na okrog 2% BDP.<sup>8</sup> To je precej več, kot je predvidela Komisija v svoji napovedi iz jeseni 2022, in je med drugim posledica poznejšega presečnega datuma projekcij, pri čemer je več podpornih ukrepov dovolj natančno opredeljenih, da izpolnjujejo kriterije, da se

<sup>7</sup> Glej »Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu in Evropski centralni banki o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2023: celovita ocena«, op. cit.

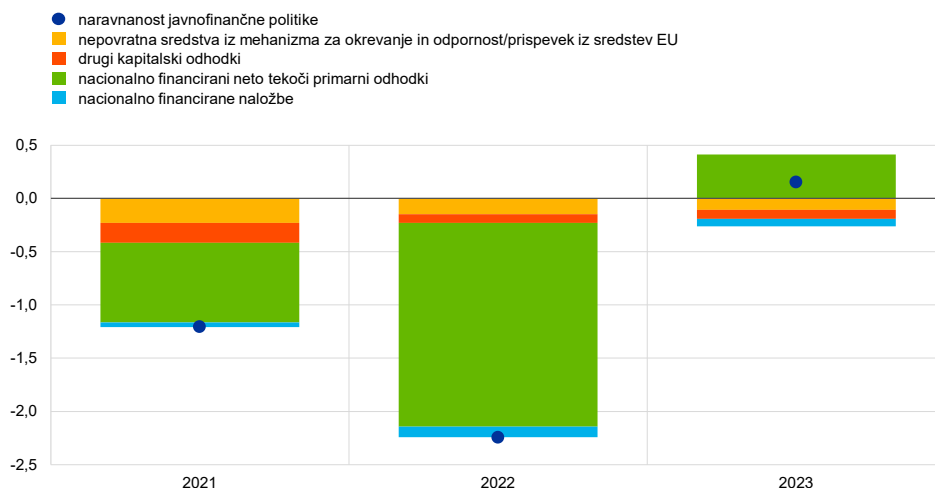
<sup>8</sup> Glej razdelek 2 o javnofinančnih obetih v dokumentu »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema«.

vključijo v javnofinančne predpostavke splošnih makroekonomskih projekcij iz decembra.<sup>9</sup>

## Graf B

### Ocena Komisije glede usmeritve javnofinančne politike, 2021–2023

(v odstotkih BDP)



Vir: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO).

Opombe: Komisija je v oceni naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju uporabila pristop prilagojene referenčne vrednosti odhodkov, ki je razložen v besedilu. Negativna (pozitivna) vrednost pomeni ekspanzivno (restriktivno) naravnost.

**Pomembno je, da so javnofinančne politike ciljno usmerjene, prilagojene in začasne, da ne bi prispevale k povečevanju inflacijskih pritiskov, hkrati pa naj zagotavljajo vzdržnost dolga in podpirajo naklonjenost javnih financ gospodarski rasti.** Z vidika denarne politike morajo biti ukrepi energetske podpore dodatno prilagojeni skladno s temi tremi načeli, kar pomeni, da morajo biti ukrepi (i) *ciljno usmerjeni* k najranljivejšim, tako da je višina javnofinančne spodbude omejena in prinaša koristi tistim, ki jo najbolj potrebujejo, (ii) *prilagojeni*, da ne oslabijo spodbud k manjšemu povpraševanju po energiji, in (iii) *začasni*, da se javnofinančna spodbuda ohrani samo toliko časa, kot je nujno potrebna. Ob pričakovani deaktivaciji splošne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast od leta 2024 je treba pravočasno doseči soglasje o reformi okvira ekonomskega upravljanja v EU, saj bo pripomogla k usmerjanju javnofinančnih politik v prihodnosti.<sup>10</sup> Na splošno je treba postopno, realistično in trajno znižanje javnega dolga, kjer je to potrebno, kombinirati z izboljšanjem kakovosti državnih proračunov in vzdržnimi javnimi naložbami v podporo potencialni rasti ter zelenemu in digitalnemu prehodu.

<sup>9</sup> Za izdelavo projekcij javnofinančnih spremenljivk v splošnih makroekonomskih projekcijah je odgovorna delovna skupina za javne finance. Javnofinančne projekcije so v celoti skladne z makroekonomskimi projekcijami in upoštevajo najnovejše informacije, na primer zadnje objavljene podatke, proračunsko zakonodajo, dodatne proračune ter programe stabilnosti in konvergenčne programe. Javnofinančne projekcije vključujejo samo tiste ukrepe, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili oziroma so bili že dovolj podrobno opredeljeni in bodo verjetno v zakonodajnem postopku tudi sprejeti. Več informacij je na voljo v vodniku ECB iz julija 2016 z naslovom »A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises«.

<sup>10</sup> Glej »Sporočilo o usmeritvah za reformo okvira ekonomskega upravljanja EU«, Evropska komisija, 9. november 2022.

# Članka

## 1 The pandemic emergency purchase programme – an initial review

Prepared by Benjamin Bönninghausen, León Fernández Brennan, Laura McCabe and Julian Schumacher

### 1 Introduction

**The ECB launched the pandemic emergency purchase programme (PEPP) in March 2020 in response to the extraordinary economic and financial shock triggered by the coronavirus (COVID-19) pandemic.**<sup>1</sup> The pandemic erupted in full force in early 2020 and constituted a collective public health emergency unprecedented in recent history, bringing unbearable human tragedy across the world. It was also a massive economic shock that led to huge economic dislocations in production, trade, investment, employment and consumption. The economic fallout required a strong and determined policy response to support people and firms at risk, which fiscal and monetary policymakers all over the world swiftly delivered. This article provides an initial review of one cornerstone of the ECB's monetary policy response: the announcement of the PEPP on 18 March 2020 and its subsequent implementation, which saw the ECB conduct net purchases of euro area private and public sector securities totalling around €1.7 trillion by March 2022. Since the end of net purchases in March 2022, transactions under the PEPP have only been conducted to reinvest redemptions in the portfolio. As announced in December 2021, the Governing Council intends to reinvest principal payments from maturing securities purchased under the PEPP until at least the end of 2024.

**The PEPP was designed with a dual role: it supported market functioning as well as the transmission of monetary policy, and enabled a substantial easing of the monetary policy stance to counter the serious downside risks to price stability posed by the pandemic.** The pandemic and associated containment measures around the world led to a sharp downward revision in the economic and financial outlook and substantially increased uncertainty, leaving the euro area with an even more subdued outlook for medium-term inflation than already prevailing when it hit. The resulting strains in the global financial system raised the risk of fire sales and adverse illiquidity spirals. In these conditions, the PEPP proved a crucial addition to the asset purchases already being conducted under the ECB's asset purchase programme (APP) to provide market liquidity and limit the risk of self-fulfilling dynamics. The announcement of the PEPP successfully interrupted the rapid

---

<sup>1</sup> See Lane, P.R., "[Monetary policy during the pandemic: the role of the PEPP](#)", speech at the International Macroeconomics Chair Banque de France – Paris School of Economics, 31 March 2022 (and the references cited therein); also Lane, P.R., "The monetary policy response in the euro area", in English, B., Forbes, K. and Ubide, A. (eds.), "[Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era](#)", CEPR Press, London, 2021.

detachment of euro area sovereign bond yields from risk-free rates amid the market turmoil in early 2020, as proxied by the wedge between overnight index swap (OIS) rates and euro area GDP-weighted sovereign bond yields (Chart 1). This was essential, since sovereign bond yields serve as benchmark rates for funding conditions in the wider euro area economy and are used to price corporate and bank bonds, as well as bank loans to firms and households; they are thus pivotal in the transmission of monetary policy.<sup>2</sup> The market stabilisation following the announcement of the PEPP ensured that the ECB's accommodative monetary policy stance was successfully transmitted to firms and households, and so helped counteract the pandemic shock to the inflation outlook, alongside substantial support from fiscal policy at the EU level.<sup>3</sup> Further monetary accommodation – in the form of more favourable financing conditions for firms and households – was required to support economic recovery and safeguard price stability. Following increases in its overall size subsequent to the initial announcement, the PEPP was therefore also instrumental in bringing about a further easing in the ECB's monetary policy stance itself, by reducing the volume of public and private sector securities in the market and thereby further lowering their yields. Overall, the PEPP performed two critical and mutually reinforcing functions in countering an unprecedented shock: stabilising markets and easing the monetary policy stance, both of which were expected to significantly contribute to price stability.

---

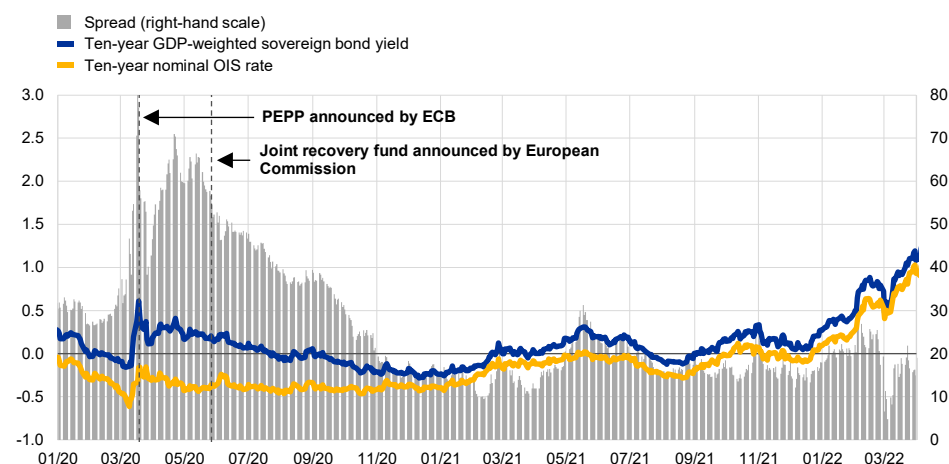
<sup>2</sup> See, for example, Lane, P.R., “[The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#)”, speech at Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25 February 2021.

<sup>3</sup> The state-contingent forward guidance by the ECB's Governing Council that had already been in place before the outbreak of COVID-19 ensured that the risk-free yield curve was able to adjust to the adverse economic shock from the pandemic. In response to the pandemic and before the announcement of the PEPP, the Governing Council had decided on a comprehensive package of monetary policy measures, including additional longer-term refinancing operations (LTROs) as fixed rate tenders with full allotment, a third series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTROs) and a temporary increase in the asset purchase programme (APP), which was already supporting the convergence of the pre-pandemic inflation outlook to levels close to the ECB's inflation target.

## Chart 1

### Ten-year GDP-weighted sovereign bond yield and ten-year nominal OIS rate in the euro area: levels and spread

(percentages per annum, basis points)



Sources: Refinitiv and ECB calculations.

Note: The latest observations are for March 2022.

**This article provides an initial review of the ECB’s experience with the PEPP and that of the wider Eurosystem, with a focus on objectives, implementation and effectiveness.** Due to the exceptional, fast-evolving and uncertain circumstances created by the pandemic, the PEPP required a high degree of flexibility in its design and implementation compared with the APP. This was reflected in its design and implementation, most prominently with regard to the embedded flexibility, and these are reviewed in Sections 3 and 4. As a result, and as illustrated by empirical evidence in Section 5, the PEPP became an indispensable element of the ECB’s monetary policy response to the pandemic.

## 2 The PEPP’s monetary policy objectives

**The PEPP was designed with two monetary policy aims in mind: supporting the proper functioning of the monetary policy transmission mechanism by stabilising financial markets and easing the monetary policy stance to offset the direct impact of the pandemic on price stability.** As a result of the exceptional uncertainty caused by the acceleration of the pandemic, financial markets were suffering from serious dislocations in early March 2020. The distressed market conditions severely impeded transmission of the ECB’s monetary policy actions intended to mitigate the economic hardships caused by the pandemic. This posed significant downside risk to price stability. The first of the PEPP’s aims was to protect the monetary policy transmission mechanism against unwarranted financial market fragmentation. Over time it became apparent that the pandemic had struck the euro area economy through a combination of supply and demand shocks.<sup>4</sup> While the

<sup>4</sup> See the articles entitled “The impact of COVID-19 on potential output in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020, and “The role of demand and supply factors in HICP inflation during the COVID-19 pandemic – a disaggregated perspective”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

pandemic was an exogenous shock that hit the entire euro area and the world at large, its impact varied across countries depending on their initial situation and exposure to specific economic sectors that were more affected. Despite the changes in the pandemic's economic effects over time and variation across countries, its first-order impact on the euro area inflation and growth outlook clearly called for an easing of the monetary policy stance. The first Eurosystem staff macroeconomic projections able to fully take account of the initial impact of the pandemic (published in [June 2020](#)) contained a significant downward revision of projected inflation from 1.6% to 1.3% at the end of the relevant projection horizon at the time (2019-22) and thus considerably below the Governing Council's target. Real GDP growth projections were revised downwards dramatically in 2020 but upwards for the rest of the horizon, especially for 2021, leaving projected real GDP around 4% lower by the end of the projection horizon compared with the March 2020 staff projections. At the same time, policy rates were already at very low levels. Providing monetary accommodation by lowering longer-term interest rates to help counter the negative pandemic shock to the path of inflation in the euro area as a whole thus constituted the second, monetary policy stance objective of the PEPP (see Section 5).

**The uncertainty brought about by the pandemic called for a high degree of flexibility in the PEPP's design and implementation.** Adjusting the pace and composition of purchases under the PEPP so they could quickly and effectively address impediments to the transmission mechanism in specific market segments required the ability to spread purchase volumes flexibly over time, asset classes and jurisdictions. The greater degree of flexibility is one of the key distinguishing features of the PEPP compared with the APP, beside the focus on offsetting the impact of the pandemic on the inflation outlook. The APP, by contrast, was designed to support sustained convergence of inflation rates towards the Governing Council's target during a prolonged period of low inflation, rather than to react to an acute and fast-moving crisis.

**As the pandemic's impact on the economy evolved, the primary focus of the PEPP shifted over time from market stabilisation towards countering the adverse impact of the pandemic on the projected inflation path.** In the first half of 2020, uncertainty about the pandemic's economic impact led to severe tensions in global financial markets. Accordingly, the implementation of the PEPP in that period was characterised by high purchase volumes mainly geared towards stabilising markets with a view to restoring monetary policy transmission. This initial focus on the transmission objective was reflected in fluctuations in the distribution of purchases over time, across asset classes and among jurisdictions, especially in the second quarter of 2020. As the pandemic progressed and the economy adjusted, uncertainty abated. This enhanced the PEPP's scope to operate more in the mould of a stance-oriented purchase programme. The Governing Council decided to increase the aggregate purchase volume, or envelope, of the programme in June and December 2020 in response to pandemic-related downward revisions to the inflation outlook.<sup>5</sup> By allowing the overall expected stock of purchases to be revised

---

<sup>5</sup> See Rostagno, M. et al., "Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies", *Working Paper Series*, No 2564, ECB, Frankfurt, June 2021.

up or down, depending on the evolution of financing conditions and the projected inflation shortfall, the final recalibration in December 2020 encapsulated the Governing Council's emphasis on two-sided flexibility. Ultimately the final envelope size was not used in full, as favourable financing conditions could be maintained with lower purchase flows. Compared with the early stages of the PEPP and the pandemic, the absence of major financial market uncertainties allowed for a steadier path of monthly net purchase volumes within the overall envelope, as well as a convergence of purchases of public sector securities towards the Eurosystem capital key (see Section 4 below for details on the evolution of overall programme size, usage and deviations from the capital key). This latter period saw increases in risk-free rates at the start of 2021, which were assessed to be in no small part the result of spillovers from rising yields in the United States. This reinforced the case for leaning against yield increases in the euro area so as to avoid a premature tightening in financing conditions that would have posed a risk to medium-term inflation. Later in 2021, as the projections for inflation approached, and ultimately exceeded, those prevailing before the pandemic, purchase volumes were reduced accordingly.

### 3 PEPP implementation framework

**All asset categories eligible for the APP were also eligible under the PEPP, but the PEPP implementation framework complemented the APP in several ways to deliver a more tailored response to the pandemic shock.** Table 1 gives a summary of the parameter differences between the APP and the PEPP. To enable the effectiveness of the PEPP, the consolidation of holdings under Article 5 of Decision (EU) 2015/774 does not apply to PEPP holdings.<sup>6</sup> Three other important distinctions should be mentioned. First, while generally only bonds issued by issuers with an investment-grade credit rating were eligible for purchase, a waiver of the eligibility requirements was granted for securities issued by the Hellenic Republic (which was rated below BBB-), based on a number of monetary policy and risk considerations, to ensure smooth transmission of monetary policy to all euro area countries. Second, the eligibility of private sector securities was expanded to encompass non-financial commercial paper (CP) with a remaining maturity of at least 28 days. Third, the eligible residual maturity range for the purchase of public sector securities under the PEPP was widened to include shorter-dated bonds and Treasury bills.

---

<sup>6</sup> [Decision \(EU\) 2015/774](#) of the European Central Bank of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10) (OJ L 121, 14.5.2015, p. 20).

**Table 1**  
APP and PEPP: key parameters

	APP	PEPP
<b>Eligible universe</b>	Public sector: monetary policy-eligible government bonds, agencies and EU supranationals  Private sector: non-financial CP and corporate bonds, covered bonds and asset-backed securities	Public sector: APP parameters apply, with the addition of Treasury bills and Greek government securities  Private sector: APP parameters apply
<b>Minimum rating</b>	Credit quality step 3 (BBB- or higher)*	Same, with the exception of a waiver for Greek government bonds
<b>Maturity</b>	Public sector: 1 – 30 years and 364 days  Private sector: corporate non-financial CP with a residual maturity of at least 28 days,** 6 months – 30 years for bonds. No limit for covered bonds and asset-backed securities	Public sector: 70 days – 30 years and 364 days  Private sector: APP parameters apply
<b>Issue limit</b>	Public sector: 25%/33%***/* sovereign; 50% supranationals  Private sector: 70% (lower issue share limits apply in specific cases).****	Purchases carried out under the PEPP to the extent deemed necessary and proportionate to counter the threats posed by the extraordinary economic and market conditions on the ability of the Eurosystem to fulfil its mandate. In order to enable the effectiveness of this exceptional decision, the consolidation of holdings under Article 5 of Decision (EU) 2015/774 does not apply to PEPP holdings.
<b>Issuer limit</b>	Public sector: 33%***/50%****  Private sector: Corporate: Yes; Covered: Yes; Asset-backed securities: No	

\* Credit quality steps harmonise the individual rating scales and grades of different credit assessment systems on a Eurosystem harmonised rating scale. \*\* CP maturity lowered for the APP in March 2020. \*\*\* Combined Eurosystem holdings from monetary policy and investment portfolios. \*\*\*\* Subject to case-by-case verification that this would not create a situation where the Eurosystem would have blocking minority power. \*\*\*\*\* Specific conditions may apply for non-financial corporate (NFC) commercial paper.

**First, the inclusion of securities issued by the Hellenic Republic was an important element in supporting the smooth transmission of monetary policy to all euro area countries.**<sup>7</sup> The Governing Council assessed that the eligibility of Greek government debt securities for the PEPP was warranted based on several considerations. These included (i) the need to alleviate pressures stemming from the pandemic, which had severely affected the Greek financial markets, (ii) the monitoring of the Greek economy in the context of enhanced surveillance, including the related commitments undertaken by Greece, and (iii) the fact that Greece had regained market access.<sup>8</sup> The eligibility waiver enhanced the effectiveness of the transmission objective of the PEPP, helping to mitigate against fragmentation risks across all euro area countries.

**Second, in the face of significant stress in the euro area CP market, PEPP purchases were initiated to restore market functioning and maintain the transmission of monetary policy.** The CP market came under significant stress in March 2020. Demand from investors evaporated at a time when corporates' desire for short-term funding was amplified by the extremely uncertain environment. Many investors were facing large redemptions and therefore in urgent need of liquidity. Thus, they were reluctant to roll over maturing CP holdings; some even sold in the secondary market, which is rare in normal times. The collapse in investor demand at a time when issuers needed extra short-term liquidity blocked the transmission of the monetary policy stance to the real economy. This was the backdrop that led to a broadening of the eligibility rules so meaningful CP purchases could be made under

<sup>7</sup> See Schnabel, I., "Interview with To Vima", 4 April 2020.

<sup>8</sup> See recital (7) of [Decision \(EU\) 2020/440](#) of the European Central Bank of 24 March 2020 on a temporary pandemic emergency purchase programme (ECB/2020/17) (OJ L 91, 25.3.2020, p. 1).

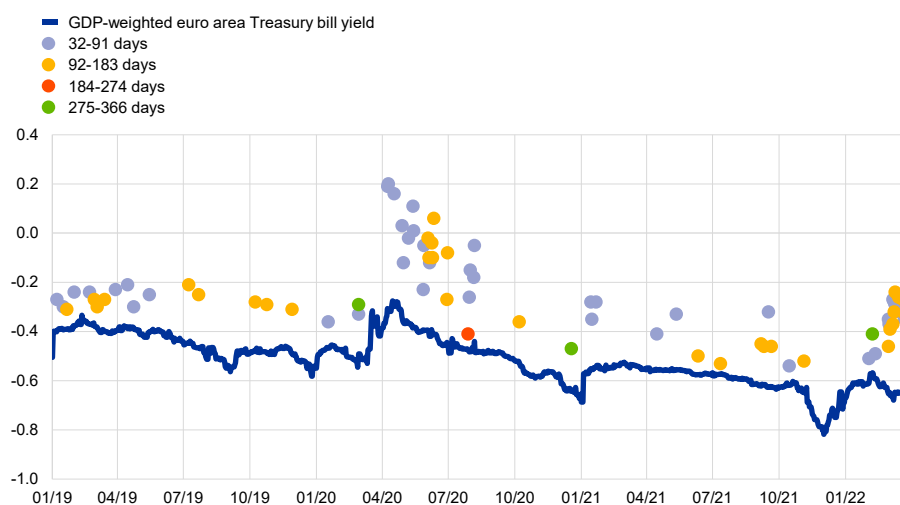


the PEPP. Chart 2 shows the situation in March 2020; the market had ceased functioning, with issuance grinding to a halt. When it resumed, rates at which even short-term paper was issued rose sharply. The PEPP purchases facilitated a return to more stable market conditions and helped other investors to come back. Rates gradually declined and returned to levels in line with the monetary policy stance, supporting its transmission to financing conditions of the real economy.

## Chart 2

### Short-Term European Paper (STEP) interest rates and the GDP-weighted euro area Treasury bill yield

(percentages per annum)



Sources: Bloomberg and ECB.

Notes: The GDP-weighted euro area Treasury bill yield includes secondary market yields of a rolling set of outstanding Treasury bills with maturities of up to 12 months. The latest observations are for 31 March 2022.

### Third, the lowering of the eligible maturity for public sector securities under the PEPP avoided dislocations in the shorter segments of the yield curve, which could have impeded monetary policy transmission.

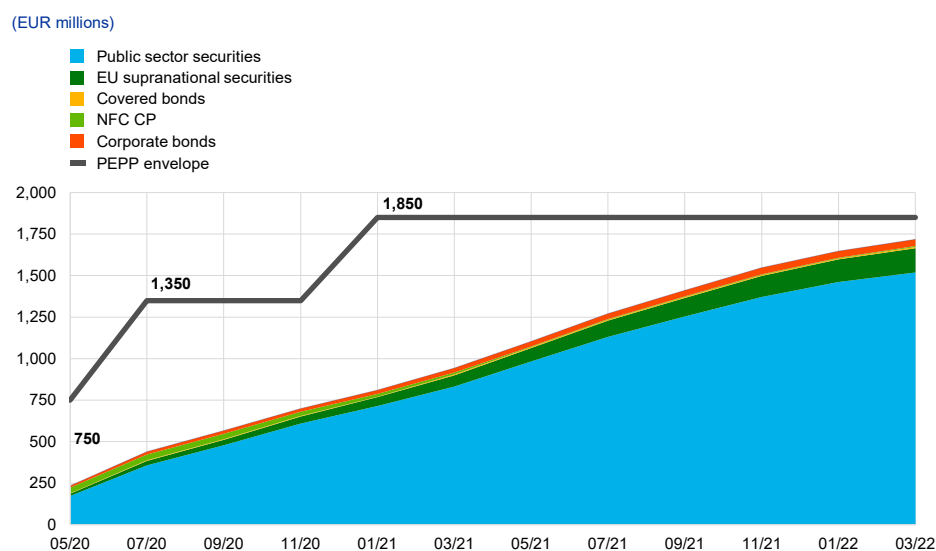
The onset of the pandemic led to concerns that emerging constraints on market liquidity risked severely impacting financial conditions. As is common during times of heightened market stress, investors reduced their investment horizon, as they faced a heightened risk of deposit withdrawals from their clients. Allowing for a shorter minimum eligible maturity helped to mitigate this “dash for cash” by enabling Eurosystem purchases across a broader range of the yield curve than would have been possible under the APP. At the same time, debt management offices significantly increased their issuance of Treasury bills to both address urgent funding needs and retain flexibility amid this uncertainty. Chart 2 illustrates the considerable increase in Treasury bill yields in the secondary market during the initial phase of the pandemic. PEPP purchases adjusted flexibly, ensuring an approach that remained consistent with the relative volumes of trading activity between bonds and bills observed in the secondary market.

## 4 Implementation in practice

**The PEPP's initial envelope of net purchases announced on 18 March 2020 amounted to €750 billion.**<sup>9</sup> The Governing Council subsequently decided to increase the envelope by €600 billion on 4 June 2020<sup>10</sup> and by €500 billion on 10 December 2020<sup>11</sup> in response to the pandemic-related downward impact on the euro area inflation outlook (see Section 2), leading to a total programme size of €1,850 billion. During the PEPP net purchase phase, cumulative net purchases amounted to €1,718 billion, implying 93% usage of the overall envelope (Chart 3). These were conducted smoothly and flexibly by striving for a market-consistent approach,<sup>12</sup> mitigating unintended side effects on market functioning. The pace of purchases was calibrated regularly, taking into account market developments and the PEPP's impact, while making full use of the flexibility mentioned.<sup>13</sup> Utilising a broad range of economic indicators, overlaid with expert judgement, decisions on the overall pace and the split across jurisdictions and asset classes were taken with a view to ensuring smooth policy transmission in all countries. Care was taken to prevent a tightening of financing conditions, which would have been inconsistent with countering the downward impact of the pandemic on the projected path of inflation.

### Chart 3

#### Cumulative net purchases and the size of the programme envelope under the PEPP



Source: ECB.

Note: The latest observations are for 31 March 2022.

#### Public sector purchases accounted for 97% of overall PEPP volumes, and the benchmark allocation across jurisdictions was the Eurosystem capital key of

<sup>9</sup> See [ECB announces €750 billion pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)](#), *press release*, ECB, 18 March 2020.

<sup>10</sup> See [Monetary policy decisions](#), *press release*, ECB, 4 June 2020.

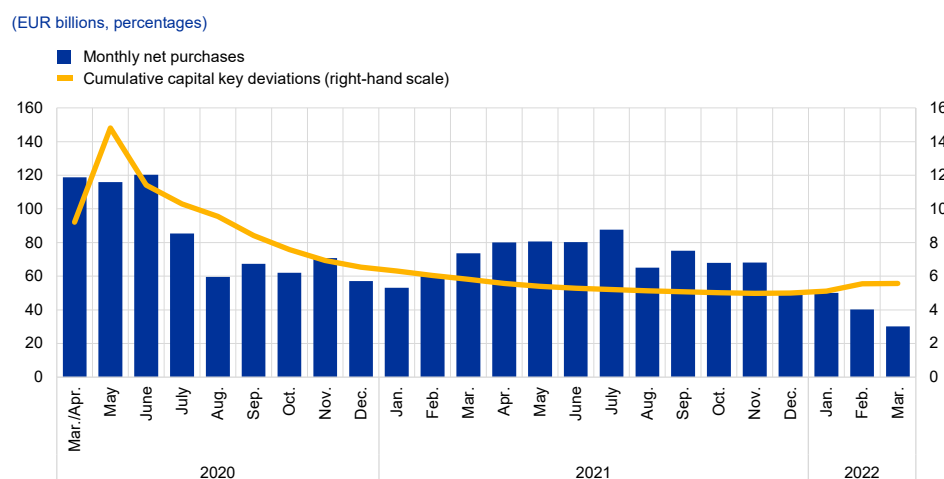
<sup>11</sup> See [Monetary policy decisions](#), *press release*, ECB, 10 December 2020.

<sup>12</sup> Purchasing behaviour adjusted flexibly to ensure smooth implementation according to market conditions.

<sup>13</sup> See Schnabel, I., "[Asset purchases: from crisis to recovery](#)", speech at the Annual Conference of Latvijas Banka on "Sustainable Economy in Times of Change", 20 September 2021.

**the national central banks.** Flexibility across jurisdictions was a key component of the PEPP. This allowed deviations from the Eurosystem capital key in the allocation of purchases of public sector securities, especially at the height of the market turmoil in the early phase of the pandemic when these deviations were substantial. As a result, the volume of monthly net purchases peaked between March and June 2020, as did cumulative deviations from the ECB’s capital key (Chart 4). The ability to respond to transmission risks was most evident in this period, as public sector purchases were increased in the jurisdictions most adversely affected by pandemic-related fragmentation risks. Deviations from the capital key then receded for the remainder of the net purchase phase as financial market conditions stabilised and the dual nature of the PEPP allowed the focus to evolve from the transmission phase to operating with a more stance-focused objective addressed to the euro area as a whole (see Section 2). Over most of the lifetime of the PEPP, purchases were conducted according to the capital key. However, even though there was less need to deviate from the benchmark in the later stages of the crisis, the ability to do so remained relevant as the inherent option to conduct purchases flexibly prevented pandemic-induced fragmentation risks from resurfacing.

**Chart 4**  
Monthly net purchases and cumulative capital key deviations under the PEPP



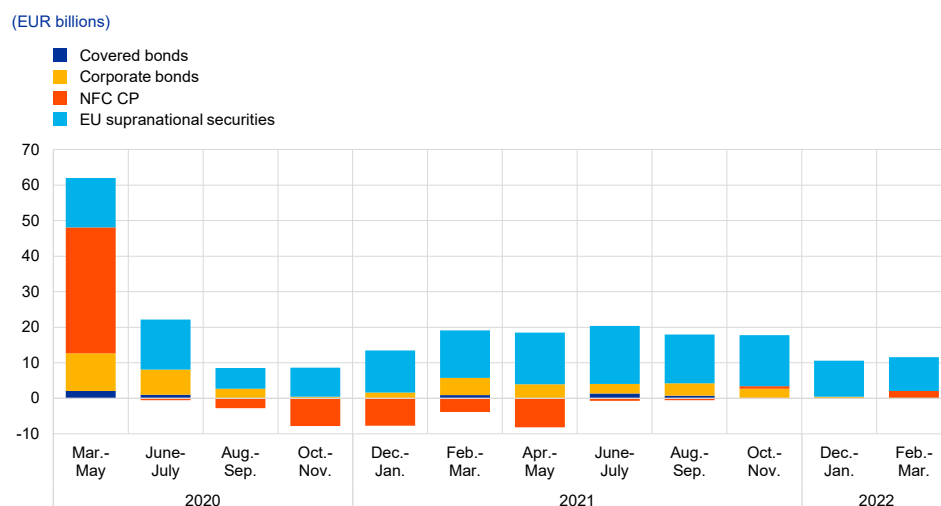
Source: ECB.  
Notes: “Cumulative capital key deviations” refers to the sum of deviations from the capital key used as the benchmark to guide the stock of public sector purchases across euro area countries. The latest observations are for 31 March 2022.

**Besides avoiding fragmentation, flexibility was necessary to avoid large price movements in some asset classes, which was most clearly seen in the evolution of supranational bond purchase volumes.** During the net purchase phase, supranational bonds accounted for up to 10% of public sector purchases. Chart 5 illustrates how purchase volumes were calibrated flexibly to respond to developments in the supranational market. In the first months of PEPP implementation, liquidity in outstanding supranational bonds allowed for sufficient purchase volumes. However, as purchases progressed and new issuance remained low, conducting 10% of purchases under such liquidity conditions could have led to undesired stress and risked distorting this market segment. Purchase volumes were therefore reduced to avoid this outcome. A fundamental change in the euro area

supranational market came with the announcement that the Commission – on behalf of the EU – would raise significant amount of funds from the capital markets to support Europe's recovery. This led to a significant increase in issuance by the EU from late 2020 onwards. Although temporary in nature, the significant size of the issuance, equating to around 7% of euro area GDP in 2020, marked a watershed in the euro area, as fiscal policy complemented monetary stimulus. The Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) and Next Generation EU (NGEU) initiatives (€100 billion and €800 billion, respectively) marked the largest issuance of supranational debt ever announced in the EU. This, along with a marginal increase in issuance from other euro area supranational entities, led to increased liquidity in the market.<sup>14</sup> Chart 5 shows how the increase in net purchases of supranational bonds was calibrated to take account of the improved liquidity conditions from the end of 2020 onwards.

**Chart 5**

**Net purchases of different asset types under the PEPP**



Source: ECB.

**In the private sector segment too, flexible purchases were an integral part of the PEPP, with the relative proportion of the constituent sub-programmes varying significantly over time as conditions in private sector markets evolved.**

Purchases were conducted in corporate and covered bonds and, as mentioned above, non-financial CP.<sup>15</sup> Purchase volumes across all three were driven by primary market issuance dynamics and secondary market conditions, which varied markedly at times. In general, private sector purchases were larger in the early months of the programme, as issuers' strong preference for increasing their cash holdings led to a high level of issuance in both corporate bonds and CP. This surge contrasts markedly with previous incidences of macroeconomic uncertainty, such as

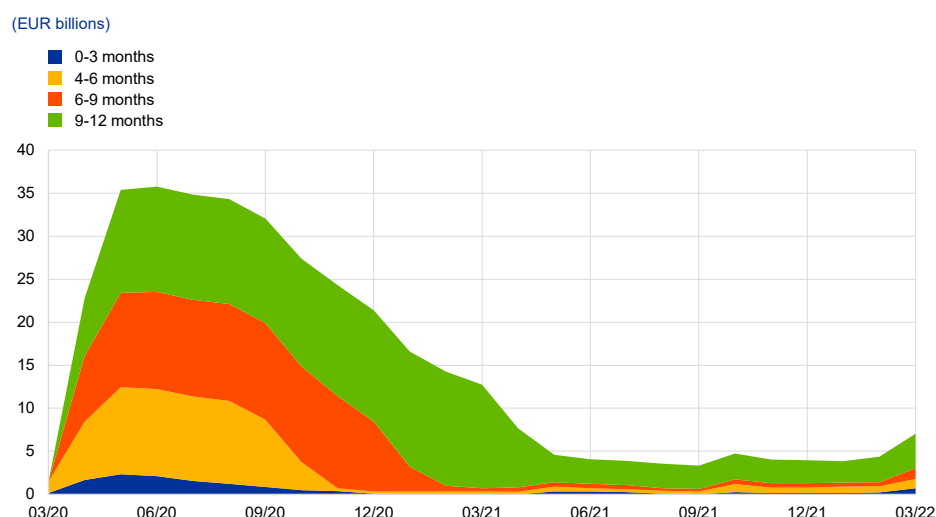
<sup>14</sup> See Bletzinger, T., Greif, W. and Schwaab, B., "Can EU bonds serve as euro denominated safe assets", *Working Paper Series*, No 2712, ECB, Frankfurt, August 2022.

<sup>15</sup> While asset-backed securities purchases were eligible for the PEPP, in practice, given conditions in the euro area asset-backed securities market, the purchases conducted under the ABSPP, which is part of the APP, were deemed to be sufficient. As a result, only purchases of covered bonds, corporate bonds and CP were made for the private sector element of the PEPP.

in the global financial crisis, when increased volatility tended to hamper market access and reduce issuance. As market conditions improved and issuance levels stabilised, the share of private sector purchases declined.

**The most pronounced use of flexibility in private sector net purchase volumes over time was seen with CP purchases.** Significantly more CP was purchased early on in the programme, when the segment was under extreme stress (see Section 3). As investors were unwilling to take on longer maturities during the most acute phase of the crisis, the ability of the PEPP to buy such tenors supported issuers. This can be seen in Chart 6, which shows CP purchases by maturity. When demand from the regular investor base resumed, issuers had less need to resort to the PEPP. This mirrored the shift from transmission to stance objectives (as discussed in Section 2), with CP purchases declining in the latter phase. CP holdings then declined markedly, as most holdings were not rolled over.

**Chart 6**  
NFC CP holdings by original maturity



Source: ECB.

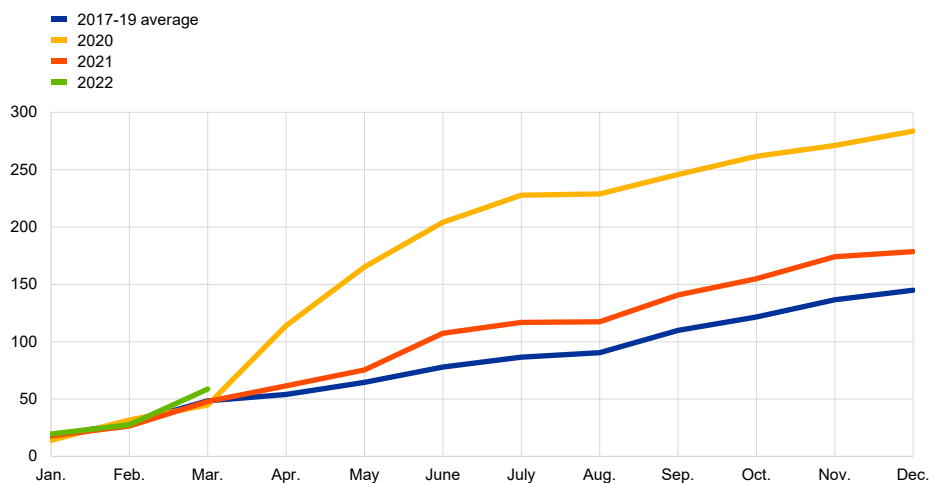
**The public issuance patterns of covered and corporate bond issuers during the PEPP net purchase phase contrasted starkly, as reflected in their respective purchase volumes.** Chart 7 shows that in the most acute phase of the crisis corporate bond issuance spiked, as companies rushed to increase their access to cash in the face of heightened uncertainty and collapsing cash inflows. By contrast, covered bond issuance to the market from the second quarter of 2020 through to the end of 2021 was very subdued by recent standards. The most obvious difference for covered bond issuers was that banks had other sources of funding not available to corporates. First, TLTRO III was concurrently offering funding to banks at rates which, in most cases, were cheaper than issuing in the public market. Second, deposits in euro area banks rose sharply as the public reacted to the uncertainty of the pandemic by saving more. This resulted in relatively limited PEPP covered bond purchases, with purchases under the ECB's third covered bond purchase programme (CBPP3) continuing at normal levels to support transmission of the monetary policy stance through the bank lending channel.

## Chart 7

### Cumulative eligible issuance of a) corporate and b) covered bonds

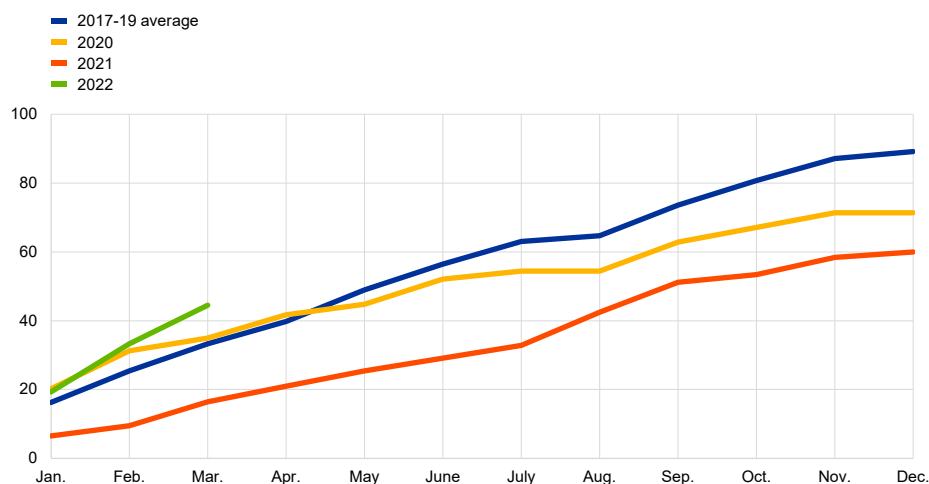
#### a) Corporate bond issuance, per year

(EUR billions)



#### b) Covered bond issuance, per year

(EUR billions)



Source: ECB.

#### The Eurosystem bought securities in a way that aimed to preserve market liquidity conditions.

Securities were purchased from a broad range of counterparties. In addition, significant efforts were made to avoid buying scarce securities when they were not available.<sup>16</sup> At the end of the net purchase phase, public sector and private sector cumulative net purchases amounted to €1,665.7 billion and €52.4 billion respectively. PEPP purchases and holdings are disclosed on a bi-monthly basis on the ECB's website.<sup>17</sup> Private sector net purchases as a percentage of overall PEPP net purchases were lower than for the APP. There are several reasons for this. First, with the exception of CP and corporate bonds, private

<sup>16</sup> These included the use of relative value and liquidity indicators, as well as an assessment of the availability of bonds in both the cash and repo markets.

<sup>17</sup> See "[Pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)](#)" on the ECB's website.

sector issuance was otherwise subdued. Second, many of the private sector purchases were made in CP, which by their nature have short maturities and, as described above, had largely matured and were not rolled over by the end of the net purchase period. Finally, private sector APP redemptions, particularly in asset-backed securities and covered bonds, were relatively high throughout the period and absorbed a great deal of the gross purchases conducted, while new issuance was relatively low. The Eurosystem executed around 82,400 transactions under the PEPP during that time (Table 2). By the end of the net purchase phase, the weighted average maturity of PEPP holdings was 7.57 years, broadly in line with the eligible universe (7.51 years).

**Table 2**  
Implementation of the PEPP during the net asset purchase phase

Asset class	Number of transactions executed	Average transaction size (EUR millions)
<b>Asset-backed securities</b>	0	0
<b>Covered bonds</b>		
- primary market	17	76
- secondary market	1,232	4
<b>Corporate bonds</b>		
- primary market	140	109
- secondary market	4,812	5
<b>NFC CP</b>		
- primary market	376	112
- secondary market	101	71
<b>Government securities</b>		
- secondary market	69,372	25
<b>Supranational securities</b>		
- secondary market	6,404	23

Source: ECB.

**During the current PEPP reinvestment phase, flexibility has remained an integral aspect to guard against pandemic-related risks to the smooth transmission of monetary policy.**<sup>18</sup> The Governing Council decided in June 2022 that it would apply flexibility in the reinvestment of redemptions from maturing securities coming due under the PEPP (see Box 1). This decision was confirmed in July and September 2022, with a view to countering risks to the transmission mechanism related to the pandemic.

## Box 1

### Flexibility of reinvestments under the pandemic emergency purchase programme

Prepared by Eduard Betz

The reinvestment horizon of the pandemic emergency purchase programme (PEPP) has shifted over time in line with pandemic conditions and the programme's dual monetary policy objectives. In June 2020 the Governing Council initially communicated that it intends to reinvest maturing

<sup>18</sup> See [Monetary policy decisions](#), *press release*, ECB, 16 December 2021.

securities held in the PEPP portfolio until at least the end of 2022; this was extended in December 2020 to the end of 2023, and in December 2021 to the end of 2024. In all its communications about reinvestment policy, the Governing Council has emphasised that the future roll-off of the PEPP portfolio will be managed to avoid interference with the appropriate monetary policy stance.

The pandemic has left lasting vulnerabilities in the euro area economy, which imply risks to the even transmission of monetary policy across jurisdictions. In December 2021 the Governing Council therefore decided that, in line with the initial design features of the PEPP, in the event of renewed market fragmentation related to the pandemic, reinvestments could be adjusted flexibly across time, asset class and jurisdiction at any time. This recognised the lesson from the pandemic, that under stressed conditions, flexibility in the design and conduct of asset purchases helped to counter impairments to the transmission of monetary policy and made the efforts to achieve the Governing Council's goal more effective. Accordingly, the Governing Council communicated that within its mandate, under stressed conditions, flexibility would remain an element of monetary policy whenever threats to monetary policy transmission jeopardise the attainment of price stability.

By mid-2022 the euro area had experienced a complex mix of shocks that contributed to the uneven transmission of monetary policy across jurisdictions. The Governing Council therefore decided that it would apply flexibility in reinvesting redemptions of maturing securities held under the PEPP, with a view to countering pandemic-related risks to the transmission mechanism.<sup>19</sup> Such flexibility includes reinvesting redemptions, as deemed appropriate, in bond markets of euro area jurisdictions where orderly transmission is at risk.<sup>20</sup> This was evident in the relative weights of gross PEPP purchase volumes in June and July 2022. The degree to which this is applied will continue to be dependent on market conditions and forms an additional layer of the multi-faceted flexibility that characterises the PEPP. Flexibility in PEPP reinvestments represents a first line of defence against fragmentation risk.

---

## 5 The effectiveness of the PEPP

### Monetary policy transmission

**The launch of the PEPP arose from the need for market stabilisation in an environment in which euro area financial markets were showing increasing signs of stress and illiquidity, suggesting that financing conditions were becoming unduly detached from the ECB's intended monetary policy stance.**

Central banks need to act decisively against such a detachment to ensure the transmission of their monetary policy stance. At the same time, any intervention for the purposes of market stabilisation requires that dislocations – e.g. between key yield curves – be the result of non-fundamental, self-fulfilling dynamics in securities markets. The severe financial market dislocations in the run-up to the announcement

---

<sup>19</sup> See, "Statement after the ad hoc meeting of the ECB Governing Council", *press release*, ECB, 15 June 2022.

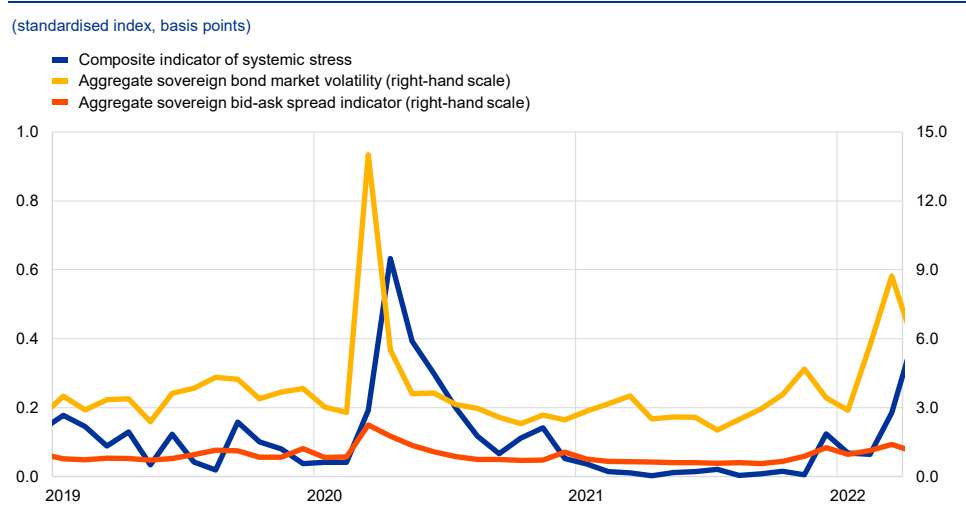
<sup>20</sup> Lagarde, C., "Price stability and policy transmission in the euro area", speech at the ECB Forum on Central Banking 2022 on "Challenges for monetary policy in a rapidly changing world" in Sintra, Portugal, 28 June 2022.



of the PEPP were indicative of such dynamics. The wedge between sovereign bond yields and risk-free rates is a case in point; this increased sizeably and rapidly (Chart 1). It also occurred amid a significant deterioration in liquidity conditions in euro area sovereign bond markets and significant systemic stress engulfing several segments of the euro area financial markets (Chart 8). This combination – together with a broad assessment of a range of further quantitative and qualitative evidence – pointed to a disorderly and potentially self-fulfilling repricing in government bond markets and a clear need for intervention to restore market stability so that monetary policy could be transmitted smoothly.<sup>21</sup>

**The PEPP’s success is illustrated by the fact that liquidity strains in euro area sovereign bond markets and systemic stress across markets receded markedly following the announcement of the programme.** After the announcement, PEPP purchases were adjusted on an ongoing basis within the overall maximum envelope, both in terms of volume and across jurisdictions, so as to guard against a non-fundamental detachment of sovereign bond yields from the ECB’s intended monetary policy stance. This approach visibly contributed to further reducing market tensions and ultimately returned them to more normal, pre-pandemic levels.

**Chart 8**  
Euro area indicators of systemic stress and sovereign bond market conditions



Sources: Refinitiv and ECB calculations.  
Notes: The euro area composite indicator of systemic stress is computed following Holló, D., Kremer, M. and Lo Duca, M., “CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system”, *Working Paper Series*, No 1426, ECB, Frankfurt, March 2012. The sovereign bond market volatility and bid-ask spread indicators are aggregated to the euro area level using GDP weights, based on ten-year sovereign benchmark yields in individual jurisdictions. The latest observations are for March 2022.

<sup>21</sup> See also Lane, P.R., “The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme”, *The ECB Blog*, 22 June 2020.

**The PEPP's success in countering pandemic-related risks to the transmission of monetary policy reflected both announcement and flow effects.**<sup>22</sup> The

announcement effect of central bank asset purchase programmes, as the name implies, refers to the impact that the announcement of key parameters such as the overall size of the programme or central implementation aspects has on financing and market conditions. The “pure” announcement effect captures the impact that materialises even before the programme is actually implemented, as market participants instantaneously readjust their expectations, especially concerning the expected stock of future bond holdings by the central bank. For pre-pandemic asset purchase programmes of major central banks, the overriding transmission channel operated by extracting duration risk,<sup>23</sup> i.e. the expected stock of sovereign bonds on the central bank's balance sheet compressed the term premium component embedded in the term structure of interest rates.<sup>24</sup> By contrast, the set of relevant transmission channels with the PEPP is richer, owing to the flexibility in allocating net purchases over time and across asset classes and jurisdictions. Given this considerable additional flexibility, the flow effects stemming from implementation of asset purchases, i.e. the impact actual purchases have on financial asset prices, can gain additional relevance.

**The most significant announcement effect arose at the inception of the programme on 18 March 2020 and reduced euro area sovereign bond yields beyond what might have been expected based on experience with non-stressed financial market environments.** Of the three major announcements of

the PEPP – the launch of the programme on 18 March 2020 and the two upscalings of the maximum overall envelope in June and December of the same year (Section 4, Chart 3) – the initial announcement stands out not only for being associated with the largest increase in the envelope and launching the programme to begin with; it was also largely unexpected by financial market participants at the time. Accordingly, moves in market prices within a narrow time window can be used to gauge the size of the associated announcement effect using an event-study type analysis. Chart 9 shows model-implied elasticities (i.e. changes in the yields of sovereign bonds of different maturities for a given envisaged volume of additional Eurosystem bond holdings) associated with PEPP purchases (yellow bars) and purchases under the public sector purchase programme (PSPP – blue bars). While the latter are informed by experience with the PSPP as a whole, the former reflect only bond yield reactions

---

<sup>22</sup> See Bernanke, B.S., “[The New Tools of Monetary Policy](#)”, American Economic Association Presidential Address, 4 January 2020, for a general discussion of quantitative easing and other tools that have become a staple of major central banks since the global financial crisis. See also D’Amico, S. and King, T., “[Flow and Stocks Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply](#)”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, No 2, 2013, pp. 425-448, for a discussion of the differences between stock and flow effects and an empirical analysis of the Federal Reserve System's large-scale asset purchases.

<sup>23</sup> See Bernanke, B.S. (2020). See also Vayanos, D. and Vila, J.-L., “[A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates](#)”, *Econometrica*, Vol. 89, No 1, 2021, pp. 77-112, for the effects of large-scale asset purchases – such as those conducted by major central banks since the global financial crisis – in a setting where various investor clienteles prefer to operate in specific segments of the yield curve (“preferred habitat”).

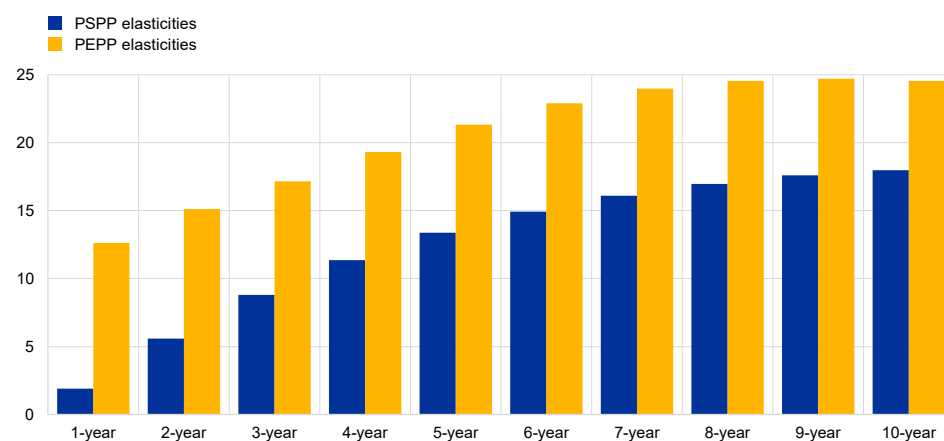
<sup>24</sup> See also Lane, P.R., “[The yield curve and monetary policy](#)”, Public Lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics at University College London, 25 November 2019, and Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J. and von Landesberger, J., “[Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#)”, *Occasional Paper Series*, No 278, ECB, Frankfurt, September 2021.

around the time the PEPP was announced. In addition to being significant in absolute terms, the implied PEPP elasticities are clearly higher than those implied by their PSPP counterparts. The estimated PSPP elasticities reflect the financial market conditions during its net purchase phase, which predominantly covered calm periods. This contrasts notably with the severe market stress that prevailed around, and in fact gave rise to, the announcement of the PEPP. Hence the difference between the two sets of elasticities may be interpreted as confirming that, in general, central bank policy measures which absorb risk otherwise borne by investors tend to be more effective in countering an undue build-up of risk premia under conditions of market distress.<sup>25</sup>

### Chart 9

#### PSPP and PEPP yield elasticities for sovereign bond purchases, by residual maturity

(basis points per EUR 500 billion of sovereign bond purchases)



Source: ECB calculations.

Notes: PSPP elasticities are based on Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. and Vladu, A.L., "Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve", *Working Paper Series*, No 2293, ECB, Frankfurt, July 2019. The model translates current and expected Eurosystem bond holdings into changes in sovereign bond yields and is estimated based on the APP/PSPP evidence. PEPP elasticities are derived from an alternative version of the same model, recalibrated such that the model-implied yield reactions to the March PEPP announcement match the two-day yield changes observed after 18 March 2020. Elasticities refer to the change in GDP-weighted yields of the four largest euro area countries in response to €500 billion of sovereign bond purchases in the euro area over the following ten months, without subsequent reinvestment.

#### Flow effects from implementing the PEPP were also stronger during the stressed market conditions that characterised the initial phase of the programme compared with the subsequent phases.

This conclusion is the result of analyses of various ECB purchase programmes, comparing the price changes of sovereign bonds that attracted positive purchase flows on a given day during the implementation phase with the price changes of those bonds that attracted no, or a lower, purchase flow. Updating and extending earlier work makes it possible to compare flow effects in sovereign bond markets according to the presence or

<sup>25</sup> See also Costain, J., Nuño, G. and Thomas, C., "The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union", *Documentos de Trabajo*, No 2223, Banco de España, Madrid, June 2022, who find that the extraction of default risk premia is especially significant in explaining the behaviour of yields in response to the PEPP announcement, in particular for vulnerable euro area countries.

absence of stress, both over time and across countries.<sup>26</sup> In this exercise, the first year of the PSPP net purchase phase serves as a benchmark for non-stressed market conditions. As shown in Chart 10, even under non-stressed conditions such as were seen during most of the PSPP net purchase phase, sovereign bond purchase flows exerted statistically significant and economically relevant effects on sovereign bond returns. These were concentrated in more stressed countries. However, in the stressed conditions prevailing from March to June 2020, the magnitude of the flow effects rose markedly. An analysis for the CBPP3, which was carried out alongside the PSPP under the umbrella of the APP, suggests that similar conclusions can be drawn for private sector purchase programmes.<sup>27</sup> The estimated flow effects of covered bond purchases during the CBPP3 net purchase phase were considerably larger during sub-periods of higher levels of stress, as proxied by the increase in sovereign spreads (Chart 11). This implies that central bank purchases of private sector bonds, too, are especially powerful if monetary policy transmission is at risk of being impaired. Consistent with the evidence for announcement effects, the estimates therefore suggest that actual purchases during implementation are more potent for supporting bond prices in stressed conditions.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> See De Santis, R. and Holm-Hadulla, F., “Flow Effects of Central Bank Asset Purchases on Sovereign Bond Prices: Evidence from a Natural Experiment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 52, No 6, 2020, pp. 1467-1491. For estimates of the effects of asset purchases in stressed conditions under the Securities Markets Programme in the context of the euro area sovereign debt crisis, see Eser, F. and Schwaab, B., “Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB’s Securities Markets Programme”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, No. 1, 2016, pp. 147-167; Ghysels, E., Idier, J., Manganelli, S. and Vergote, O., “A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme”, *Journal of the European Economic Association*, 15, pp. 218-243; De Pooter, M., Martin, R.F. and Pruitt, S., “The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 53, No. 1, 2018, pp. 243-268.

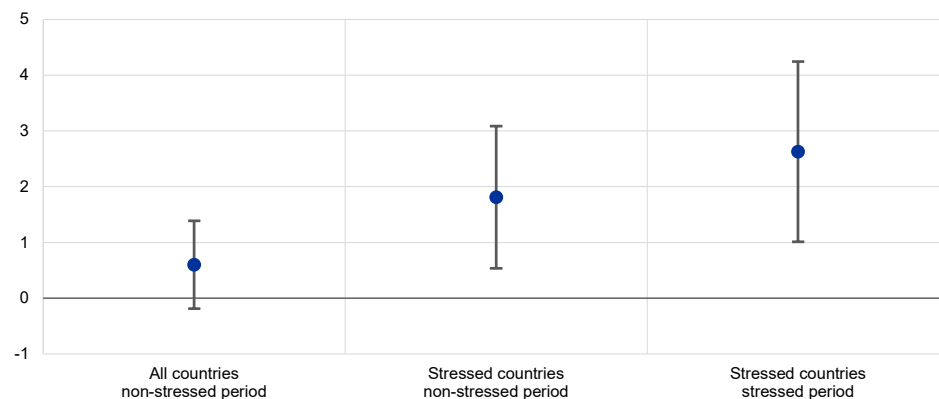
<sup>27</sup> Contributions by Jasper Knyphausen to this analysis are gratefully acknowledged.

<sup>28</sup> See Bernardini, M. and De Nicola, A., “The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis”, *Temì di discussione*, No 1310, Banca d’Italia, Rome, December 2020, who show that, for central bank purchases made by Banca d’Italia during the pandemic crisis, outright government bond purchases compressed yields immediately and persistently over a trading day and helped to improve market liquidity, in particular under heightened market stress. For a more general discussion, see Bailey, A., Bridges, J., Harrison, R., Jones, J. and Mankodi, A., “The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future”, *Staff Working Paper*, No 899, Bank of England, London, December 2020; also Cúrdia, A. and Woodford, M., “The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No 1, January 2011, pp. 54-79.

## Chart 10

### Flow effects on daily sovereign bond returns

(impact of a 1 percentage point increase in purchases of securities relative to the outstanding amount, percentages)



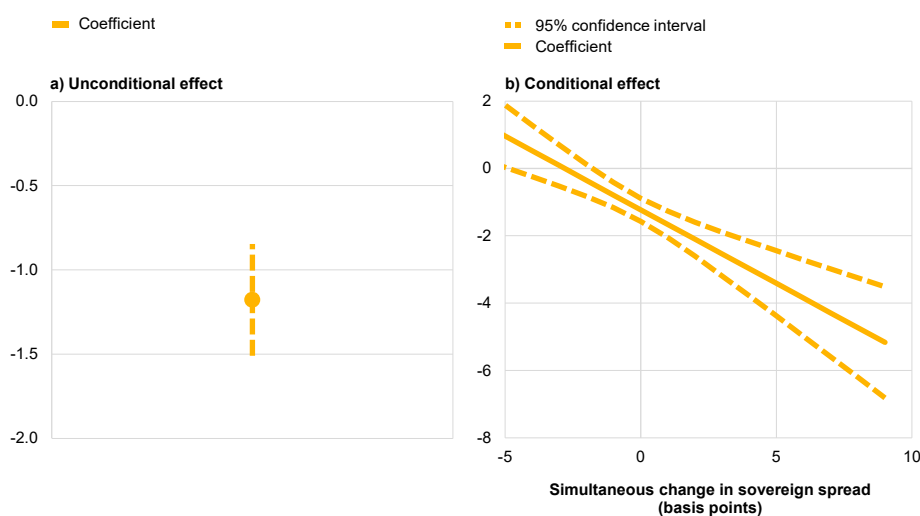
Source: ECB calculations.

Notes: The impact estimates are derived from regressions of daily bond returns of individual central government securities on ECB purchases of these securities, scaled by their outstanding amounts, and a full set of security and day-fixed effects. Purchase volumes are instrumented via the blackout periods embedded in the PSPP and PEPP design, as detailed in De Santis, R. and Holm-Hadulla, F. (2020). The blue circles represent point estimates and the whiskers are 95% confidence intervals.

## Chart 11

### Yield impact of private sector purchases: the case of covered bonds

(basis points per percentage point of outstanding amount purchased)



Source: ECB calculations.

Notes: The chart shows the estimated effect of purchasing 1 percentage point of the outstanding amount of a covered bond under the CBPP3. The effects are identified using proximity to the issue share limit as an instrumental variable for the purchase decisions. The left panel shows the unconditional effect, while the right panel shows the conditional effect for a given change in the sovereign spread on the same date.

## Monetary policy stance

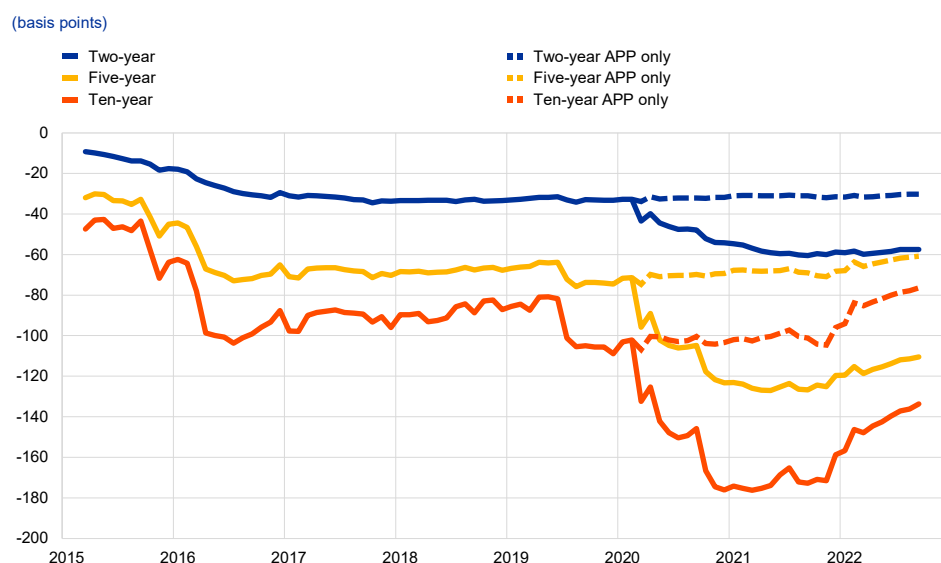
**The announcement and implementation of the PEPP effectively stabilised financial markets and contributed to countering the adverse impact of the pandemic on the projected inflation path.** The accumulated stock of bond

holdings under the APP had already led to an estimated compression of around 100

basis points in the aggregated ten-year bond yields of the four largest euro area jurisdictions before the announcement of the PEPP (Chart 12).<sup>29</sup> The additional ten-year yield compression from the PEPP added around another estimated 60 basis points by the end of the net purchase phase. The PEPP thus enabled substantial easing of financing conditions at a time when the scope for additional accommodation via the ECB's key policy rates was limited by proximity to the effective lower bound on interest rates.

**Chart 12**

Time series estimates of the impact of the APP and PEPP on sovereign term premia



Source: ECB calculations.

Notes: APP impacts are estimated on the basis of an arbitrage-free affine model of the term structure with a quantity factor (see Eser, F. et al., 2019). PEPP impacts are derived as averages of the estimated impact using the same model and an alternative version of the model recalibrated so that the model-implied yield reactions to the March 2020 announcement of the PEPP match the two-day yield changes observed after 18 March. Estimates refer to GDP-weighted averages of the zero-coupon yields of the four largest euro area countries (Germany, Spain, France, and Italy). The latest observations are for September 2022.

**In conjunction with the ECB's other pandemic-related measures, the PEPP successfully contributed to limiting the economic fallout from the pandemic.**

The inflation rates at the end of the respective horizons of the staff macroeconomic projections deteriorated sharply over the course of the pandemic, before recovering back towards (and ultimately exceeding) the Governing Council's medium-term target of 2% (Chart 13). However, considering the evolution of the inflation outlook without a counterfactual scenario cannot establish the estimated accommodative effect of the PEPP. Compared with a model-based counterfactual scenario in which the ECB did not ease its monetary policy stance, the PEPP and other pandemic-related measures supported euro area growth by a cumulative 1.8 percentage points over the period 2020-23 (Chart 1). Inflation, which was projected to remain below the ECB's medium-term target at the time the decisions were taken, would have been a cumulative 1.2 percentage points lower over the same period in the counterfactual

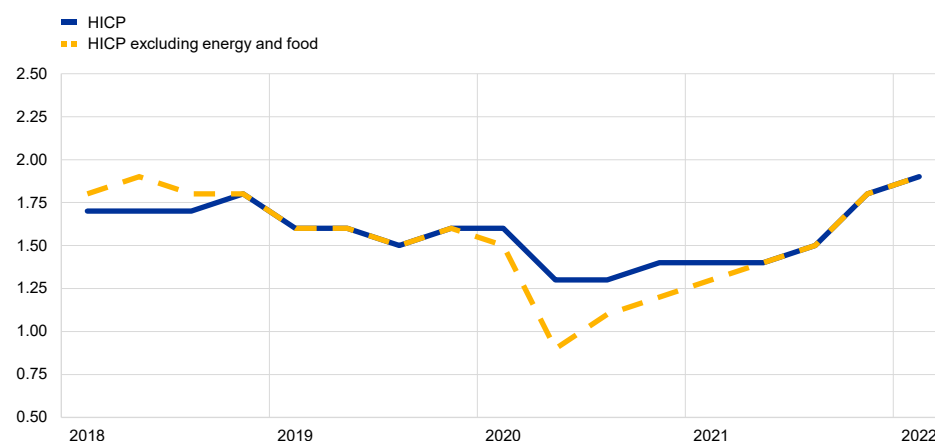
<sup>29</sup> "Term premium" in Chart 13 can be understood as the portion of the considered sovereign bond yields (the weighted average across Germany, Spain, France, and Italy) that is not related to current or expected short-term interest rate expectations. For an explicit decomposition of the effect of bond purchases on interest rate expectations, term premia (in the narrow sense of just capturing duration risk), expected default compensation and credit risk premia, see Costain, J. et al. (2022).

scenario.<sup>30</sup> These numbers are likely conservative estimates of the true impact of the PEPP and other monetary policy measures during the pandemic, as the underlying models feature quantitative calibrations that largely rely on observations made in periods of calm. As discussed in Section 5.1, there is substantial evidence suggesting that the effects of monetary policy are stronger in stressed conditions like the early phase of the pandemic. Moreover, the announcement of the PEPP acted as a circuit breaker, interrupting the destabilising dynamics in the spring of 2020 and helping to reduce the risk of particularly adverse tail events. A quantile regression-based approach indicates that a tightening of financial conditions can have a considerably more negative impact on output growth during an economic downturn, suggesting that the ECB's easing measures were particularly important to stabilise the economy during the severe recession in the first year of the pandemic (Chart 15).<sup>31</sup>

### Chart 13

#### End-of-horizon projections for HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food

(percentages per annum)



Sources: ECB/Eurosystem staff macroeconomic projections and ECB calculations.

Note: The latest observations are from the March 2022 ECB staff macroeconomic projections.

<sup>30</sup> These estimates refer only to the monetary policy measures taken in response to the pandemic and do not account for the impact of the more recent monetary policy normalisation.

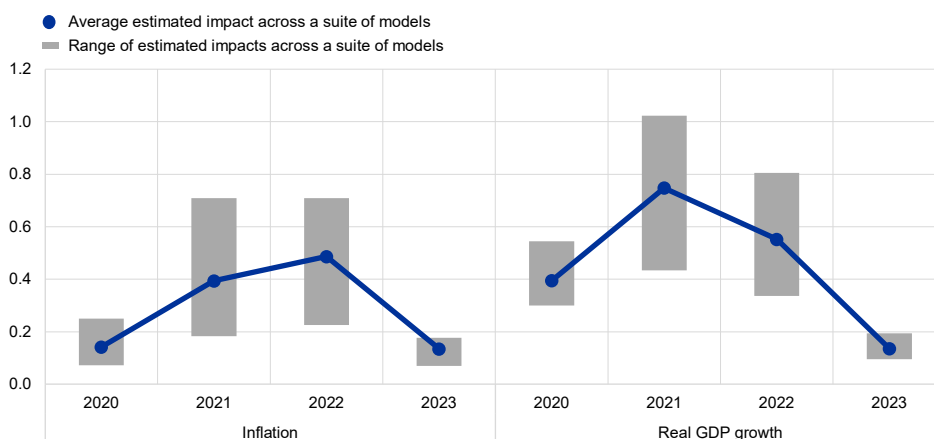
<sup>31</sup> See Lane, P.R. (2022).

## Chart 14

### Estimated impact of the ECB's monetary policy decisions between March and December 2020 on inflation and economic activity

#### a) Estimated impact per annum

(percentage points)



#### b) Estimated cumulative impact over the period 2020-23

(percentage points)



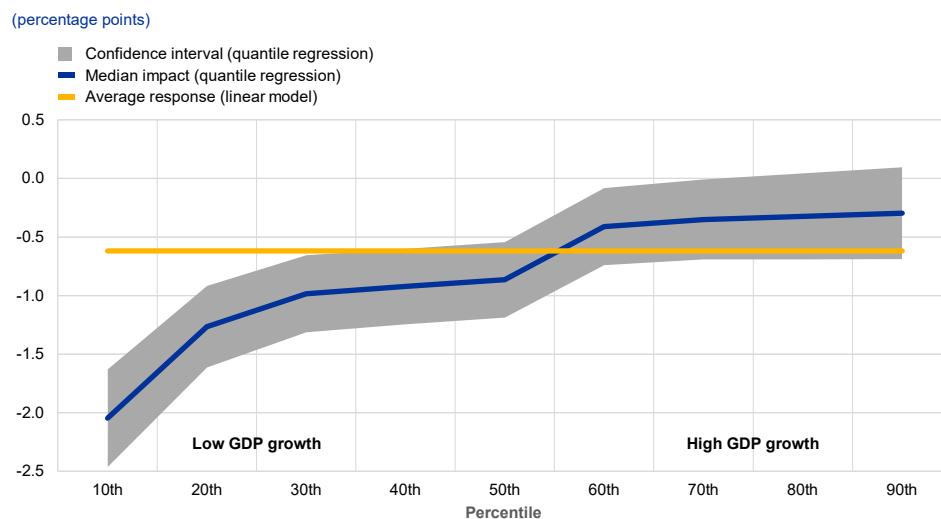
Source: ECB calculations.

Notes: The estimated impact across a suite of models refers to the average across a set of models used by the Eurosystem for policy simulations, namely a Bayesian vector autoregression model (see Rostagno, M. et al., cited in footnote 4), the NAWM-II model (see Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. and Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, No 2200, ECB, Frankfurt, November 2018, revised December 2019) and the ECB-BASE model (see Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. and Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, No 2315, ECB, Frankfurt, September 2019).



## Chart 15

### Impact of financial tightening on real GDP growth under different distribution quantiles



Source: ECB calculations.

Notes: The chart shows the impact of a one standard deviation increase in the euro area composite indicator of systemic stress (CISS) on the one-year-ahead annual growth rate of euro area GDP, by GDP decile. The estimates are based on quantile regressions of the one-year-ahead GDP growth rate on the CISS index. The estimation is carried out for the period January 1999 to December 2021, based on monthly observations. The shaded area is the 64% confidence interval for the estimates of the coefficients, while the linear model refers to the ordinary least squares estimate.

### The potential side effects of the PEPP's contribution to the macroeconomic stabilisation of the euro area during the pandemic are likely limited.

Since monetary policy can affect prices only indirectly, through its impact on economic activity, all monetary policy measures have a range of direct and indirect effects on economic conditions. In its deliberations, the Governing Council therefore assesses whether the benefits of its monetary policy measures outweigh the costs.<sup>32</sup> With respect to the PEPP, this assessment includes careful monitoring of the potential side effects of large-scale asset purchases on the different economic sectors. First, the household sector is affected by asset purchases in several, partly opposing ways. Asset purchases tend to lower longer-term interest rates for private borrowers and savers and support household incomes and ultimately the macroeconomy through higher employment, growing wages and positive wealth effects, but asset purchase programmes can also have potential distributional implications. While they tend to reduce income inequality overall through positive employment and wage effects, their implications for wealth inequality can be mixed. Second, the favourable financing conditions for non-financial corporates, together with fiscal subsidies, might have contributed to the survival of some firms that would otherwise have been forced to shut down. However, the return to pre-pandemic GDP levels by the end of 2021 suggests that a comprehensive approach to supporting firms' survival was broadly appropriate. Third, asset purchases have direct effects on bank profitability. However, a comprehensive assessment of the impact on banks must also consider that the supportive monetary policies during the pandemic improved the

<sup>32</sup> See, among others, Schnabel, I., "Necessary, suitable and proportionate", *The ECB Blog*, 28 June 2020, and Lane, P.R. (2022) for discussions of the Governing Council's assessment of the PEPP's proportionality in achieving its intended objective.

macroeconomic outlook. Fourth, while the PEPP supported market functioning especially during the outbreak of the pandemic in early 2020, purchases may at times have reduced liquidity in some smaller market segments (mitigated to some extent by precautionary measures such as securities lending). The impact of asset purchases on property markets and financial markets is also being closely monitored. The Governing Council stressed that a number of medium-term vulnerabilities had intensified when it announced in December 2021 that net purchases under the PEPP would end. In its latest assessment of the interrelation between monetary policy and financial stability in June 2022, the Governing Council concluded that the environment for financial stability had worsened. However, macroprudential policy remains the first line of defence in preserving financial stability and addressing medium-term vulnerabilities. Fifth, with regards to the impact of the PEPP on the conduct of fiscal policy, the pandemic experience demonstrated that in response to a severe shock, simultaneous and ambitious policy actions by governments and central banks working in the same direction – within their respective responsibilities and mandates – can complement each other effectively. At the same time, the ECB’s overriding price stability mandate is unambiguous. Overall, the PEPP has been found to have limited unintended side effects on households, non-financial corporates and the financial system, and is likely to have reinforced the effectiveness of the fiscal policy response to the pandemic crisis.<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> For more details, see [Lane, P.R. \(2022\)](#).

## 2 Wage developments and their determinants since the start of the pandemic

Prepared by Katalin Bodnár, Eduardo Gonçalves, Lucyna Górnicka and Gerrit Koester

### 1 Introduction

**The coronavirus (COVID-19) pandemic has greatly affected labour markets and wage growth indicators in the euro area.** The onset of the pandemic led to the sharpest decline in total hours worked on record. The widespread introduction of job retention schemes to contain the effects of the pandemic helped to keep employment losses moderate – particularly when compared with the decline in GDP – and affected developments in labour compensation. The containment measures and the pandemic-induced shifts in demand and supply for goods and services also led to more diverse employment and wage dynamics across sectors. More recently, wage growth has been driven by the exceptional strength of the economic rebound post-reopening and the Russian invasion of Ukraine, both contributing to an unprecedented surge in consumer price inflation. At the same time consumer confidence in the euro area dropped abruptly following the invasion and uncertainty about the economic outlook rose. The combination of these factors has made assessing underlying wage pressures and the outlook for wage growth extremely challenging. Issues related to the statistical treatment of government support in the context of job retention schemes add to these difficulties.

**Wage growth indicators have been extremely volatile since the start of the pandemic, partly owing to the impact of job retention schemes, complicating the assessment of wage developments.** Large pandemic-related swings in hours worked and, to a much lesser extent, employment have resulted in more volatile annual growth rates for compensation per employee and compensation per hour, which are typically the main indicators used to assess wage growth in the euro area.<sup>1</sup> Job retention schemes introduced by governments to prevent large-scale job losses have had a differing impact on employment and hours worked, creating a wedge between growth in compensation per employee and growth in compensation per hour. Different statistical treatments of these support measures have also made it difficult to compare wage developments across euro area countries.

**In this unusual economic environment, standard empirical models provide only limited help in analysing wage developments in the euro area.** Normally, wage developments can be assessed against empirical regularities by observing the Phillips curve, which links wage growth to economic or labour market slack, past and/or expected inflation, and productivity. During the pandemic, however, wage

---

<sup>1</sup> For more details, see Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. and Porqueddu, M. (eds.), “Understanding low wage growth in the euro area and European countries”, *Occasional Paper Series*, No 232, ECB, Frankfurt am Main, September 2019, revised December 2020.

growth indicators as well as indicators of economic activity and labour market slack have followed patterns that deviate strongly from historical regularities, making it harder to interpret results obtained from the usual empirical models.<sup>2</sup> As a result, assessing underlying wage pressures has become a lot more challenging and requires an in-depth analysis of the impact of the pandemic on different indicators of wage growth.

**This article discusses wage developments and the main factors that have influenced them since the start of the pandemic.** First, it reviews developments in a broad range of wage measures for the euro area since the start of the pandemic and discusses their usefulness as signals of wage pressures. It also proposes approaches to adjust for the impact of job retention schemes on the growth in compensation per employee (CPE growth) and compensation per hour (CPH growth). Second, the article looks at how wage developments have differed across sectors, reflecting the heterogeneous impact of the pandemic shock. Finally, it discusses the impact of inflation on wage growth in the euro area by examining developments in consumer and producer wages for the economy as a whole and in its main sectors.

## 2 Euro area wage growth since the start of the pandemic – assessing underlying wage pressures

**The pandemic has led to an unusual divergence between measures of euro area wage growth (Chart 1).** A key indicator in the assessment of wage growth in the euro area is the annual growth rate of compensation per employee. This reflects the labour costs payable by employers – including wages, salaries and employers' social contributions – expressed as an average per employee. CPE growth declined considerably at the start of the pandemic and during most of 2020, whereas indicators of wage growth per hour worked, such as compensation per hour and Eurostat's labour cost index, rose.<sup>3</sup> These indicators also remained volatile in 2021 owing to base effects. These developments are heavily influenced by statistical factors linked to the pandemic and the use of job retention schemes, which distorted the information content of CPE and CPH growth during this period. By contrast, the ECB's indicator of negotiated wages, which captures the outcome of collective bargaining processes, remained relatively stable during 2020-21. The differences in the growth rates of different wage measures have moderated over time but remain substantial. For example, in the second quarter of 2022 indicators of year-on-year wage growth ranged from 2.4% (negotiated wages) to 4.5% (compensation per employee).

---

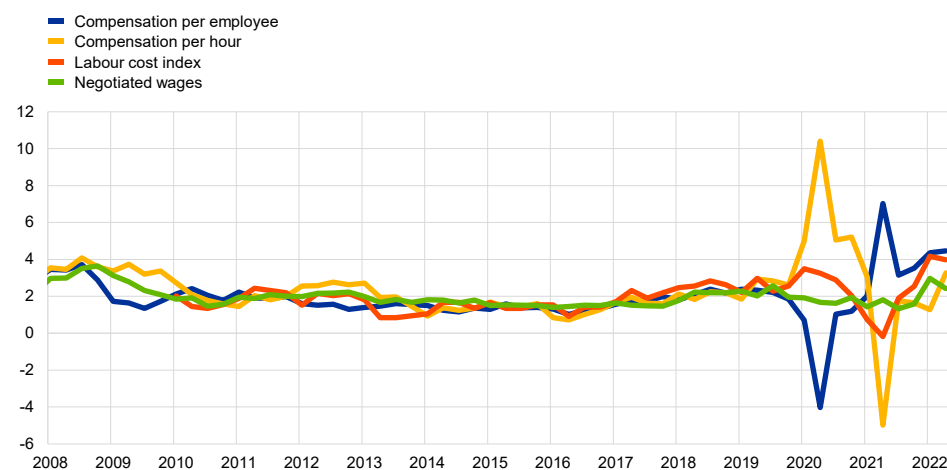
<sup>2</sup> See, for example, Bobeica, E. and Hartwig, B., "The COVID-19 shock and challenges for time series models", *Working Paper Series*, No 2558, ECB, Frankfurt am Main, May 2021, or Lenza, M. and Primiceri, G.E., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, No 2461, ECB, Frankfurt am Main, August 2020.

<sup>3</sup> The labour cost index measures developments in compensation per hour, including employers' social security contributions and taxes paid less any subsidies received by employers.

## Chart 1

### Measures of euro area wage growth

(annual percentage growth)



Sources: ECB and Eurostat.

Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

**Compensation per employee declined strongly during the pandemic, heavily affected by job retention schemes (Chart 2).** Total labour input at the start of the pandemic fell substantially, by around 16%, owing mainly to the drop in hours worked per employee.<sup>4</sup> Measures of compensation per hour increased significantly as a result, given the lower denominator. By contrast, total compensation of employees declined by 7.0% in the second quarter of 2020 on a year-on-year basis as job retention schemes cushioned employment losses and governments compensated part of the decline in wages through transfers. Furthermore, while job retention schemes prevented major job losses, the number of employees still fell, counteracting somewhat the decline in compensation per employee.<sup>5</sup> As a result, compensation per employee fell by 4.0% year on year in the second quarter of 2020, resulting in the lowest annual growth rate in any quarter since 1999. Compensation of employees and the number of employees both recovered in 2021 when the economy reopened, and their contributions to CPE growth changed signs. However, base effects implied a spike in CPE growth and continue to distort it.

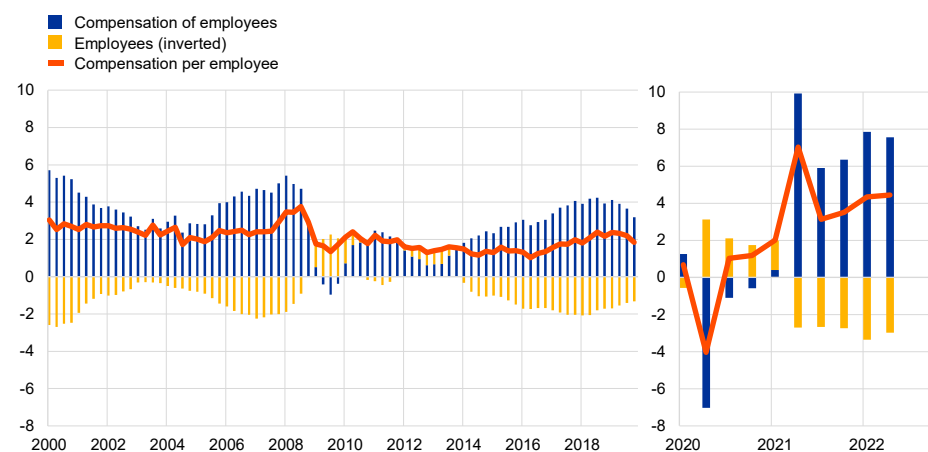
<sup>4</sup> Total hours worked by salaried employees declined by 15.8% year on year in the second quarter of 2020. Over the same period total hours worked by all workers (i.e. salaried employees and self-employed workers) declined by 17.3%. See also the article entitled “[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

<sup>5</sup> A positive contribution from the falling number of employees to the growth of compensation per employee is characteristic of recessions and was also observed during the global financial crisis and the sovereign debt crises in some euro area countries. This partly reflects compositional effects, as workers on low wages are generally the first to be dismissed during a recession.

## Chart 2

### Decomposition of compensation per employee growth into compensation of employees and number of employees

(annual percentage growth and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.  
Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

### Pandemic-related support measures drove a large wedge between compensation per employee and compensation per hour.

Compensation per employee declined considerably in the second quarter of 2020, whereas compensation per hour rose exceptionally strongly, by 10.4%. The difference in growth rates between the two indicators moderated in the third quarter of 2020 but increased again in 2021 (Chart 1), partly reflecting base effects from 2020.<sup>6</sup> The volatility of hours worked per employee caused by job retention schemes contributed decisively to this wedge. The schemes helped enrolled workers retain their employment status but with reduced compensation, thus decreasing compensation per employee. However, as hours worked fell by a lot more than pay, compensation per hour increased (Chart 3).<sup>7</sup> The statistical recording of government support paid under the job retention schemes is also likely to have affected the wedge between compensation per employee and compensation per hour. In some countries, government support was not recorded as compensation of employees because it was paid as a direct transfer to households, whereas in others, government payments were recorded as part of compensation of employees because they were considered a reimbursement to employers.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Looking through the volatility caused by base effects, the quarter-on-quarter growth rates of the different wage measures have been aligned and moderate since the second half of 2021.

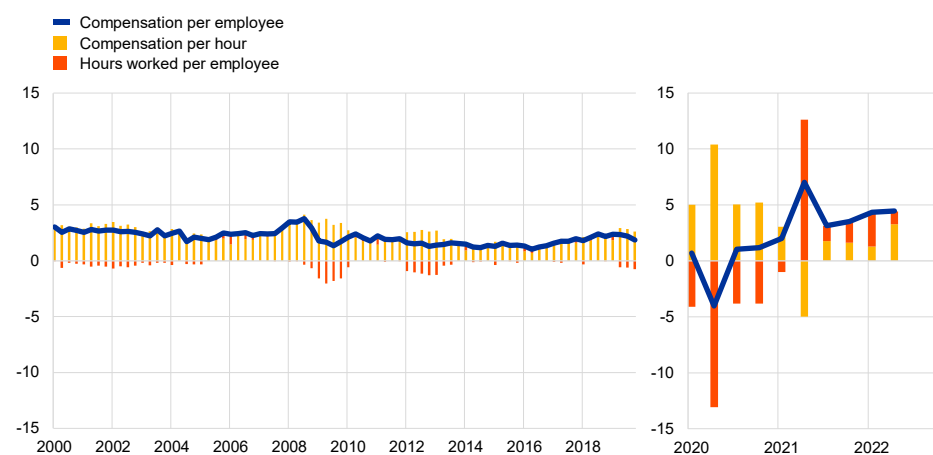
<sup>7</sup> See the box entitled “Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic” in the article entitled “[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

<sup>8</sup> See also the box entitled “[Wage dynamics across euro area countries since the start of the pandemic](#)” in this issue of the *Economic Bulletin* and the box entitled “[Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2020. The strong negative correlation between average hours worked and compensation per hour was also characteristic of the recession following the global financial crisis, when job retention schemes were also used in some euro area countries, albeit to a much lesser extent than during the pandemic.

### Chart 3

#### Decomposition of compensation per employee growth into compensation per hour growth and the average hours worked per employee

(annual percentage growth and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.  
Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

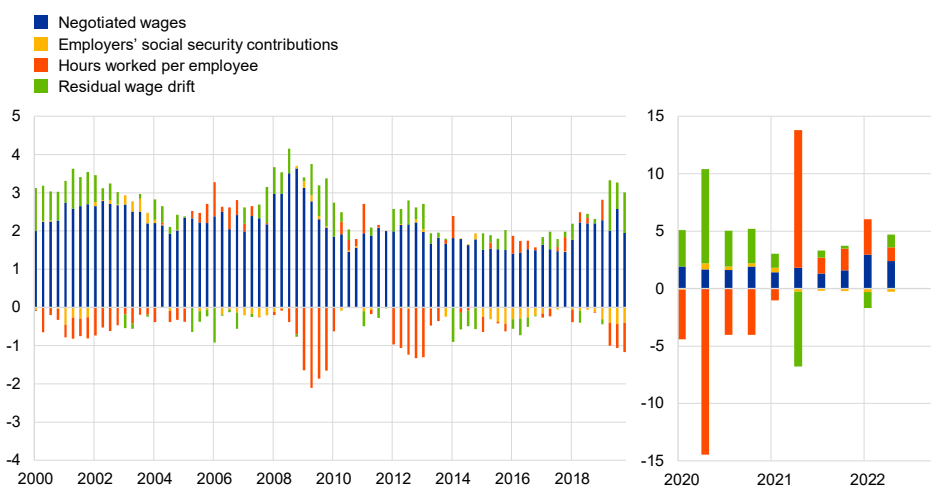
**The pandemic-related distortions have become much smaller in recent quarters, but developments in hours worked per employee continue to be an important driver of growth in compensation per employee.** CPE growth can be decomposed into negotiated wages, social security contributions, hours worked per employee and the residual wage drift. This decomposition suggests that the impact of pandemic-related distortions declines as job retention schemes wind down. The wage drift, which since the start of the pandemic has largely reflected the subsidies paid by governments to employers, had a significant role in explaining CPE developments during 2020 and the first half of 2021.<sup>9</sup> Since then, however, its role has moderated, and the recovery of hours worked per employee and more recently the pick-up in negotiated wages have accounted for most of the increase in CPE growth (Chart 4).

<sup>9</sup> For an explanation of the wage drift, see the box entitled “Recent developments in the wage drift in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2018.

## Chart 4

### Decomposition of compensation per employee growth and role of negotiated wage growth

(percentage point contributions to annual percentage growth)

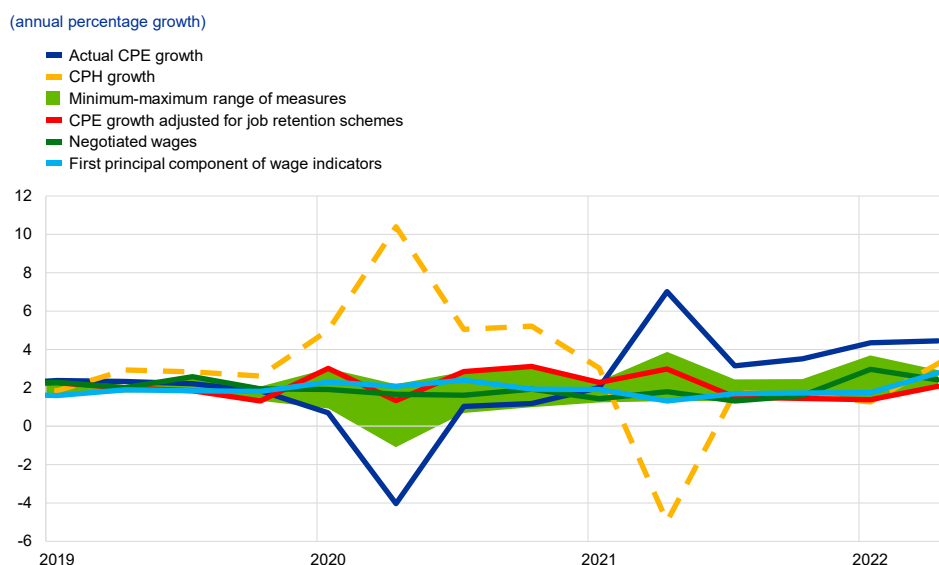


Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

**One way to look through the pandemic-related distortions of wage measures is to estimate compensation per employee adjusted for the impact of the job retention schemes.** However, this is not straightforward. Without job retention schemes, the decline in GDP and total labour input would probably have been similar, but the adjustments in employment and average hours worked may have been different, with implications for the compensation measures. It is possible to estimate the path of adjusted wage measures by making some assumptions about the counterfactual path of the various components. A principal component analysis of wage growth indicators and negotiated wage growth can also be used to assess underlying wage measures. Chart 5 shows the range of these different estimates using a variety of methods. Overall, these approaches result in smoother series and suggest more moderate wage growth than the headline indicators. At the same time, the differences between these adjusted indicators illustrate the uncertainty around underlying wage growth during the pandemic.



**Chart 5****CPE growth and estimates for underlying wage growth**

Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The range includes six series: (i) negotiated wage growth; (ii) Christiano-Fitzgerald filter (with a cut-off of 2 and 32 quarters); (iii) a Hodrick-Prescott filter with a lambda of 1,600; (iv) the CPE series adjusted for the impact of the job retention schemes, which uses data on the government subsidies that firms received and information (including estimates) on the number and total hours worked by workers in job retention schemes; (v) the CPE series adjusted for the wage drift, which relies on the pre-pandemic relationship between the wage drift (the most cyclical part of wage growth) and business cycle indicators (GDP growth, total labour input growth, industrial production and the unemployment rate); the range includes the average of estimates using 12 specifications; and (vi) the principal component of different wage measures. The latest observations are for the second quarter of 2022.

**The ECB's indicator of negotiated wage growth, which has been less distorted by the pandemic than other indicators, has remained relatively stable.**

Negotiated wage growth captures the outcome of collective bargaining processes with respect to the level of salaries for a specified number of working hours, so it should be less affected by actual developments in average hours worked or by government subsidies. Negotiated wage growth slowed somewhat in 2020 and 2021, likely reflecting the worsening economic conditions and heightened uncertainty at that time. In addition, the high number of people working remotely and the alternative ways of rewarding employees during the pandemic (which included one-off support for teleworking or pandemic-related payments) may have kept wage demands low. Negotiated wages have started to pick up, albeit moderately, in recent quarters, with compensation for higher inflation and labour shortages in some sectors playing an important role. As a result, agreements signed in 2022 have been characterised by higher negotiated wage increases compared with previous years (Chart 1). In some countries, such as Germany, the wage increases have mainly been passed on to workers in the form of larger than usual one-off payments rather than permanent increases in base wage rates. Although negotiated wage growth has become a more important means of assessing underlying wage pressures since the start of the pandemic, given the significant volatility of the other wage indicators, its use comes with caveats. First, this measure does not cover all euro area countries, and the methodology is not fully harmonised across the countries for which negotiated wage series are available. For example, the sectoral coverage and the inclusion of wage indexation and one-off payments, which have become more significant recently, vary across economies. Second, negotiated wage growth tends to react to changes in

labour market conditions with a lag of some quarters and, in a crisis, generally more slowly than CPE growth, for example, as agreements are signed for a year or more.<sup>10</sup>

**Estimating the common drivers across a range of wage indicators also suggests that wage pressures have remained moderate.** Another way to mitigate the impact of pandemic-related distortions in the assessment of wage pressures is to estimate underlying wage growth pressures across different wage indicators. The results of such a principal component analysis conducted using a broad range of wage indicators are shown in Chart 5. The first principal component across different wage indicators moved sideways from the onset of the pandemic to the start of 2022, when it started to pick up.<sup>11</sup> This is consistent with the view that overall wage growth remained modest during the pandemic, with wage pressures showing a moderate increase more recently amid high inflation – in line with the ECB’s indicator of negotiated wage growth.

**Looking through the volatility of the past few years, the main wage indicators stand slightly above the levels implied by their long-term trends over the period 1999-2019 (Chart 6).** In the second quarter of 2022 compensation per employee was slightly above the level implied by its pre-pandemic long-term trend (based on a long-term average annual growth rate of 2.1%). This slight upward deviation primarily reflects developments in compensation per hour, which also stood slightly above the level implied by its pre-pandemic long-term trend (based on a long-term average annual growth rate of 2.3%), while average hours worked are close to the downward trend that would have been present had pre-pandemic developments continued.

---

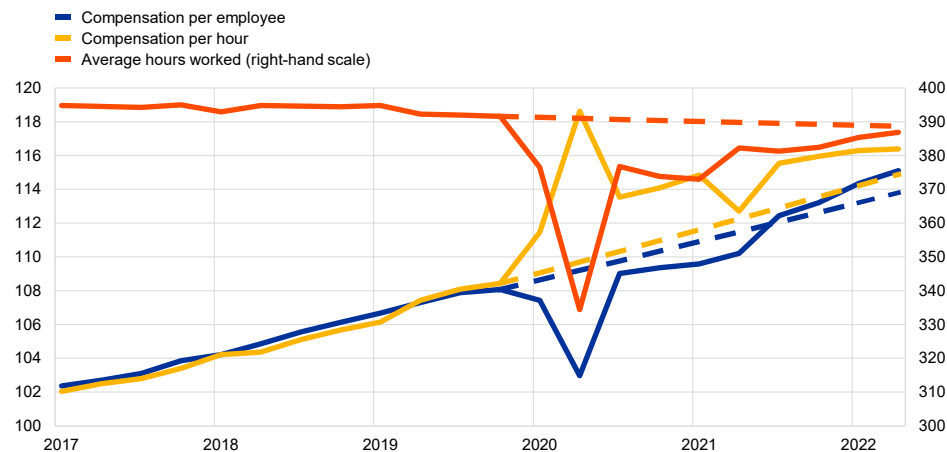
<sup>10</sup> See also the box entitled “[Assessing wage dynamics during the COVID-19 pandemic: can data on negotiated wages help?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

<sup>11</sup> This component captures 34% of the variability of all different wage measures.

## Chart 6

### Compensation per employee, compensation per hour and average hours worked in relation to their linear long-term trends

(left-hand scale: index: 2015 = 100; right-hand scale: quarterly average of hours worked per salaried employee)



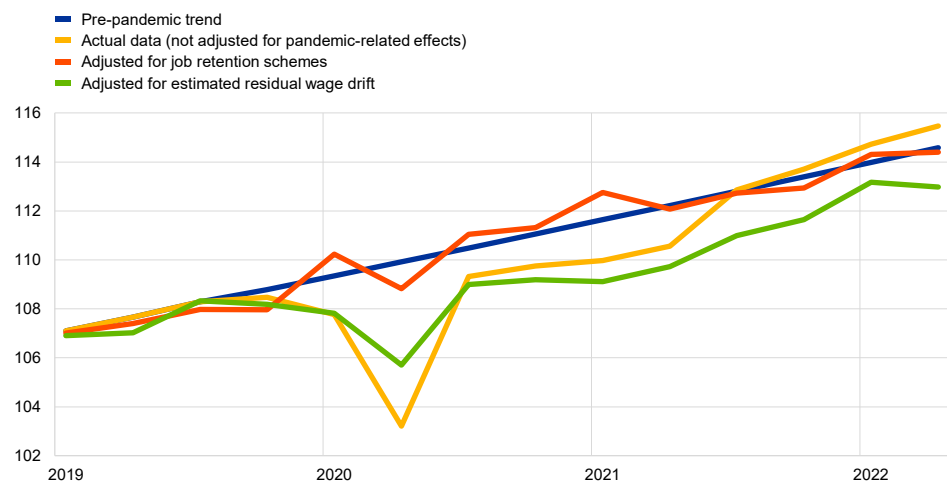
Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The linear trends are calculated by applying the long-term average growth rates for the period 1999-2019. The latest observations are for the second quarter of 2022.

## Chart 7

### Compensation per employee and adjusted compensation per employee levels compared with the long-term trend

(index: 2015 = 100)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The linear trends are calculated by applying the long-term (1999-2019) average growth rate of compensation per employee since 2019. The latest observations are for the second quarter of 2022.

**Overall, underlying wage growth has been relatively moderate since the start of the pandemic, and it now stands close its long-term trend.** The volatility caused by the pandemic and the government measures implemented to cushion its impact occurred mainly at the start of the pandemic. Wage growth normalised somewhat following the reopening of the economy, the loosening of pandemic-related restrictions and the strong base effects starting to fall out of the equation after the second quarter of 2021. However, the impact of job retention schemes on CPE

growth and CPH growth is still quite substantial. Adjusting for the effects of these schemes brings current CPE growth quite close to its historical average, and compensation per employee for the adjusted series is also returning to its pre-pandemic trend. All things considered, this supports the view that CPE growth continues to move along pre-pandemic trends. Wage dynamics are also moderate compared with the United States (Box 1).

## Box 1

### Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages

---

Prepared by Katalin Bodnár, Jenny Franke, Ramon Gomez-Salvador and Matthias Mohr

The purpose of this box is to assess labour market developments in the euro area and the United States, in particular the tightening of labour market conditions and its impact on wages.<sup>12</sup>

Labour input, as measured by total hours worked, recovered strongly in both the euro area and the United States on the back of different adjustment patterns and government support throughout the crisis. Euro area countries implemented policies aimed at preserving employment contracts, whereas the US economy was strongly supported by a fiscal package in the recovery phase. This meant that, while there was a large decline in overall labour input in both economic areas, the extent and, in particular, the composition of this change differed, and the recovery was somewhat faster in the United States. Regarding the composition of the change in labour input, the number of persons employed was more stable in the euro area than in the United States. The decline in total labour input in the euro area was driven primarily by average hours worked, whereas unemployment was the primary adjustment channel in the United States. Hours worked per employee actually increased in the United States, reflecting compositional effects, as workers in the services sector and part-time workers were particularly affected by the crisis.<sup>13</sup> By contrast, hours worked per employee in the euro area are still below pre-pandemic levels, although the latest figures are broadly in line with the longer-term downward trend seen before the crisis. The decline in labour force participation has been more prolonged in the United States. This has been largely driven by older male workers who decided to retire during the crisis, but is also visible across most age and gender groups. The equivalent impact on the labour force was less pronounced in the euro area.<sup>14</sup> Finally, immigration in the euro area was negatively affected by the pandemic,<sup>15</sup> restraining working age population growth, whereas the working age population increased moderately in the United States. Consequently, labour market participation in the United States continues to be below its pre-crisis level in contrast to the euro area, where the labour force participation rate exceeds the level seen before the pandemic (Chart A).

---

<sup>12</sup> The box compares the developments in the US employment cost index with negotiated wages in the euro area, which are the measures least affected by statistical distortions stemming from pandemic-related public support schemes.

<sup>13</sup> See also Gomez-Salvador, R. and Soudan, M., “The US labour market after the COVID-19 recession”, *Occasional Paper Series*, No 298, ECB, Frankfurt am Main, July 2022.

<sup>14</sup> See the box entitled “COVID-19 and retirement decisions of older workers in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022.

<sup>15</sup> See the box entitled “The role of migration in weak labour force developments during the COVID-19 pandemic”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

## Chart A

### Change in total labour input and its decomposition in the euro area and the United States

(percentages and percentage point contributions; cumulative change compared with the level in Q4 2019)



Sources: Eurostat and Haver Analytics.

Notes: Population refers to people aged 15-74 in the euro area and people aged 16 and over in the United States. The latest observations are for the second quarter of 2022.

The labour market has tightened a lot more in the United States than in the euro area, in part reflecting the more advanced phase of the US business cycle. Labour market tightness is assessed using the ratio of vacancies to unemployment. In the short run, the indicator varies in response to economic activity over the business cycle. Over the longer run, it tends to be lower in the euro area than in the United States, reflecting the latter's more dynamic labour market but also differences in the recording of open positions. Chart B shows that, in line with the decline in economic activity, labour market tightness fell to a very low level in the second quarter of 2020, particularly in the United States, but has since recovered quickly to reach record levels in the first half of 2022 in both economic areas. Recent data suggest that the gap in labour market tightness between the euro area and the United States has increased compared with before the pandemic. In the euro area, the recent increase in labour market tightness is dampened by a larger supply of labour than before the pandemic. Despite demographic factors increasingly constraining labour supply, the labour force as a whole has significantly exceeded pre-pandemic levels, to some extent matching increasing labour demand.<sup>16</sup> For the United States, the latest developments point to some stabilisation, as also

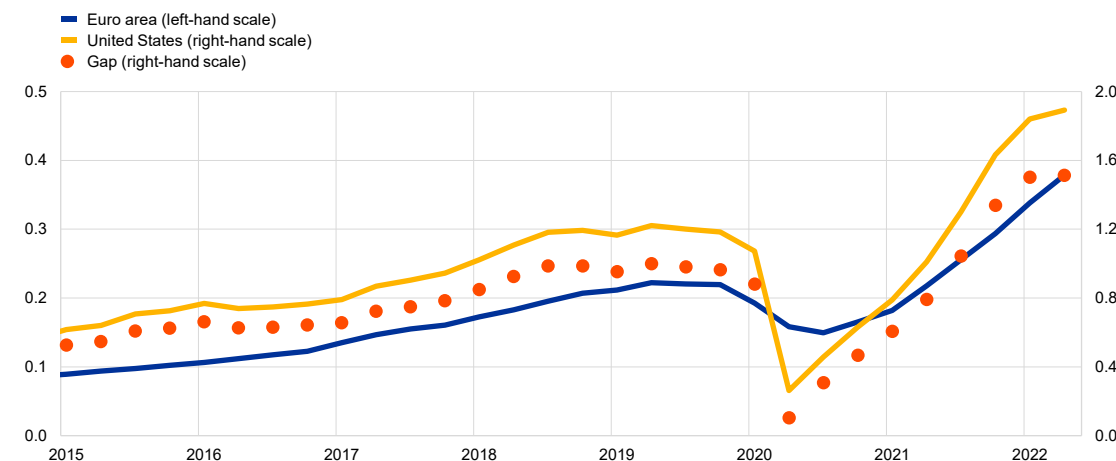
<sup>16</sup> See the box entitled "Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

confirmed by the decline in the quits rate – employees who left voluntarily as a percentage of total employment – which is also a good proxy for labour market tightness. Labour market tightness in the United States is broad-based across industries, but can be attributed in large part to the delay in reincorporating workers in certain industries, particularly leisure and hospitality.

## Chart B

### Labour market tightness in the euro area and the United States

(ratio of vacancies to unemployment)



Sources: Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Labor Statistics and own calculations.

Notes: The gap refers to the figure for the United States minus the figure for the euro area. In France, vacancies are only reported for firms with ten or more employees. The latest observations are for the second quarter of 2022.

Since the start of the recovery, wage growth in the United States has been stronger than in the euro area, partly reflecting greater labour market tightness.<sup>17</sup> This can be attributed to the different stage of the business cycle in the United States and the country's stronger aggregate demand, which is due in part to the more expansionary fiscal policies aimed at supporting household income – via stimulus cheques and enhanced unemployment benefits. At the same time, it is also due to differences in labour supply and demand. Since the trough of the pandemic crisis in the second quarter of 2020, US nominal wage growth has increased substantially to reach 5.0% in the second quarter of 2022, whereas the rise in euro area wage growth has been more gradual and limited, with negotiated wage growth standing at 2.4% in the second quarter of 2022 (Chart C, panel a). In the United States, wage pressures were initially only present in those sectors that were more exposed to the pandemic, notably leisure and hospitality. These then spread to other sectors from mid-2021 and are now broad-based. The differences in the wage growth trajectories can also be seen in the developments in US core inflation, which has been higher than euro area core inflation since the beginning of the recovery.<sup>18</sup> Nevertheless, real wages have been declining in both the euro area and the United States since the second quarter of 2021. In the first half of 2022 the more gradual growth of nominal wages in the euro area led to a stronger decline in real wages compared with the United States. In the second quarter of 2022 the real annual growth rate of the US employment cost index was -3.3%, while for negotiated wages in the euro area it was -5.2% (Chart

<sup>17</sup> For the United States, we focus on the employment cost index as a measure for wage costs as it captures all elements of employee compensation (including benefits) and, unlike other measures such as hourly wages, is not affected by compositional changes in employment. This is in contrast to the average hourly earnings, which were strongly affected by compositional effects because employment declined more strongly in low-wage industries during the pandemic.

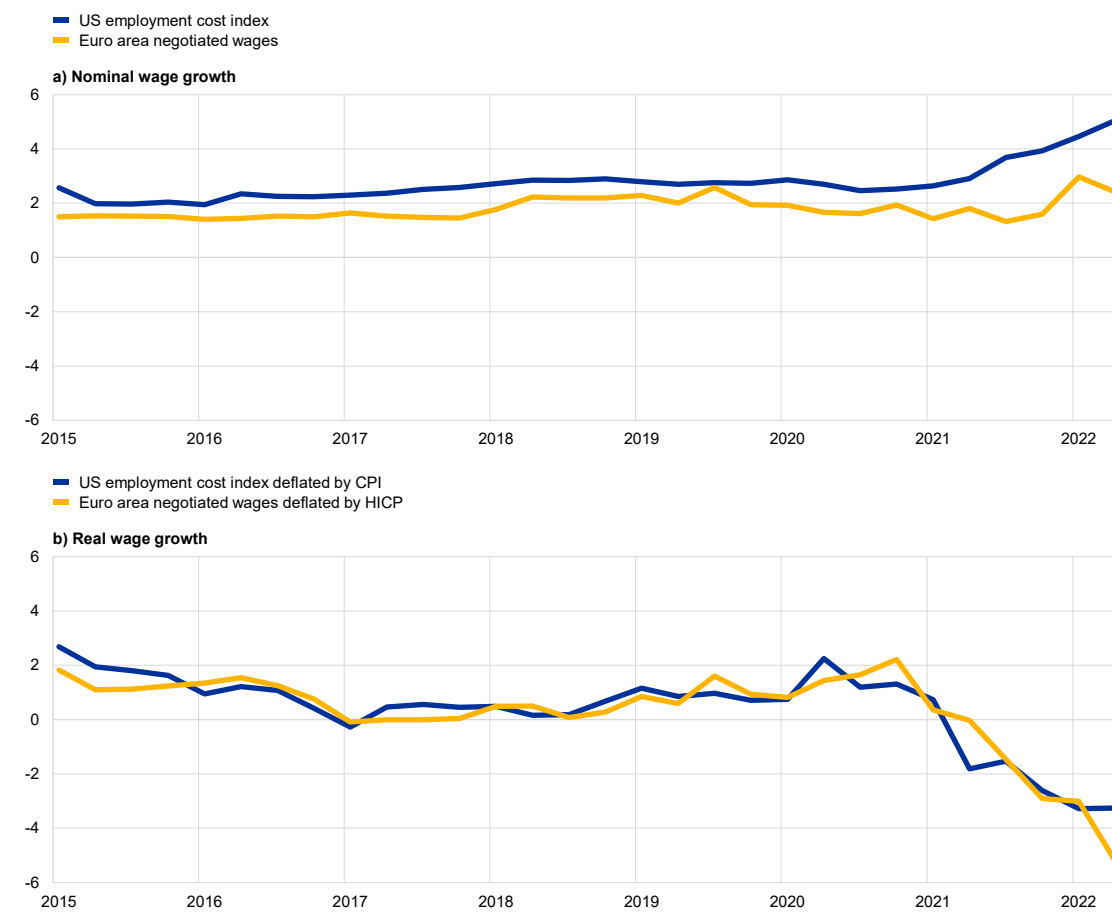
<sup>18</sup> See the box entitled "[Recent inflation developments in the United States and the euro area – an update](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

C, panel b). Looking ahead, given the differences in labour market tightness, wage growth may remain stronger in the United States than in the euro area.

### Chart C

#### Measures of wage growth in the euro area and the United States

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, Haver Analytics and ECB staff calculations.  
 Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

### 3 A sectoral perspective on wage growth developments in the euro area since the start of the pandemic

**Wage growth has varied greatly across the main sectors of the economy since the start of the pandemic.**<sup>19</sup> The pandemic and the government measures to cushion its impact have contributed to large differences in sectoral value added, average hours worked, productivity and, in particular, wage growth. This reflects the differing extents to which containment measures, supply disruptions and the participation in job retention schemes affected different sectors during the pandemic. Because of this, sectoral data are even harder to interpret than aggregate data. For example, activity and labour input were affected most significantly and persistently in

<sup>19</sup> See also the discussion in the box entitled “The role of sectoral developments for wage growth in the euro area since the start of the pandemic”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

contact-intensive services, such as accommodation, food services, transport, personal services and recreation including sports and entertainment. These sectors also recorded a strong recovery during the reopening phase, although it is difficult to disentangle the impact of the recovery on wage growth from the base effects. To address this, we focus on the change in the level of wages between the last quarter before the pandemic (the fourth quarter of 2019) and the most recent quarter (the second quarter of 2022). We look at five main sectors in the economy: industry (excluding construction), construction, contact-intensive services (including trade, transport, accommodation and other services), non-contact-intensive services (including information and communication, real estate, financial and insurance activities, and professional and administrative services) and public sector services.<sup>20</sup>

**The volatility of CPE growth in the euro area has mainly been driven by contact-intensive services.** Compensation per employee declined very strongly, by almost 13%, in contact-intensive services after pandemic-related lockdowns were imposed, explaining most of the decline in compensation per employee for the total economy, as this was the sector with the highest share of workers in job retention schemes. As a result, these services are the most affected by base effects, so wage growth here has been strong recently. CPE growth in industry and construction also declined at the start of the pandemic, but to a smaller degree, while wages were relatively smooth in non-contact-intensive services and public services. CPE growth rates over the last 18 months have been above their historical averages for almost all the main sectors.

**Compensation per employee is above its pre-pandemic trend, mainly because of developments in the services sectors (Chart 8).** Comparing the latest data with the last observation before the pandemic helps to look through the volatility caused by the job retention schemes. Compensation per employee is above its pre-pandemic trend in all private services, both contact-intensive and non-contact-intensive. In these sectors, average hours worked have already returned to pre-pandemic levels, whereas in the other main sectors they have not fully recovered. Compensation per employee for the total economy has also exceeded its long-term trend, again owing mostly to the increase in wages in the services sectors. In non-contact-intensive services, the catch-up is largely due to real estate activities – probably reflecting the strong dynamics of housing markets and, to a lesser extent, professional and administrative services (i.e. those subsectors where demand for their output did not increase because of digitalisation). In contact-intensive services, labour shortages in certain subsectors may explain the strengthening of wage growth in the most recent period.

---

<sup>20</sup> See also Bandera, N., Bodnár, K., Le Roux, J. and Szörfi, B., “[The impact of the COVID-19 shock on euro area potential output: a sectoral approach](#)”, *Working Paper Series, No 2717*, ECB, Frankfurt am Main, September 2022.



## Chart 8

### Compensation per employee in the main sectors and its decomposition compared with pre-pandemic levels and trends

(percentage change, Q2 2019-Q2 2022)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

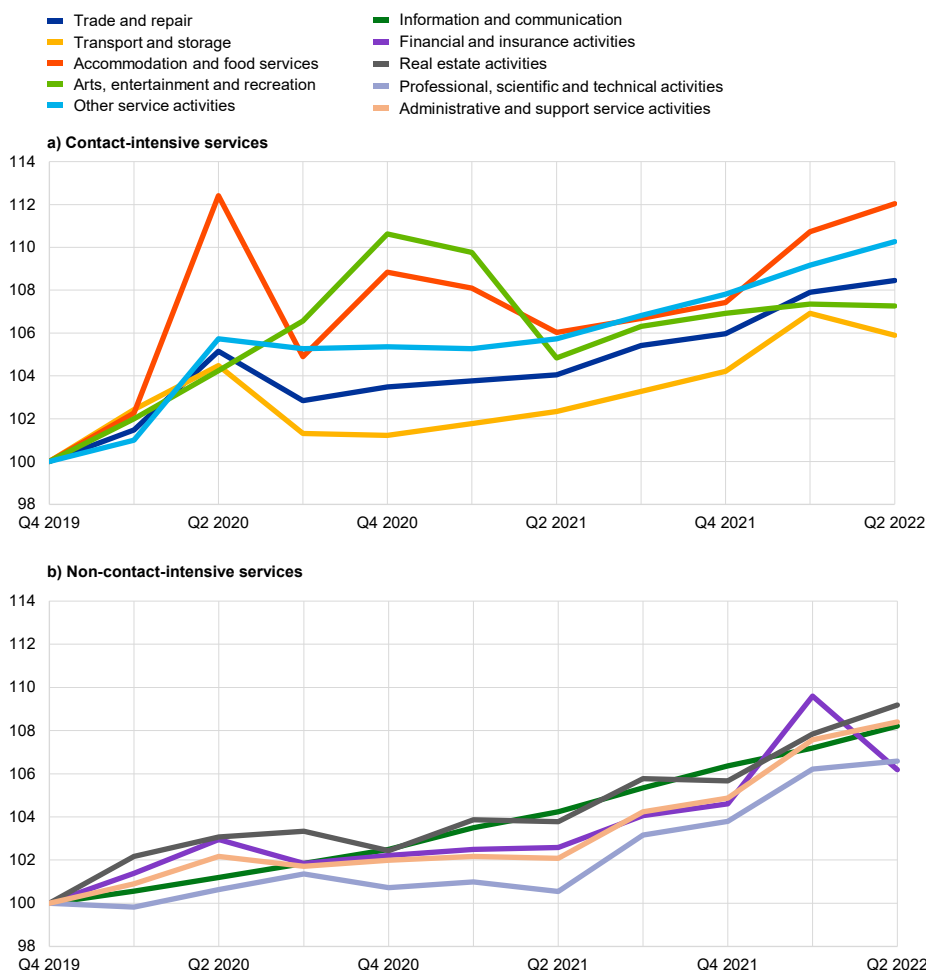
Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

**Initially, the pandemic had a strong negative impact on wages in contact-intensive services, but the wage growth rate picked up with the reopening of the economy.** Given the dominant role of the services sectors in total economy CPE developments since the start of the pandemic, these sectors should be analysed more closely. We focus on the wages and salaries component of the labour cost index, as the national accounts data provide a more detailed sectoral breakdown for this component than for compensation per employee. In contact-intensive services, hourly wages closely followed the developments in containment and social distancing measures, which caused strong volatility through both hours worked per employee and statistical distortions. By contrast, in non-contact-intensive services sectors such as information and communication, hourly wage growth was less volatile (Chart 9). When comparing the latest data observation for these indicators with their pre-pandemic level, the heterogeneity within contact-intensive services is much greater than within non-contact-intensive services. This reflects the recent strong pick-up in hourly wages in those services sectors where tourism plays a larger role, such as accommodation and food services, transport and trade. This is probably due to the labour shortages experienced in some of these subsectors following the reopening of the economy.

## Chart 9

### Labour cost index in contact-intensive and non-contact-intensive services sectors

(percentage difference compared with the level in Q4 2019)



Source: Eurostat.

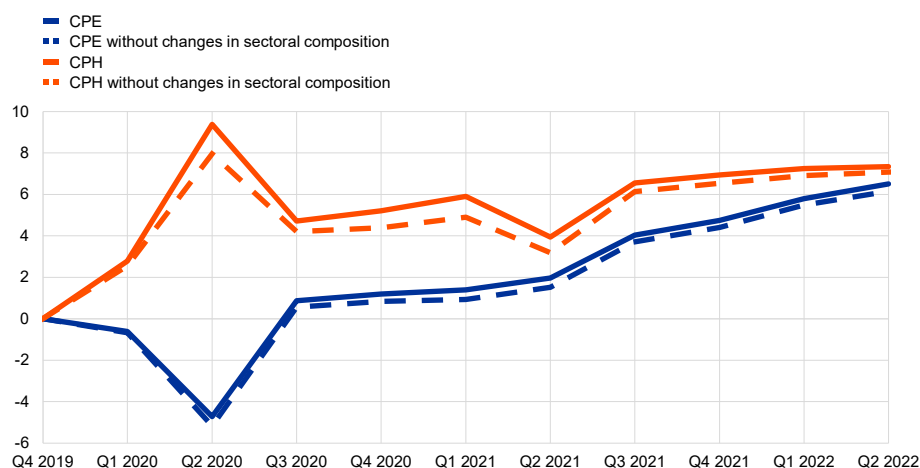
Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

**Despite such a varied impact across sectors, changes in overall wage growth owing to sectoral composition remained limited as job retention schemes contained changes of employment.** During the recovery, changes in employment across sectors have only had a slight positive impact on compensation per employee and compensation per hour for the total economy (Chart 10). However, the composition of employment has probably changed within sectors, especially in those sectors where employment declined. Such changes, seen for example in the education level, age or gender of workers, could have an impact on wage growth in different sectors. Unfortunately, data limitations mean that these intra-sector shifts cannot be estimated and they remain an area for future research.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> For a detailed assessment of such compositional effects in the euro area in the pre-pandemic period, 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 10****Compensation per employee and per hour and the role of compositional changes**

(percentage change compared with the level in Q4 2019)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.  
 Note: The latest observations are for the second quarter of 2022.

## 4 The impact of inflation on wage growth in the euro area

**Looking at real wage developments, which take nominal wage growth and inflation into account, makes it possible to analyse changes in the purchasing power of employees and to evaluate real cost pressures for companies stemming from wages.**

The purchasing power of employees can be monitored by looking at real consumer wage developments, which are obtained by taking the difference between nominal wage growth and HICP inflation. The real wage from an employer's perspective is different. It is a cost factor rather than an income item, so the calculation requires a different deflator. Real producer wages can be derived by adjusting the nominal wages using value-added deflators, which measure the prices charged for the production of goods and services in the economy. Real consumer wages indicate how severe purchasing power losses have been for employees. To the extent that employees try to compensate for this loss of purchasing power, this could affect nominal wage demands. Real producer wages reflect the cost pressures implied by nominal wage growth relative to the overall growth in the price of output.

**Nominal and real consumer wages developed in a very similar way in 2020 before diverging strongly from the first quarter of 2021, when consumer price inflation started to pick up (Chart 11).**<sup>22</sup> Headline inflation was very low during the initial phase of the pandemic, reflecting low overall price pressures, a substantial negative contribution of energy inflation and other factors such as temporary cuts in indirect taxes to stimulate the economy. Consequently, the wedge between nominal and real consumer wages was quite small, and nominal and real consumer wage

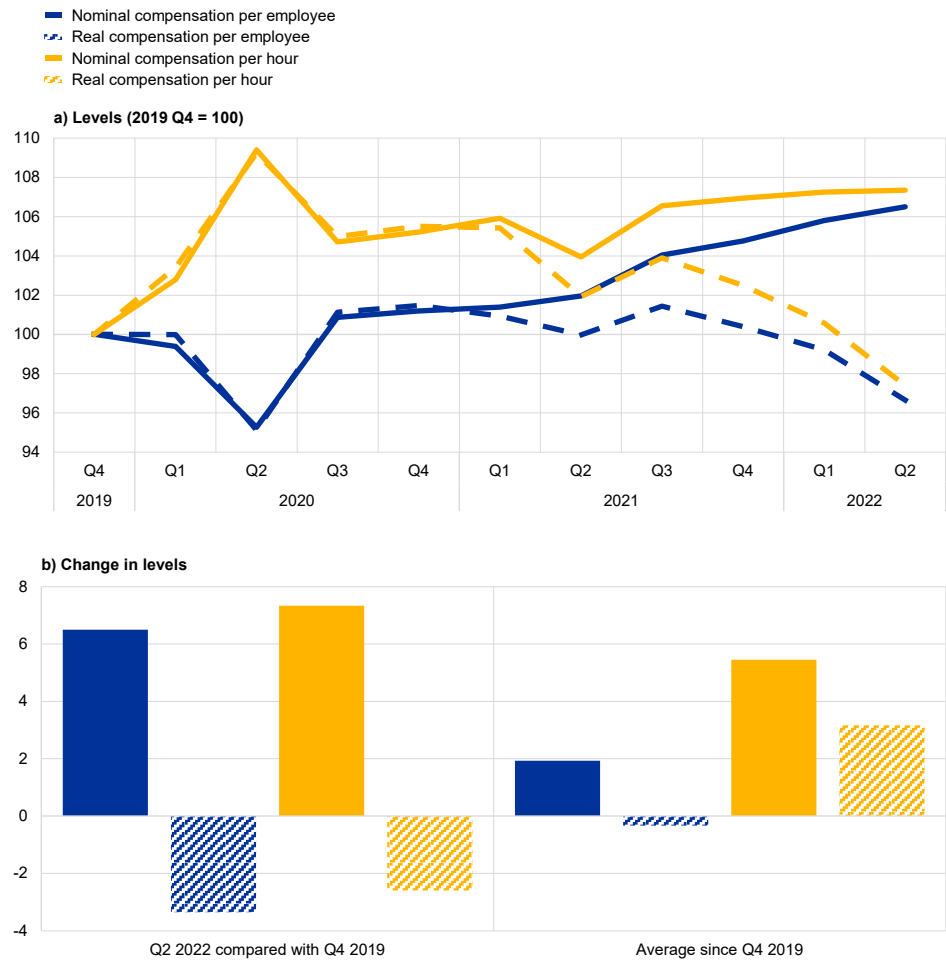
<sup>22</sup> See the article entitled "The role of demand and supply factors in HICP inflation during the COVID-19 pandemic – a disaggregated perspective", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021, or Nickel, C., Koester, G. and Lis, E., "Inflation Developments in the Euro Area Since the Onset of the Pandemic", *Intereconomics*, Vol. 57, No 2, pp. 69-75.

developments as reflected in CPE and CPH growth were dominated by the effects of job retention schemes (as discussed in Section 2 above). When inflation started to pick up in 2021 – driven first by energy inflation then also by supply bottlenecks, especially for goods but later on also for services in the context of the economic reopening – a substantial gap opened up between nominal and real consumer wage growth.

### Chart 11

#### Nominal and real wage growth (consumer wages) compared with pre-pandemic levels

(panel a: index: Q4 2019 = 100; panel b: percentage change compared with the level in Q4 2019)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Real compensation per employee and per hour are calculated using HICP (consumer wages). The latest observations are for the second quarter of 2022.

**Real consumer wages are now substantially lower than before the pandemic and are likely to fall further in the coming months (Chart 12).** Nominal wages have increased at a slower pace than HICP, leading to a decrease in the purchasing power of wages, which in the second quarter of 2022 stood around 3.6% below its level in the fourth quarter of 2019. Over the period from the fourth quarter of 2019 to the second quarter of 2022, employees experienced an average quarterly reduction

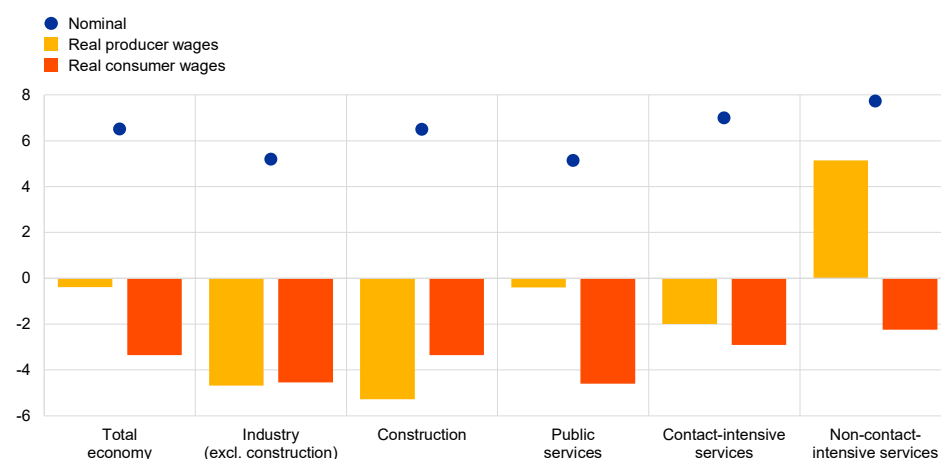
in their pre-pandemic real wage level of around 0.5%.<sup>23</sup> The further losses in real wages expected over the coming months will increasingly be felt by consumers as a loss in purchasing power compared with before the pandemic. This might increase pressure on trade unions to demand higher pay rises in upcoming negotiation rounds, especially in sectors with lower wages. However, losses in purchasing power are only one factor affecting unions' wage demands – the tightness of the labour market and the current economic situation are also likely to play a central role.

**For the total economy, compared with the levels before the pandemic, real producer wages have decreased a lot less strongly than real consumer wages (Chart 12).** In the second quarter of 2022 real producer wages were only 0.5% below their pre-pandemic levels. This is because developments in wage growth as a cost factor were broadly similar to those for the price of output.

### Chart 12

#### Nominal and real growth of producer and consumer wages in the main sectors

(percentage change compared with the level in Q4 2019)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Real consumer wages reflect compensation per employee deflated by HICP, while real producer wages are calculated based on compensation per employee deflated by value-added deflators. The latest observations are for the second quarter of 2022.

**Developments in real producer prices have diverged strongly across different sectors of the economy, with implications for expected wage and price pressures.**<sup>24</sup> Developments in real producer wages suggest that additional price pressures can be expected, especially in non-contact-intensive services. This is in line with the decrease in unit profits in this sector compared with pre-pandemic

<sup>23</sup> The largest part of payments made under job retention schemes is already included in wage measures like compensation per employee. Adding support paid to employees in the form of transfers or other social benefits (which are not included in compensation per employee) does not change the picture substantially.

<sup>24</sup> Real producer wages could also be analysed by deflating wages using producer price indices (PPI). These are available for industry or construction, but there are data limitations for services. PPIs measure gross output prices, whereas the value-added deflator measures only the price of value added (i.e. the difference between gross output and intermediate inputs). Real producer wages in construction, and even more so in industry, decrease far more strongly when deflated by PPIs. This probably reflects significant increases in intermediate costs (going well beyond increases in wage costs), which push up gross output prices in particular (reflected in PPIs).

levels.<sup>25</sup> While value-added deflators have increased broadly in line with nominal wages in public services, these have increased somewhat more strongly than nominal wages in contact-intensive services and in construction and industry in particular, in line with the large increases in sectoral profits in these sectors.<sup>26</sup> In non-contact-intensive services, however, the deflators have increased a lot less strongly than wages. This suggests that, based on developments in real producer wages with value-added deflators, there is pressure on firms to raise prices in the future or to hold out against additional wage claims. Looking ahead, the good cyclical position of the non-contact-intensive services sectors up to the second quarter of 2022, coupled notably with the tight labour markets, could – if persistent – point to further wage pressures and, subsequently, price increases in these sectors in particular. As these services are to a large degree provided to businesses rather than consumers, such increases are likely to affect HICP only partially, and with a delay.<sup>27</sup>

## 5 Conclusions

**The COVID-19 pandemic and the government measures to cushion its impact have caused exceptionally high volatility in wage growth indicators, which makes it harder to assess wage developments.** The effects of job retention schemes introduced by governments to prevent large-scale job losses played a key role in this regard. In this unusual economic environment, well-established empirical models such as wage Phillips curve regressions offer only limited help in assessing wage developments in the euro area. This is because wage indicators and their main drivers have displayed patterns that are way off historical regularities. Their volatility can be understood by taking into account statistical distortions stemming from job retention schemes.

**Estimates of underlying wage growth have, on average, remained relatively moderate since the start of the pandemic, but have started to pick up more recently.** Adjusting for the effects of job retention schemes using different methods brings CPE growth quite close to its historical average over the period from the start of the pandemic to the second quarter of 2022.

**So far there has been no evidence of a change in the wage growth trend in terms of compensation per employee since the start of the pandemic.** Looking through the volatility of the past couple of years, the levels of the main wage

---

<sup>25</sup> For a more complete picture, it would be interesting to assess the role of differences in input costs (including energy) in this cross-sectional analysis, for example by assessing real producer wage developments also based on PPIs, which reflect output prices and include costs of intermediate inputs. For services, however, this is hindered by data limitations (see the previous footnote).

<sup>26</sup> Compared with pre-pandemic levels, sectoral unit profits increased strongly in manufacturing and construction as well as in contact-intensive services like trade, transport, and accommodation and food services. Sectoral unit profits decreased compared with pre-crisis levels in non-contact-intensive services like professional, business and support services. For further details, see slide 6 of Schnabel, I., “Monetary policy in a cost-of-living crisis”, *Remarks at a panel on the “Fight against inflation” at the IV Edition Foro La Toja*, 30 September 2022.

<sup>27</sup> Inflation can also affect wage growth via indexation mechanisms or increases in minimum wages, which are often motivated by large changes in inflation. For an assessment of these mechanisms, see the box entitled “The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021, and the box entitled “Minimum wages and their role for euro area wage growth”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

indicators, like compensation per employee and compensation per hour, currently stand slightly above those implied by pre-pandemic long-term trends. Adjusted for pandemic-related effects, the level of CPE growth has essentially returned to its pre-pandemic long-term trend.

**Looking through pandemic-related distortions in wage measures, which have varied greatly across sectors, there are signs of stronger wage growth in services sectors.** Wages are above their pre-pandemic levels primarily in those services sectors that have recently seen serious labour shortages.

**Taking into account the impact of inflation, real consumer wages are now substantially lower than before the pandemic.** This could lead trade unions to demand higher wage increases in upcoming negotiation rounds, especially in sectors with lower wages. For the total economy, real producer wages have decreased far less strongly than real consumer wages when compared with their pre-pandemic levels in the fourth quarter of 2019. This has largely been driven by non-contact-intensive services.

**Looking ahead, wage growth over the next few quarters is expected to be very strong compared with historical patterns.** This reflects robust labour markets that so far have not been substantially affected by the slowing of the economy, increases in national minimum wages and some catch-up between wages and high rates of inflation. Beyond the near term, the expected economic slowdown in the euro area and uncertainty about the economic outlook are likely to put downward pressure on wage growth.

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

## Conventions used in the tables

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



# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	2.8	2.3	1.6	-0.4	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2	
2020	-3.1	-2.8	-11.0	-4.3	2.2	-6.1	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3	
2021	6.1	5.9	7.5	2.1	8.1	5.3	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6	
2021 Q4	1.7	1.7	1.6	1.2	1.4	0.5	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6	
2022 Q1	0.5	-0.4	0.7	-0.5	1.4	0.6	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1	
Q2	-0.4	-0.1	0.2	1.1	-2.6	0.8	9.7	6.4	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0	
Q3	.	0.7	-0.2	-0.2	.	0.3	10.3	7.2	8.3	10.0	2.9	.	9.3	
2022 June	.	.	.	.	.	.	10.3	6.5	9.1	9.4	2.4	2.5	8.6	
July	.	.	.	.	.	.	10.2	6.8	8.5	10.1	2.6	2.7	8.9	
Aug.	.	.	.	.	.	.	10.3	7.2	8.3	9.9	3.0	2.5	9.1	
Sep.	.	.	.	.	.	.	10.5	7.6	8.2	10.1	3.0	.	9.9	
Oct.	.	.	.	.	.	.	10.7	7.6	7.7	11.1	3.7	.	10.6	
Nov. <sup>3)</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	7.1	10.7	.	.	10.0	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports <sup>1)</sup>					
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.1	-4.2	-3.9
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.0	9.4	12.7
2021 Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.1	2.3	1.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.7	3.4	0.0
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	0.2	-0.2	0.6
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.5	0.8	-0.1	1.8
2022 June	53.8	52.3	53.7	53.0	55.3	52.0	52.9	54.0	50.1	0.2	-0.2	0.6
July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.7	0.9	2.5
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	1.2	-0.3	2.9
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.2	46.5	0.8	-0.1	1.8
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	.	.	.
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP													
	Total	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>				
	1	2	Private consumption	3	Government consumption	4	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	9	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>
							5	Total construction	Total machinery					
<i>Current prices (EUR billions)</i>														
2019	11,986.3	11,579.0	6,381.8	2,456.1	2,657.1	1,252.0	770.7	627.6	83.9	407.3	5,772.1	5,364.9		
2020	11,456.5	11,046.3	5,924.4	2,565.7	2,515.9	1,221.6	685.3	602.2	40.3	410.2	5,187.8	4,777.7		
2021	12,313.5	11,834.4	6,289.0	2,717.8	2,701.7	1,369.4	761.1	563.8	126.0	479.1	6,070.2	5,591.1		
2021 Q4	3,176.2	3,093.5	1,642.2	692.6	707.0	355.7	193.4	156.0	51.7	82.7	1,634.7	1,552.1		
2022 Q1	3,231.7	3,147.2	1,677.8	700.4	718.7	372.8	199.5	144.5	50.2	84.5	1,713.5	1,629.0		
Q2	3,292.0	3,226.7	1,725.1	707.8	741.6	383.9	207.1	148.6	52.1	65.4	1,826.7	1,761.3		
Q3	3,339.0	3,327.0	1,769.0	715.7	777.8	388.0	213.9	174.0	64.4	12.0	1,890.4	1,878.4		
<i>as a percentage of GDP</i>														
2021	100.0	96.1	51.1	22.1	21.9	11.1	6.2	4.6	1.0	3.9	-	-		
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>														
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>														
2021 Q4	0.5	1.4	-0.1	0.4	3.4	0.2	1.6	13.5	-	-	2.6	4.7		
2022 Q1	0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.7	2.1	1.5	-9.4	-	-	1.4	-0.7		
Q2	0.8	1.0	1.0	-0.1	0.9	-0.4	2.2	2.4	-	-	1.7	2.2		
Q3	0.3	1.5	0.9	0.1	3.6	-0.9	2.0	16.8	-	-	1.7	4.3		
<i>annual percentage changes</i>														
2019	1.6	2.4	1.4	1.7	6.9	3.3	1.8	23.0	-	-	2.8	4.8		
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.0	-6.2	-4.1	-11.6	-3.9	-	-	-8.9	-8.5		
2021	5.3	4.2	3.8	4.3	3.6	6.0	9.1	-7.5	-	-	10.5	8.3		
2021 Q4	4.8	5.0	5.9	2.6	2.0	1.7	1.5	3.0	-	-	8.3	9.2		
2022 Q1	5.5	5.6	7.9	3.0	3.6	4.3	1.9	4.5	-	-	8.7	9.3		
Q2	4.2	4.4	5.4	0.7	2.7	1.3	2.9	5.9	-	-	7.9	8.4		
Q3	2.3	3.5	1.7	0.4	7.4	1.0	7.5	23.0	-	-	7.7	10.8		
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>														
2021 Q4	0.5	1.3	-0.1	0.1	0.7	0.0	0.1	0.6	0.6	-0.8	-	-		
2022 Q1	0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.2	0.2	0.1	-0.5	-0.3	1.1	-	-		
Q2	0.8	0.9	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-	-		
Q3	0.3	1.4	0.4	0.0	0.8	-0.1	0.1	0.8	0.2	-1.1	-	-		
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>														
2019	1.6	2.3	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.2	-0.7	-	-		
2020	-6.1	-5.6	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-		
2021	5.3	4.2	2.0	1.0	0.9	0.7	0.6	-0.4	0.3	1.3	-	-		
2021 Q4	4.8	4.8	3.0	0.6	0.4	0.2	0.1	0.2	0.8	0.0	-	-		
2022 Q1	5.5	5.4	3.9	0.7	0.8	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	-	-		
Q2	4.2	4.2	2.7	0.2	0.6	0.2	0.2	0.3	0.7	0.1	-	-		
Q3	2.3	3.3	0.9	0.1	1.6	0.1	0.4	1.0	0.8	-1.1	-	-		

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2019	10,743.8	176.7	2,103.8	555.5	2,041.8	531.6	481.7	1,203.9	1,251.7	2,027.1	369.9	1,242.4
2020	10,326.3	175.3	1,994.3	543.8	1,794.2	544.5	483.1	1,207.7	1,200.5	2,060.3	322.7	1,130.2
2021	11,042.0	188.1	2,166.2	594.8	1,996.5	586.1	497.1	1,242.7	1,285.8	2,151.6	333.1	1,271.5
2021 Q4	2,836.8	50.0	555.3	152.0	536.6	149.6	124.8	312.9	330.8	540.3	84.4	339.4
2022 Q1	2,891.2	51.6	576.4	158.0	545.4	150.5	124.9	315.6	335.5	546.8	86.3	340.5
Q2	2,951.4	54.3	591.8	161.4	570.5	153.9	126.8	317.8	341.0	544.2	89.8	340.6
Q3	3,006.8	55.8	597.5	162.3	588.9	154.3	128.9	323.7	346.0	557.0	92.5	332.3
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.6	5.4	18.1	5.3	4.5	11.3	11.6	19.5	3.0	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q4	0.2	0.0	0.5	0.3	0.6	2.2	-0.2	0.5	0.9	-0.8	-2.5	3.1
2022 Q1	0.9	-0.9	0.5	2.4	0.9	0.7	0.0	0.9	1.0	0.9	2.0	-1.7
Q2	0.7	-0.7	0.6	-0.7	1.7	2.1	0.2	0.2	1.0	-0.6	4.3	1.9
Q3	0.7	0.3	0.7	-1.7	1.3	0.0	-0.3	-0.1	0.3	1.4	3.0	-2.7
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.5	0.9	0.5	0.8	2.5	5.6	0.6	1.3	1.9	1.1	1.7	1.9
2020	-6.0	0.2	-6.4	-5.7	-14.1	1.9	0.5	-0.9	-5.6	-2.8	-17.7	-6.9
2021	5.2	0.0	7.0	5.3	7.9	7.0	3.0	1.7	6.0	3.5	3.1	6.3
2021 Q4	4.7	-0.9	1.9	0.8	11.8	8.7	2.2	1.8	5.7	2.0	14.2	5.8
2022 Q1	5.3	-0.5	1.8	4.6	14.1	6.5	0.4	3.2	6.3	1.9	17.2	6.7
Q2	4.3	-1.7	2.1	1.6	11.0	6.9	0.4	2.4	5.1	0.8	16.2	3.8
Q3	2.5	-1.3	2.3	0.2	4.5	5.1	-0.4	1.6	3.3	0.8	6.8	0.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.9	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.7	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-
Q3	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.5	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.0	0.0	-1.3	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.4	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2021 Q4	4.7	0.0	0.4	0.0	2.0	0.5	0.1	0.2	0.7	0.4	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.4	0.3	2.4	0.3	0.0	0.4	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.3	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.0	0.3	0.6	0.2	0.5	-
Q3	2.5	0.0	0.5	0.0	0.8	0.3	0.0	0.2	0.4	0.2	0.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Employment <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
	1	Employees 2	Self-employed 3	Agriculture, forestry and fishing 4	Manufacturing, energy and utilities 5	Construction 6	Trade, transport, accommodation and food services 7	Information and communication 8	Finance and insurance 9	Real estate 10	Professional, business and support services 11	Public administration, education, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	85.9	14.1	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.0	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.3	-2.3	1.2	2.8	1.7	3.3	-0.3	1.9	1.2	1.3	0.5
2020	-1.5	-1.6	-1.2	-2.4	-2.0	0.5	-3.9	1.8	0.0	-0.2	-2.2	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.1	-0.2	-0.3	3.2	0.5	4.8	0.8	1.0	2.8	2.1	0.5
2021 Q4	2.4	2.7	0.3	-1.0	1.2	3.1	3.3	6.5	0.8	0.5	3.6	1.7	1.7
2022 Q1	3.0	3.3	1.1	-1.3	1.5	3.5	5.0	6.1	-0.2	2.4	4.3	1.7	3.0
Q2	2.6	2.9	0.6	-0.7	1.3	3.2	4.5	6.0	0.1	2.5	3.3	1.4	2.2
Q3	1.7	1.9	0.8	-1.7	1.4	3.0	1.6	6.0	-0.4	4.2	2.4	1.4	1.2
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.2	18.8	4.1	14.9	6.9	25.9	3.1	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	15.0	7.0	24.0	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.9	7.2	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.7	5.8
<i>annual percentage changes</i>													
2019	0.9	1.1	0.1	-3.2	0.6	2.8	1.2	2.9	0.6	2.0	1.0	1.0	-0.2
2020	-8.1	-7.4	-11.1	-3.2	-7.5	-6.5	-14.8	-1.7	-2.4	-6.0	-8.3	-2.2	-12.0
2021	5.5	5.3	6.6	0.6	4.5	8.9	6.7	7.5	2.9	6.4	7.3	3.7	5.2
2021 Q4	4.8	4.7	5.3	-1.6	2.1	3.6	11.0	6.8	0.6	2.8	5.6	0.8	8.1
2022 Q1	6.6	6.6	6.4	-2.0	2.5	4.7	16.1	6.2	-0.6	6.9	6.6	1.1	13.6
Q2	3.7	4.0	2.6	-2.0	1.0	2.5	9.9	5.1	-1.5	4.5	4.0	-0.3	7.3
Q3	2.5	2.8	1.0	-1.5	2.4	2.7	3.2	6.8	-0.3	6.2	3.5	1.2	3.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.4	-0.4	-0.3	-0.9	-0.6	-0.1	-0.5	-0.3	0.9	0.1	-0.3	-0.3	-0.7
2020	-6.6	-5.8	-10.1	-0.8	-5.6	-7.0	-11.3	-3.5	-2.3	-5.9	-6.2	-3.1	-9.2
2021	4.0	3.6	6.4	0.8	4.8	5.5	6.2	2.5	2.1	5.4	4.4	1.6	4.7
2021 Q4	2.3	1.9	5.0	-0.5	0.9	0.5	7.4	0.2	-0.2	2.3	1.9	-0.9	6.3
2022 Q1	3.4	3.2	5.2	-0.7	1.0	1.2	10.6	0.2	-0.4	4.4	2.2	-0.5	10.3
Q2	1.1	1.0	1.9	-1.3	-0.4	-0.7	5.2	-0.9	-1.7	2.0	0.7	-1.6	5.1
Q3	0.8	1.0	0.2	0.2	0.9	-0.3	1.6	0.8	0.1	1.9	1.1	-0.3	1.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
					Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2019	163.509	3.5	12.428	7.6	3.3	10.059	6.8	2.368	16.3	6.347	7.3	6.080	8.0	2.2
2020	160.959	3.5	12.833	8.0	3.0	10.281	7.0	2.552	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8
2021	163.320	3.4	12.633	7.7	3.2	10.181	6.8	2.452	16.8	6.432	7.4	6.202	8.1	2.4
2021 Q4	164.577	3.3	11.743	7.1	3.0	9.564	6.4	2.179	14.7	6.038	6.9	5.705	7.4	2.8
2022 Q1	165.440	3.3	11.339	6.9	2.9	9.213	6.1	2.126	14.2	5.736	6.5	5.603	7.2	3.1
Q2	166.103	3.1	11.026	6.6	2.7	8.814	5.8	2.213	14.4	5.538	6.3	5.488	7.1	3.2
Q3	.	.	11.033	6.6	.	8.727	5.8	2.306	15.0	5.518	6.2	5.515	7.1	3.2
2022 May	-	-	11.130	6.7	-	8.959	5.9	2.172	14.1	5.589	6.3	5.541	7.1	-
June	-	-	11.113	6.7	-	8.846	5.9	2.267	14.7	5.584	6.3	5.529	7.1	-
July	-	-	11.036	6.6	-	8.781	5.8	2.255	14.7	5.542	6.3	5.493	7.1	-
Aug.	-	-	11.050	6.7	-	8.737	5.8	2.312	15.0	5.516	6.2	5.534	7.1	-
Sep.	-	-	11.014	6.6	-	8.662	5.7	2.351	15.2	5.496	6.2	5.518	7.1	-
Oct.	-	-	10.872	6.5	-	8.546	5.7	2.326	15.0	5.394	6.1	5.478	7.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	Retail sales				Services turnover <sup>1)</sup>	New passenger car registrations						
	Total (excluding construction)	Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel								
	1	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods		Energy	2	3	4			5	6	7	8	9	10
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0					
annual percentage changes																		
2019	-0.7	-0.6	-2.6	0.0	1.4	-1.8	2.2	2.4	0.9	3.7	0.8	2.9	1.8					
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.3	-4.2	-4.4	-5.7	-0.8	3.8	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1					
2021	8.0	8.8	9.6	9.1	7.8	1.6	4.7	5.1	0.8	7.9	9.4	13.3	-3.1					
2021 Q4	0.2	0.1	2.2	-3.9	4.0	2.1	0.3	4.3	-0.7	6.8	14.2	16.9	-25.0					
2022 Q1	-0.3	-0.1	1.2	-5.0	5.7	-0.7	5.9	5.9	-1.6	11.3	12.6	.	-13.0					
Q2	0.4	0.7	-0.1	-0.2	2.4	-0.5	2.3	1.0	-2.8	2.8	7.9	.	-16.3					
Q3	1.7	2.1	-1.5	5.5	2.1	-1.4	1.9	-0.7	-1.6	-0.9	3.6	.	2.2					
2022 May	1.6	2.0	0.2	1.0	6.2	-1.9	2.9	1.1	-3.3	3.3	6.6	-	-17.4					
June	2.2	2.4	-0.3	8.0	-2.2	0.4	1.3	-2.9	-2.1	-4.0	1.9	-	-13.5					
July	-2.5	-2.6	-2.0	-5.0	-0.9	0.3	2.3	-0.8	-1.7	-0.9	2.2	-	-6.4					
Aug.	2.6	3.2	-0.5	7.9	2.0	-0.6	2.0	-1.4	-1.3	-2.3	4.8	-	4.4					
Sep.	5.1	6.1	-1.9	14.2	5.3	-4.0	1.0	0.0	-2.0	0.6	3.7	-	10.3					
Oct.	3.4	4.7	-2.9	9.2	9.2	-8.7	.	-2.7	-3.9	-2.6	2.5	-	14.9					
month-on-month percentage changes (s.a.)																		
2022 May	1.3	1.9	0.2	2.9	3.0	-3.5	0.3	0.0	-1.0	0.6	0.0	-	0.5					
June	0.9	0.7	-0.1	3.2	-4.2	1.0	-1.2	-1.0	0.0	-1.6	-0.9	-	0.5					
July	-2.0	-2.0	-1.0	-4.1	2.2	-0.5	0.3	-0.2	0.1	-0.2	0.9	-	1.3					
Aug.	1.6	1.7	-0.6	2.8	1.8	0.0	-1.0	0.0	-0.7	0.3	2.1	-	11.9					
Sep.	0.8	1.5	-0.7	2.0	2.5	-1.9	0.1	0.8	0.6	1.2	-0.7	-	7.4					
Oct.	-2.0	-2.2	-1.3	-0.6	-0.2	-3.9	.	-1.8	-1.5	-2.1	0.3	-	1.7					

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

1) Including wholesale trade.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.7	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q4	116.0	13.8	82.5	-7.6	9.9	3.0	16.8	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.1	11.8	82.5	-13.7	9.5	1.8	12.5	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
Q2	104.0	6.9	82.4	-22.4	5.5	-4.5	13.1	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
Q3	96.6	1.4	81.9	-26.9	2.8	-7.2	7.4	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
2022 June	103.2	6.9	-	-23.7	3.6	-5.2	13.4	-	52.1	49.3	53.0	52.0
July	98.6	3.3	82.3	-27.0	3.0	-7.1	9.7	91.0	49.8	46.3	51.2	49.9
Aug.	97.4	1.2	-	-24.9	3.5	-6.3	7.9	-	49.6	46.5	49.8	49.0
Sep.	93.7	-0.3	-	-28.7	1.8	-8.2	4.6	-	48.4	46.3	48.8	48.1
Oct.	92.7	-1.2	81.4	-27.5	2.6	-6.7	2.1	90.7	46.4	43.8	48.6	47.3
Nov.	93.7	-2.0	-	-23.9	2.3	-6.7	2.3	-	47.1	46.0	48.5	47.8

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13.2	93.1	2.0	2.5	3.9	6.0	3.6	47.8	24.2	75.2	2.1	7.8	2.0
2020	19.7	95.6	-0.1	4.1	-2.7	4.7	3.8	46.1	24.7	81.7	3.4	-12.2	2.3
2021	17.7	95.8	1.4	3.4	16.9	7.4	7.9	48.9	26.3	79.5	4.9	7.9	3.0
2021 Q3	18.9	96.1	0.7	3.9	14.6	7.7	7.2	48.9	26.8	79.4	4.2	12.9	2.3
Q4	17.7	95.8	0.7	3.4	15.8	7.4	7.9	48.9	26.3	79.5	4.9	14.3	3.0
2022 Q1	16.1	95.5	0.2	3.0	16.8	5.6	8.3	48.6	25.8	78.8	4.8	16.2	3.0
Q2	14.8	95.3	-0.4	2.7	16.1	2.9	8.1	48.3	24.2	77.3	4.7	-3.5	3.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

### 2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

(EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q4	1,185.9	1,152.7	33.2	650.3	619.1	279.4	246.4	216.4	205.5	39.7	81.7	60.3	46.9
2022 Q1	1,224.5	1,212.2	12.3	684.6	676.2	294.3	255.8	209.5	208.4	36.1	71.8	27.8	20.6
Q2	1,278.0	1,317.5	-39.6	717.8	746.9	305.2	267.3	214.4	219.5	40.6	83.9	110.3	11.8
Q3	1,320.5	1,376.3	-55.8	755.3	806.7	308.9	284.1	217.2	204.6	39.3	80.8	17.6	10.3
2022 Apr.	417.8	431.3	-13.5	233.0	242.8	100.5	88.3	70.5	72.8	13.8	27.5	6.7	4.5
May	427.4	443.5	-16.1	240.6	248.5	101.9	89.1	71.3	78.2	13.6	27.7	95.4	3.5
June	432.8	442.8	-10.0	244.3	255.6	102.8	89.9	72.6	68.6	13.1	28.7	8.1	3.7
July	432.9	453.7	-20.8	245.2	264.1	103.7	92.3	71.7	70.4	12.4	26.9	5.7	3.4
Aug.	442.3	469.2	-26.9	253.8	275.9	102.7	95.6	72.8	70.1	12.8	27.6	4.9	3.1
Sep.	445.4	453.4	-8.1	256.2	266.8	102.5	96.3	72.7	64.1	14.0	26.3	7.0	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Sep.	5,008.9	5,058.8	-49.9	2,808.0	2,848.9	1,187.7	1,053.7	857.5	838.0	155.7	318.1	216.0	89.6
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Sep.	38.4	38.8	-0.4	21.5	21.8	9.1	8.1	6.6	6.4	1.2	2.4	1.7	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items: Manu- facturing	Oil		
			Intermediate goods	Capital goods	Consump- tion goods		Intermediate goods	Capital goods	Consump- tion goods				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	12.1	32.9	637.0	323.3	116.1	186.6	524.3	656.2	403.5	97.8	148.3	450.8	72.0
2022 Q1	17.1	40.7	676.5	343.3	124.3	196.7	554.2	718.8	454.3	104.3	151.6	478.7	85.6
Q2	20.2	45.7	714.9	361.0	126.2	216.5	574.7	810.8	524.7	111.6	163.7	516.6	107.9
Q3	20.1	47.2	733.6	.	.	.	590.6	859.3	.	.	.	533.1	.
2022 Apr.	12.7	40.3	231.4	116.6	41.4	70.4	187.3	264.7	170.9	36.0	53.4	167.6	33.5
May	28.3	53.2	241.8	122.4	41.7	73.4	193.6	271.3	175.2	37.4	55.4	174.5	34.3
June	19.8	43.9	241.7	122.1	43.1	72.6	193.8	274.9	178.6	38.2	54.9	174.5	40.1
July	13.2	43.8	237.7	119.7	42.8	70.8	189.8	278.2	183.7	36.7	54.2	172.7	36.8
Aug.	23.9	53.5	245.9	123.8	44.7	73.2	198.4	293.5	191.5	40.1	57.5	182.7	32.9
Sep.	23.6	44.6	250.0	.	.	.	202.4	287.7	.	.	.	177.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	0.6	7.3	105.1	112.2	96.3	102.1	104.1	113.2	116.0	110.2	110.6	115.1	93.8
2022 Q1	2.4	10.0	106.2	111.4	101.8	103.7	105.7	114.9	117.6	115.1	110.6	118.0	93.0
Q2	2.6	11.0	106.9	110.5	100.3	109.0	105.7	121.0	123.9	120.7	115.7	123.0	95.1
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Mar.	-0.7	5.8	105.5	110.7	99.4	102.5	103.8	115.6	118.2	115.4	111.8	118.1	88.6
Apr.	-2.6	6.7	105.4	108.8	99.8	108.1	104.3	119.5	122.1	117.4	114.9	121.3	93.7
May	9.5	17.5	108.3	112.5	99.0	110.7	106.8	122.3	125.2	122.7	117.5	124.9	94.3
June	1.3	9.1	107.0	110.4	102.0	108.2	106.1	121.2	124.6	121.9	114.5	122.7	97.4
July	-3.6	8.9	104.2	107.5	100.4	104.1	103.3	118.8	123.0	115.1	111.7	120.0	.
Aug.	5.9	18.7	107.0	109.9	104.6	107.4	107.1	126.3	129.8	128.2	116.2	126.6	.

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2										
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.6	1.0	0.7	0.2	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.8	1.8	3.4	1.6	14.4	0.8	6.0	6.9
Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.4	3.4	4.2	1.2	7.1	1.0	8.2	7.1
Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.2	4.0	2.9	1.9	4.4	1.0	9.5	7.8
2022 June	117.0	8.6	3.7	12.5	3.4	0.8	1.3	1.5	0.5	3.4	-0.1	9.1	5.6
July	117.1	8.9	4.0	12.6	3.7	0.7	1.4	0.7	0.8	0.3	0.5	9.3	5.9
Aug.	117.9	9.1	4.3	13.1	3.8	0.6	1.2	1.0	0.7	0.3	0.3	9.4	7.2
Sep.	119.3	9.9	4.8	14.0	4.3	1.0	1.1	1.4	0.3	2.9	0.9	9.9	10.4
Oct.	121.0	10.6	5.0	15.1	4.3	1.4	1.2	1.6	0.5	6.2	0.4	10.6	11.1
Nov. <sup>3)</sup>	120.9	10.0	5.0	.	4.2	0.2	1.4	-0.3	0.3	-1.9	0.4	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2021 Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7	
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6	
Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7	
Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1	
2022 June	8.9	8.2	11.2	14.5	4.3	42.0	2.4	1.6	2.7	0.0	6.7	1.7	
July	9.8	9.4	11.1	14.3	4.5	39.6	2.6	1.8	3.7	-0.2	7.0	1.8	
Aug.	10.6	10.5	11.0	14.5	5.1	38.6	2.6	1.8	3.5	-0.2	7.2	1.9	
Sep.	11.8	11.5	12.7	15.3	5.5	40.7	2.7	1.9	5.7	-0.3	7.3	2.5	
Oct.	13.1	12.4	15.5	16.3	6.1	41.5	2.9	2.0	5.9	-0.7	7.3	2.7	
Nov. <sup>3)</sup>	13.6	13.6	13.8	.	6.1	34.9	.	.	.	.	.	.	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.



## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.9	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.6	8.1	0.8
2021 Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.7	9.5	3.3
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	10.1	9.8	3.3
Q2	149.3	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	.	7.5	95.4	12.1	9.3	0.0
Q3	163.2	41.1	17.7	14.7	20.1	7.8	14.0	.	8.6	107.9	.	.	.
2022 May	148.9	36.2	19.9	16.0	25.1	7.5	11.7	.	7.6	93.9	-	-	-
June	150.9	36.1	20.6	15.7	24.0	7.6	12.2	.	8.0	93.4	-	-	-
July	157.0	38.1	18.7	15.1	21.5	7.9	13.3	.	8.4	98.0	-	-	-
Aug.	164.9	43.4	17.5	14.6	20.0	7.8	14.0	.	8.6	117.3	-	-	-
Sep.	167.6	41.9	16.9	14.5	18.9	7.6	14.6	.	8.9	108.0	-	-	-
Oct.	162.8	30.8	16.1	14.0	17.4	7.5	15.3	.	9.3	65.8	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total								100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6		
2019	105.4	1.7	1.5	1.1	1.9	2.2	0.7	0.2	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.8	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.5	2.0	2.8	2.3	1.5	3.6	5.8	7.9	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q4	110.9	3.0	4.5	3.9	2.4	6.1	10.2	14.1	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2022 Q1	112.2	3.5	5.5	4.8	2.5	7.4	11.8	17.0	88.7	32.2	35.0	29.7	35.5	38.5	32.5
Q2	113.4	4.2	6.7	6.3	3.5	8.4	14.6	20.7	106.1	22.5	39.7	9.2	24.2	38.2	10.8
Q3	114.6	4.3	7.1	7.3	4.2	7.4	13.3	19.4	98.3	14.8	30.9	1.5	15.5	28.7	2.3
2022 June	-	-	-	-	-	-	-	-	113.7	17.2	37.6	1.6	18.4	34.7	2.8
July	-	-	-	-	-	-	-	-	106.9	11.8	30.8	-3.1	14.7	31.5	-1.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97.4	16.1	30.2	4.2	15.9	26.3	5.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	91.0	16.6	31.7	3.7	16.0	28.3	3.2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	94.5	10.7	25.3	-1.7	12.7	27.3	-1.9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89.3	6.2	12.3	0.5	5.9	11.0	0.0

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

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2019	4.4	7.4	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.4	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.5	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q4	46.3	41.9	19.6	36.5	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.8	49.1	23.6	39.2	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
Q2	55.1	56.2	28.5	48.9	71.6	84.0	78.0	74.8	64.4
Q3	45.9	54.2	27.4	40.7	76.4	74.3	74.9	67.1	61.8
2022 June	50.3	56.4	27.8	45.5	74.8	80.0	77.9	70.9	63.2
July	45.3	54.9	27.1	41.6	75.9	74.8	74.7	67.9	62.1
Aug.	43.7	53.1	26.5	38.5	77.0	71.7	72.5	65.9	59.9
Sep.	48.6	54.6	28.5	41.9	76.3	76.5	77.4	67.4	63.2
Oct.	44.8	56.4	30.4	44.8	77.2	72.0	76.9	66.1	62.7
Nov.	40.4	51.9	30.1	43.0	78.3	64.5	74.3	63.6	62.3

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2019	107.4	2.5	2.7	2.1	2.5	2.5	2.2
2020	110.5	2.9	3.5	1.1	2.6	3.7	1.8
2021	111.8	1.2	1.3	0.9	1.1	1.5	1.5
2021 Q4	119.3	2.5	2.2	3.5	2.6	2.2	1.6
2022 Q1	108.7	4.2	3.7	5.6	4.6	3.2	3.0
Q2	119.2	4.0	4.1	3.8	3.9	4.3	2.5
Q3	.	.	.	.	.	.	2.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Unit labour costs</b>												
2019	105.5	1.9	-0.5	2.1	4.0	0.6	0.9	1.5	3.5	2.4	2.7	2.4
2020	110.3	4.6	-1.3	2.7	5.6	7.4	0.3	-0.2	1.4	3.9	6.2	16.1
2021	110.4	0.0	3.4	-2.9	2.4	-1.4	2.2	0.7	4.4	1.2	0.6	1.4
2021 Q4	111.4	1.2	2.8	2.1	4.5	-1.0	1.6	2.8	3.7	1.8	1.2	-6.9
2022 Q1	112.6	2.0	2.4	4.0	3.0	-0.8	2.7	3.2	4.8	2.6	2.4	-4.7
Q2	112.9	3.0	4.6	3.4	5.6	1.6	1.9	4.3	5.8	3.8	3.5	-6.1
Q3	114.1	3.3	2.9	1.7	6.0	1.8	4.0	4.4	7.9	3.9	4.0	-0.5
<b>Compensation per employee</b>												
2019	107.5	2.2	2.8	1.3	1.9	1.5	3.3	2.5	2.8	3.0	2.4	3.6
2020	107.2	-0.3	1.4	-2.0	-0.9	-3.9	0.4	0.3	0.6	0.3	2.3	-1.4
2021	111.4	3.9	3.6	4.2	4.5	5.8	4.3	2.9	5.1	4.3	1.9	4.0
2021 Q4	113.2	3.5	3.0	2.9	2.2	7.1	3.6	4.2	5.0	3.8	1.6	4.5
2022 Q1	114.5	4.5	3.3	4.3	4.2	7.8	3.2	3.8	5.6	4.6	2.7	8.5
Q2	115.4	4.6	3.6	4.2	3.9	8.0	2.8	4.6	5.7	5.6	2.8	6.8
Q3	116.7	3.9	3.3	2.7	3.2	4.7	3.2	4.5	5.2	4.8	3.4	5.0
<b>Labour productivity per person employed</b>												
2019	101.9	0.2	3.3	-0.8	-2.0	0.8	2.3	0.9	-0.6	0.6	-0.2	1.1
2020	97.2	-4.6	2.7	-4.5	-6.2	-10.6	0.1	0.5	-0.8	-3.5	-3.7	-15.1
2021	100.9	3.8	0.2	7.3	2.0	7.3	2.0	2.2	0.7	3.1	1.3	2.6
2021 Q4	101.7	2.3	0.1	0.7	-2.2	8.2	2.0	1.4	1.3	2.0	0.4	12.3
2022 Q1	101.7	2.4	0.9	0.3	1.1	8.7	0.4	0.6	0.8	1.9	0.3	13.8
Q2	102.2	1.6	-1.0	0.7	-1.6	6.2	0.9	0.3	-0.1	1.8	-0.6	13.8
Q3	102.2	0.5	0.4	0.9	-2.7	2.9	-0.9	0.0	-2.5	0.9	-0.6	5.6
<b>Compensation per hour worked</b>												
2019	107.7	2.6	3.0	1.9	2.0	2.1	3.5	1.4	2.6	3.3	2.7	4.8
2020	114.1	5.9	3.7	3.4	5.4	7.2	3.2	2.1	5.5	6.3	5.2	6.4
2021	114.4	0.3	1.1	-0.3	-0.3	0.2	1.9	1.0	0.9	0.5	0.6	0.2
2021 Q4	116.0	1.6	1.0	2.3	2.2	0.3	3.7	4.9	2.6	2.2	2.6	0.0
2022 Q1	116.5	1.2	3.2	3.5	3.3	-2.5	3.1	4.2	3.1	2.0	3.3	0.1
Q2	116.8	3.6	4.9	4.5	5.3	2.1	4.0	6.2	4.7	4.7	4.6	2.7
Q3	118.5	2.9	3.2	1.6	2.9	2.5	2.7	4.1	4.0	3.3	3.6	3.6
<b>Hourly labour productivity</b>												
2019	102.6	0.7	4.3	-0.1	-1.9	1.3	2.6	0.1	-0.7	0.9	0.0	1.9
2020	104.8	2.1	3.5	1.2	0.8	0.8	3.7	2.9	5.5	2.9	-0.6	-6.5
2021	104.5	-0.2	-0.6	2.4	-3.3	1.1	-0.5	0.1	-4.5	-1.2	-0.2	-2.0
2021 Q4	104.9	0.0	0.7	-0.2	-2.7	0.7	1.8	1.6	-1.0	0.1	1.3	5.7
2022 Q1	104.2	-1.0	1.6	-0.7	0.0	-1.7	0.3	1.0	-3.5	-0.3	0.8	3.2
Q2	104.4	0.5	0.3	1.1	-0.9	1.0	1.7	2.0	-2.1	1.1	1.1	8.3
Q3	104.8	-0.2	0.2	0.0	-2.4	1.3	-1.6	-0.1	-4.4	-0.2	-0.3	3.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2019	-0.48	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2022 May	-0.58	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02
June	-0.58	-0.52	-0.24	0.16	0.85	1.97	-0.03
July	-0.51	-0.31	0.04	0.47	0.99	2.61	-0.02
Aug.	-0.08	0.02	0.39	0.84	1.25	2.95	-0.01
Sep.	0.36	0.57	1.01	1.60	2.23	3.45	-0.02
Oct.	0.66	0.92	1.43	2.00	2.63	4.14	-0.03
Nov.	1.37	1.42	1.83	2.32	2.83	4.65	-0.04

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022 May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47
June	-0.42	0.31	0.64	1.11	1.50	1.19	0.21	0.38	0.86	1.07	1.72	1.95
July	0.04	0.16	0.25	0.55	0.93	0.77	-0.30	0.09	0.27	0.44	1.05	1.44
Aug.	-0.19	0.66	1.08	1.36	1.57	0.91	-0.33	0.00	1.36	1.53	1.65	1.84
Sep.	0.67	1.54	1.67	1.95	2.13	0.59	-0.20	0.53	1.84	1.84	2.30	2.32
Oct.	1.08	1.93	1.92	1.98	2.24	0.31	-0.63	0.51	2.16	1.77	2.32	2.54
Nov.	1.46	2.02	2.04	1.96	1.99	-0.03	-1.13	-0.04	2.23	1.91	1.99	2.01

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022 May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8
June	399.6	3,587.6	929.8	235.5	165.6	113.4	153.0	693.6	694.0	350.4	293.7	833.3	3,898.9	26,958.4
July	390.4	3,523.3	866.4	238.1	170.9	104.4	142.4	683.1	692.9	335.4	294.7	841.0	3,911.7	26,986.7
Aug.	408.5	3,701.1	913.9	256.5	172.9	110.0	149.0	721.6	750.2	353.8	291.5	806.7	4,158.6	28,351.7
Sep.	382.4	3,466.2	857.4	237.7	163.2	104.7	149.3	660.3	670.9	335.8	274.9	746.8	3,850.5	27,419.0
Oct.	378.5	3,464.6	875.2	233.5	158.0	108.5	149.5	666.2	656.6	315.8	258.3	738.9	3,726.1	26,983.2
Nov.	414.2	3,840.0	958.6	253.4	165.1	119.8	165.4	733.5	745.1	346.5	274.1	781.3	3,917.5	27,903.3

Source: Refinitiv.

## 4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2021 Nov.	0.01	0.34	0.20	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.33	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan.	0.01	0.33	0.20	0.56	4.76	15.82	5.57	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33
Feb.	0.01	0.45	0.18	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38
Mar.	0.01	0.46	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr.	0.01	0.46	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.39	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61
May	0.00	0.45	0.20	0.64	4.80	15.85	5.87	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.06	1.78
June	0.00	0.45	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.15	2.51	1.68	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July	0.01	0.46	0.30	0.88	4.84	15.86	6.18	5.74	6.36	2.81	1.84	2.27	2.54	1.99	2.36	2.15
Aug.	0.01	0.70	0.40	1.02	4.97	15.89	6.67	5.91	6.51	2.96	2.07	2.44	2.63	2.08	2.49	2.26
Sep.	0.02	0.71	0.60	1.27	5.27	15.83	6.57	5.96	6.58	3.09	2.27	2.59	2.84	2.25	2.67	2.45
Oct. <sup>(a)</sup>	0.03	0.73	0.90	1.60	5.59	15.80	6.88	6.21	6.87	3.56	2.67	2.81	3.05	2.40	2.89	2.66

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021 Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38
Dec.	-0.05	-0.33	0.17	1.67	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.35
2022 Jan.	-0.05	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43
Feb.	-0.05	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.07	1.46	1.42
Mar.	-0.06	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr.	-0.05	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.45	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51
May	-0.06	-0.27	0.52	1.67	1.81	2.02	2.40	1.52	1.49	1.79	1.15	1.22	1.95	1.55
June	-0.05	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	0.00	0.04	1.20	1.78	1.90	2.44	2.78	1.69	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.79
Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.31	1.55	1.88	2.22	1.87
Sep.	0.05	0.70	1.79	2.23	2.48	2.91	3.24	2.31	2.55	2.45	2.31	2.34	2.38	2.40
Oct. <sup>(a)</sup>	0.09	0.92	1.91	2.54	2.98	3.52	3.62	2.75	3.02	2.74	2.45	2.75	2.81	2.72

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

### 4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1,500.3	429.8	141.1	53.0	96.3	833.1	719.4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,431.7	428.7	153.9	62.2	87.7	761.5	671.7	387.7	138.9	79.8	26.1	31.8	137.3	104.6
2022 June	1,381.3	413.8	158.4	57.8	104.8	704.4	620.8	448.5	150.7	119.0	52.6	48.6	130.2	86.3
July	1,349.3	422.8	161.5	61.6	104.2	660.8	600.3	510.2	199.6	121.6	56.8	55.4	133.7	87.5
Aug.	1,344.2	420.9	158.7	60.2	105.7	658.9	597.7	470.6	188.1	113.6	49.5	45.3	123.6	92.0
Sep.	1,360.8	448.6	140.9	48.4	102.3	668.9	602.4	557.0	218.3	133.1	56.7	65.5	140.0	104.1
Oct.	1,360.9	463.6	139.9	50.3	100.3	657.0	596.8	566.7	250.5	134.0	57.9	57.5	124.7	98.0
Nov.	1,376.2	482.6	130.6	44.6	93.3	669.7	621.7	585.4	263.9	137.0	59.8	45.5	139.0	119.8
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19,499.1	4,105.6	3,309.4	1,324.9	1,546.3	10,537.6	9,752.1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,067.5	4,190.2	3,562.6	1,329.7	1,590.5	10,724.3	9,903.3	317.0	66.2	82.9	32.0	24.1	143.8	130.4
2022 June	18,697.8	4,058.0	3,461.9	1,332.1	1,397.7	9,780.1	9,023.1	298.7	80.5	65.3	22.7	12.2	140.8	132.4
July	19,235.2	4,146.5	3,545.9	1,342.8	1,453.7	10,089.1	9,309.0	236.5	51.7	61.0	31.8	8.7	115.1	110.3
Aug.	18,652.4	4,044.0	3,492.0	1,335.4	1,411.5	9,704.9	8,952.2	190.1	53.4	43.3	10.5	8.5	85.0	79.0
Sep.	18,113.4	3,975.3	3,431.4	1,307.0	1,362.4	9,344.4	8,613.7	319.6	94.5	74.8	28.3	19.3	131.0	120.9
Oct.	18,243.1	4,011.9	3,472.7	1,300.7	1,362.7	9,395.7	8,669.8	333.8	78.4	73.5	24.3	12.6	169.4	161.3
Nov.	18,612.8	4,077.2	3,521.5	1,311.5	1,409.9	9,604.2	8,866.1	322.4	78.5	75.9	34.2	32.3	135.7	122.1

Source: ECB.

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

### 4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares							
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations				
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government									
							1					2	3	4	5
Outstanding amount															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1
2020	20,999.4	4,535.4	3,450.6	1,377.9	1,642.7	11,370.7	10,471.6	8,500.9	468.9	1,347.1	6,683.9	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0
2021	21,499.3	4,618.9	3,716.4	1,391.9	1,678.1	11,485.8	10,575.0	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0
2022 June	20,079.2	4,471.8	3,620.3	1,389.9	1,502.5	10,484.5	9,643.8	8,287.0	474.0	1,272.8	6,539.2	8,287.0	474.0	1,272.8	6,539.2
July	20,584.5	4,569.3	3,707.4	1,404.4	1,557.9	10,749.9	9,909.2	8,902.1	482.1	1,355.5	7,063.6	9,909.2	482.1	1,355.5	7,063.6
Aug.	19,996.6	4,464.9	3,650.7	1,395.6	1,517.2	10,363.8	9,549.8	8,483.2	475.5	1,311.1	6,695.6	9,549.8	475.5	1,311.1	6,695.6
Sep.	19,474.2	4,423.9	3,572.3	1,355.4	1,464.7	10,013.3	9,216.1	8,483.2	475.5	1,311.1	6,695.6	9,216.1	460.6	1,231.3	6,223.9
Oct.	19,604.0	4,475.5	3,612.7	1,351.0	1,463.0	10,052.8	9,266.6	8,469.5	506.9	1,292.0	6,669.9	9,266.6	506.9	1,292.0	6,669.9
Nov.	19,989.1	4,559.8	3,652.1	1,356.2	1,503.2	10,273.9	9,487.8	9,054.0	540.0	1,401.5	7,111.8	9,054.0	540.0	1,401.5	7,111.8
Growth rate <sup>1)</sup>															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 June	4.0	2.6	7.7	4.7	4.0	3.4	3.7	1.0	-0.2	3.3	0.7	1.0	-0.2	3.3	0.7
July	3.4	2.4	6.9	5.3	3.0	2.8	3.3	0.9	-0.4	3.3	0.5	0.9	-0.4	3.3	0.5
Aug.	3.5	2.4	7.0	4.4	3.4	2.8	3.2	0.8	-0.7	2.6	0.5	0.8	-0.7	2.6	0.5
Sep.	3.2	3.4	5.6	2.4	2.5	2.4	2.9	0.9	-0.9	2.3	0.7	0.9	-0.9	2.3	0.7
Oct.	3.3	4.5	3.7	0.8	1.6	2.9	3.4	0.9	-1.1	2.3	0.7	0.9	-1.1	2.3	0.7
Nov.	3.7	5.3	4.4	0.9	1.2	3.1	3.7	0.7	-1.3	1.8	0.6	0.7	-1.3	1.8	0.6

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2019	98.1	93.1	92.3	88.8	76.9	87.1	115.4	92.3	
2020	99.6	93.5	93.4	89.4	75.9	87.8	119.4	93.8	
2021	99.6	93.4	93.3	88.7	71.2	86.0	120.8	94.2	
2021 Q4	97.7	91.7	91.8	86.6	69.7	84.0	119.1	92.7	
2022 Q1	96.4	91.4	92.6	84.8	69.0	82.5	118.6	92.5	
Q2	95.6	90.3	93.2	83.4	67.1	80.9	116.4	90.1	
Q3	94.0	89.2	92.1	.	.	.	114.4	88.9	
2022 June	95.9	90.5	93.6	-	-	-	116.5	90.1	
July	94.1	89.1	92.0	-	-	-	114.6	88.8	
Aug.	93.6	88.7	91.7	-	-	-	114.1	88.6	
Sep.	94.2	89.7	92.6	-	-	-	114.5	89.2	
Oct.	94.8	91.0	93.3	-	-	-	115.4	90.5	
Nov.	95.9	92.4	94.4	-	-	-	117.1	92.2	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2022 Nov.	1.2	1.6	1.1	-	-	-	1.5	1.9	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2022 Nov.	-1.7	0.8	3.0	-	-	-	-1.4	-0.4	

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122
Q2	7.043	7.539	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
Q3	6.898	7.518	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
2022 June	7.073	7.525	24.719	7.439	396.664	141.569	4.647	0.858	4.9444	10.601	1.024	1.057
July	6.854	7.519	24.594	7.443	404.098	139.174	4.768	0.850	4.9396	10.575	0.988	1.018
Aug.	6.888	7.514	24.568	7.439	402.097	136.855	4.723	0.845	4.8943	10.502	0.969	1.013
Sep.	6.951	7.522	24.576	7.437	404.186	141.568	4.741	0.875	4.9097	10.784	0.964	0.990
Oct.	7.069	7.530	24.528	7.439	418.308	144.725	4.804	0.871	4.9259	10.950	0.979	0.983
Nov.	7.317	7.543	24.369	7.439	406.683	145.124	4.696	0.869	4.9142	10.880	0.984	1.020
				<i>Percentage change versus previous month</i>								
2022 Nov.	3.5	0.2	-0.6	0.0	-2.8	0.3	-2.2	-0.2	-0.2	-0.6	0.5	3.8
				<i>Percentage change versus previous year</i>								
2022 Nov.	0.3	0.3	-4.0	0.0	11.6	11.5	1.1	2.5	-0.7	8.3	-6.5	-10.6

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2021 Q3	31,263.5	31,402.4	-138.9	11,750.6	9,540.7	12,244.2	14,342.7	-95.7	6,362.0	7,519.0	1,002.4	15,727.6
Q4	32,242.9	32,211.0	31.9	11,943.4	9,754.8	12,864.4	14,684.3	-98.5	6,476.6	7,771.9	1,057.0	15,928.9
2022 Q1	32,216.0	32,024.2	191.8	11,986.7	9,892.1	12,340.0	13,991.7	-55.4	6,841.9	8,140.4	1,102.8	16,353.9
Q2	31,940.2	31,588.2	352.1	12,315.2	10,161.0	11,505.1	13,056.4	-16.6	7,014.5	8,370.8	1,122.1	16,462.2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q2	248.6	245.9	2.7	95.8	79.1	89.5	101.6	-0.1	54.6	65.1	8.7	128.1
<i>Transactions</i>												
2021 Q4	222.3	192.6	29.7	-7.5	-66.5	155.9	73.3	40.2	30.7	185.8	2.9	-
2022 Q1	367.5	372.8	-5.3	55.2	32.8	-16.1	34.9	-2.1	331.3	305.1	-0.9	-
Q2	-29.3	-48.3	18.9	59.0	-42.2	-114.7	-96.8	23.9	0.1	90.8	2.3	-
Q3	-53.2	-65.1	11.9	98.9	16.1	-191.8	-32.9	32.2	0.1	-48.3	7.4	-
2022 Apr.	-17.6	32.4	-50.0	11.4	16.8	-31.4	-58.3	32.9	-29.9	74.0	-0.6	-
May	67.0	20.7	46.3	86.3	-15.2	-55.0	-76.4	1.1	33.4	112.2	1.2	-
June	-78.7	-101.3	22.6	-38.7	-43.9	-28.3	37.9	-10.0	-3.4	-95.4	1.7	-
July	49.9	27.8	22.1	13.0	19.6	-22.5	-62.4	-1.1	59.0	70.6	1.6	-
Aug.	118.6	106.5	12.2	60.2	43.5	-33.4	51.0	10.7	78.9	11.9	2.2	-
Sep.	-221.7	-199.3	-22.4	25.7	-47.0	-135.8	-21.5	22.6	-137.8	-130.8	3.6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Sep.	507.3	452.1	55.2	205.7	-59.9	-166.6	-21.5	94.2	362.2	533.5	11.7	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Sep.	3.9	3.5	0.4	1.6	-0.5	-1.3	-0.2	0.7	2.8	4.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.



## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	1,224.4	7,718.3	8,942.7	1,067.9	2,363.9	3,431.8	12,374.4	79.5	521.9	2.6	604.0	12,978.4
2020	1,363.7	8,876.5	10,240.2	1,033.2	2,449.4	3,482.6	13,722.8	101.8	627.0	4.4	733.2	14,455.9
2021	1,469.7	9,784.0	11,253.8	925.7	2,506.4	3,432.1	14,685.9	118.0	647.5	21.7	787.2	15,473.1
2021 Q4	1,469.7	9,784.0	11,253.8	925.7	2,506.4	3,432.1	14,685.9	118.0	647.5	21.7	787.2	15,473.1
2022 Q1	1,520.4	9,925.8	11,446.3	936.6	2,519.3	3,456.0	14,902.2	123.2	591.2	44.7	759.1	15,661.3
Q2	1,528.0	10,054.8	11,582.8	973.9	2,529.6	3,503.6	15,086.4	115.9	609.1	64.6	789.7	15,876.0
Q3	1,538.1	10,177.5	11,715.5	1,180.8	2,551.8	3,732.6	15,448.2	120.4	598.0	49.5	767.9	16,216.1
2022 May	1,525.1	10,013.0	11,538.1	940.2	2,525.5	3,465.7	15,003.8	124.1	599.0	56.8	779.8	15,783.6
June	1,528.0	10,054.8	11,582.8	973.9	2,529.6	3,503.6	15,086.4	115.9	609.1	64.6	789.7	15,876.0
July	1,531.7	10,105.3	11,637.0	1,006.1	2,537.7	3,543.8	15,180.9	125.2	593.7	30.7	749.6	15,930.4
Aug.	1,536.4	10,186.1	11,722.5	1,032.7	2,546.8	3,579.5	15,302.0	123.7	595.5	38.4	757.7	16,059.7
Sep.	1,538.1	10,177.5	11,715.5	1,180.8	2,551.8	3,732.6	15,448.2	120.4	598.0	49.5	767.9	16,216.1
Oct. <sup>(p)</sup>	1,541.2	10,023.6	11,564.7	1,254.9	2,555.4	3,810.3	15,375.1	124.9	619.7	21.1	765.8	16,140.9
Transactions												
2019	58.2	604.4	662.6	-61.8	62.2	0.4	663.0	4.3	-5.1	-58.0	-58.9	604.1
2020	139.2	1,244.1	1,383.4	-28.7	86.3	57.6	1,440.9	19.6	111.0	1.3	131.9	1,572.9
2021	107.4	898.5	1,005.9	-118.4	66.7	-51.8	954.1	12.1	21.2	14.5	47.8	1,001.8
2021 Q4	25.4	171.8	197.2	10.1	13.6	23.7	220.9	-4.5	41.5	-8.2	28.8	249.7
2022 Q1	50.7	134.1	184.8	14.1	10.5	24.6	209.4	4.9	-56.2	23.0	-28.3	181.1
Q2	7.6	109.8	117.4	31.6	10.6	42.2	159.5	-8.6	18.0	17.0	26.4	185.9
Q3	10.1	111.7	121.8	164.5	21.9	186.4	308.2	2.6	-11.0	39.3	30.9	339.1
2022 May	4.8	48.3	53.1	-10.9	5.0	-5.9	47.2	7.2	0.8	-2.5	5.5	52.6
June	2.9	33.3	36.2	31.1	4.1	35.1	71.3	-8.8	10.2	6.3	7.7	79.0
July	3.7	39.5	43.3	28.6	8.0	36.6	79.9	8.3	-15.4	14.4	7.3	87.1
Aug.	4.7	87.4	92.1	24.9	9.0	33.9	126.0	-1.8	1.9	10.9	11.0	137.0
Sep.	1.7	-15.2	-13.5	110.9	4.9	115.9	102.4	-3.8	2.5	13.9	12.7	115.0
Oct. <sup>(p)</sup>	3.2	-148.6	-145.5	76.4	3.3	79.7	-65.8	4.9	21.7	-27.5	-0.9	-66.7
Growth rates												
2019	5.0	8.5	8.0	-5.5	2.7	0.0	5.7	5.6	-1.0	-	-8.9	4.9
2020	11.4	16.2	15.5	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.3	-	21.8	12.1
2021	7.9	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	6.9	12.0	3.4	367.6	6.5	6.9
2021 Q4	7.9	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	6.9	12.0	3.4	367.6	6.5	6.9
2022 Q1	9.4	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	71.0	0.6	6.3
Q2	7.8	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.6	-1.1	95.4	2.6	5.8
Q3	6.5	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.5	-1.3	367.1	7.8	6.3
2022 May	8.4	7.9	7.9	-3.7	1.8	0.3	6.1	10.5	-2.3	28.7	1.5	5.8
June	7.8	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.6	-1.1	95.4	2.6	5.8
July	7.4	6.7	6.8	6.3	2.1	3.3	5.9	3.8	-5.1	101.1	1.6	5.7
Aug.	7.1	6.8	6.8	10.8	2.3	4.6	6.3	3.6	-4.8	190.7	3.4	6.1
Sep.	6.5	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.5	-1.3	367.1	7.8	6.3
Oct. <sup>(p)</sup>	6.0	3.4	3.8	30.0	2.3	9.9	5.2	-8.0	-0.7	77.5	3.2	5.1

Source: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2019	2,480.7	2,068.0	255.5	150.5	6.6	7,044.9	4,399.9	491.7	2,152.4	0.9	1,023.4	216.1	464.4
2020	2,968.8	2,517.0	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,094.3	235.3	497.3
2021	3,234.7	2,810.2	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,235.0	227.8	546.3
2021 Q4	3,234.7	2,810.2	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,235.0	227.8	546.3
2022 Q1	3,268.6	2,839.5	289.1	129.7	10.3	8,187.2	5,478.3	358.0	2,349.8	1.0	1,263.9	231.7	553.5
Q2	3,303.4	2,857.6	304.4	130.6	10.8	8,252.4	5,538.1	354.0	2,359.6	0.7	1,316.9	231.3	570.3
Q3	3,382.7	2,852.2	388.4	133.3	8.8	8,371.0	5,620.1	369.9	2,380.0	1.0	1,481.0	243.9	551.9
2022 May	3,280.4	2,852.9	287.0	130.2	10.3	8,235.1	5,523.6	354.6	2,356.2	0.8	1,288.2	231.7	567.4
June	3,303.4	2,857.6	304.4	130.6	10.8	8,252.4	5,538.1	354.0	2,359.6	0.7	1,316.9	231.3	570.3
July	3,331.4	2,869.3	321.8	130.4	9.8	8,294.2	5,571.1	354.1	2,368.3	0.8	1,339.8	241.0	567.9
Aug.	3,387.3	2,899.2	347.4	132.5	8.2	8,330.3	5,596.6	357.0	2,375.8	0.8	1,367.6	237.5	566.5
Sep.	3,382.7	2,852.2	388.4	133.3	8.8	8,371.0	5,620.1	369.9	2,380.0	1.0	1,481.0	243.9	551.9
Oct. (p)	3,408.2	2,821.2	446.1	131.6	9.3	8,385.0	5,613.7	385.4	2,384.8	1.1	1,354.4	254.1	557.2
<b>Transactions</b>													
2019	148.4	166.0	-19.0	1.8	-0.4	396.2	361.4	-26.3	61.6	-0.5	26.5	9.2	28.7
2020	511.7	466.2	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	143.1	20.6	33.1
2021	252.0	277.0	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	145.2	-9.5	46.6
2021 Q4	69.0	68.7	5.0	-2.0	-2.7	68.0	67.6	-16.2	16.4	0.1	25.7	1.2	27.2
2022 Q1	28.3	24.4	-0.3	0.9	3.3	95.3	93.2	-10.6	12.4	0.3	28.4	4.1	7.5
Q2	22.4	8.9	12.5	0.8	0.2	62.9	57.9	-4.8	10.1	-0.3	42.1	-0.6	16.5
Q3	69.0	-11.8	80.5	2.7	-2.3	113.1	77.4	15.1	20.4	0.3	125.7	11.4	-18.5
2022 May	1.4	11.2	-11.3	0.7	0.7	29.3	26.1	-2.2	5.5	-0.2	9.4	4.6	5.1
June	17.6	0.9	15.9	0.3	0.4	15.8	13.4	-0.9	3.4	-0.1	23.5	-0.1	2.8
July	23.5	8.9	15.9	-0.2	-1.1	38.3	29.8	-0.2	8.6	0.1	16.1	8.8	-2.4
Aug.	54.1	29.0	24.8	2.1	-1.7	35.3	24.9	2.8	7.5	0.1	34.9	-3.5	-1.4
Sep.	-8.6	-49.7	39.8	0.8	0.5	39.4	22.6	12.5	4.2	0.1	74.7	6.1	-14.7
Oct. (p)	28.8	-29.1	58.9	-1.6	0.6	14.9	-5.3	15.8	4.4	0.1	-123.5	10.4	5.4
<b>Growth rates</b>													
2019	6.4	8.7	-6.9	1.2	-5.9	6.0	9.0	-5.1	2.9	-35.6	2.7	4.5	6.6
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	14.4	9.5	7.1
2021	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.2	-4.0	9.4
2021 Q4	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.2	-4.0	9.4
2022 Q1	6.9	8.7	-5.0	-4.2	39.8	4.6	7.1	-14.3	2.6	26.1	13.5	5.7	12.6
Q2	6.0	6.7	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	11.9	2.7	15.8
Q3	5.9	3.3	34.0	1.8	-15.2	4.2	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.4
2022 May	6.5	8.1	-4.4	-2.6	40.4	4.4	6.7	-13.2	2.4	-13.1	11.1	0.1	15.1
June	6.0	6.7	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	11.9	2.7	15.8
July	6.1	6.1	9.5	-0.9	16.4	4.2	6.1	-10.8	2.5	-4.5	11.9	5.7	13.3
Aug.	7.2	6.3	19.4	1.3	-18.5	4.2	5.8	-8.9	2.7	6.7	14.8	3.9	12.3
Sep.	5.9	3.3	34.0	1.8	-15.2	4.2	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.4
Oct. (p)	6.0	1.4	50.8	1.8	2.6	4.1	5.0	1.3	2.5	7.6	7.0	8.0	7.4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans <sup>2)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	4,649.0	988.6	3,648.7	13,851.6	11,442.4	11,830.2	4,473.1	5,930.8	888.6	149.8	1,560.1	849.2
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,324.9	11,912.9	12,291.7	4,706.6	6,132.9	906.7	166.8	1,547.5	864.5
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.5	12,332.2	12,716.4	4,861.4	6,373.6	937.4	159.7	1,582.3	888.1
2021 Q4	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.5	12,332.2	12,716.4	4,861.4	6,373.6	937.4	159.7	1,582.3	888.1
2022 Q1	6,550.9	1,001.6	5,546.6	15,018.2	12,561.3	12,699.2	4,915.7	6,472.2	1,020.1	153.3	1,587.9	869.0
Q2	6,502.9	1,000.6	5,478.2	15,180.6	12,788.4	12,926.3	5,020.4	6,552.7	1,051.7	163.6	1,561.3	830.9
Q3	6,359.9	1,002.3	5,333.3	15,417.5	13,047.0	13,181.9	5,165.8	6,612.6	1,107.5	161.2	1,545.9	824.6
2022 May	6,502.3	999.1	5,478.3	15,114.0	12,707.7	12,843.9	4,983.3	6,521.5	1,040.4	162.5	1,555.3	851.0
June	6,502.9	1,000.6	5,478.2	15,180.6	12,788.4	12,926.3	5,020.4	6,552.7	1,051.7	163.6	1,561.3	830.9
July	6,537.0	998.0	5,514.8	15,253.6	12,857.7	12,992.0	5,068.8	6,576.3	1,052.6	160.0	1,564.5	831.4
Aug.	6,426.8	998.3	5,404.3	15,320.4	12,941.5	13,073.2	5,132.8	6,595.7	1,060.0	153.0	1,548.9	830.0
Sep.	6,359.9	1,002.3	5,333.3	15,417.5	13,047.0	13,181.9	5,165.8	6,612.6	1,107.5	161.2	1,545.9	824.6
Oct. <sup>(p)</sup>	6,378.5	996.2	5,358.0	15,405.7	13,035.0	13,168.3	5,187.4	6,622.3	1,065.6	159.6	1,537.2	833.5
Transactions												
2019	-88.6	-23.3	-65.6	446.9	373.8	420.6	114.5	200.2	39.4	19.7	29.9	43.2
2020	1,039.9	13.5	1,026.3	734.0	535.3	556.1	287.6	209.3	21.2	17.1	170.6	28.2
2021	665.7	-0.4	675.7	559.9	472.0	505.4	176.0	261.8	44.3	-10.2	78.8	9.2
2021 Q4	185.3	-0.3	185.4	206.9	157.2	207.5	93.5	61.5	-11.9	14.1	57.7	-7.9
2022 Q1	100.4	4.3	96.1	197.4	192.6	186.5	46.3	71.8	80.3	-5.9	18.6	-13.9
Q2	68.7	-0.9	69.6	210.2	229.1	237.8	100.9	84.7	33.3	10.3	-14.0	-4.9
Q3	-36.4	1.9	-38.5	220.8	230.5	234.3	139.3	58.5	36.1	-3.2	-9.3	-0.5
2022 May	21.6	-3.0	24.6	59.8	88.1	76.8	36.3	30.9	18.2	2.8	-38.9	10.6
June	32.4	1.5	31.5	81.2	78.1	87.3	36.5	33.1	7.6	0.9	14.0	-10.9
July	-15.4	-2.7	-12.7	54.0	60.7	60.3	45.2	21.3	-1.5	-4.3	-5.0	-1.8
Aug.	-26.9	0.8	-27.7	85.0	92.3	92.0	63.8	19.4	16.1	-7.0	-8.4	1.1
Sep.	6.0	3.9	1.9	81.8	77.5	82.0	30.2	17.8	21.4	8.1	4.2	0.1
Oct. <sup>(p)</sup>	11.0	-6.0	17.0	-2.6	-5.1	-3.3	25.0	11.1	-39.7	-1.5	-5.4	7.9
Growth rates												
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.3	3.4	3.7	2.6	3.5	4.6	15.9	2.0	5.5
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.4	10.2	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	4.9	-4.6	5.2	1.0
2021 Q4	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	4.9	-4.6	5.2	1.0
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.6	-1.2	6.6	-1.7
Q2	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	6.0	4.6	13.6	7.8	5.0	-2.8
Q3	5.0	0.5	5.8	5.7	6.6	7.0	8.0	4.4	14.5	10.0	3.5	-3.0
2022 May	8.9	-0.2	10.7	4.8	5.3	5.7	5.1	4.5	11.9	2.3	4.8	-1.2
June	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	6.0	4.6	13.6	7.8	5.0	-2.8
July	7.0	-0.9	8.5	5.2	5.9	6.3	6.6	4.5	12.3	4.9	4.3	-2.7
Aug.	5.5	-0.5	6.7	5.6	6.4	6.8	7.8	4.4	13.8	-0.7	3.7	-3.0
Sep.	5.0	0.5	5.8	5.7	6.6	7.0	8.0	4.4	14.5	10.0	3.5	-3.0
Oct. <sup>(p)</sup>	4.6	0.8	5.3	5.2	6.2	6.5	8.1	4.2	10.7	3.2	1.2	-1.8

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	4,473.1	4,575.8	962.7	877.1	2,633.4	5,930.8	6,223.0	720.0	4,523.9	686.9
2020	4,706.6	4,828.7	893.8	1,009.1	2,803.6	6,132.9	6,402.6	700.7	4,725.1	707.1
2021	4,861.4	4,993.3	885.1	1,005.8	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	704.0
2021 Q4	4,861.4	4,993.3	885.1	1,005.8	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	704.0
2022 Q1	4,915.7	4,890.2	909.5	1,003.0	3,003.2	6,472.2	6,672.1	701.5	5,063.2	707.4
Q2	5,020.4	4,995.6	949.9	1,028.3	3,042.2	6,552.7	6,742.3	709.0	5,138.6	705.1
Q3	5,165.8	5,136.6	1,008.0	1,067.9	3,089.8	6,612.6	6,801.3	713.1	5,194.4	705.2
2022 May	4,983.3	4,952.0	936.3	1,017.2	3,029.8	6,521.5	6,723.0	706.0	5,108.5	707.0
June	5,020.4	4,995.6	949.9	1,028.3	3,042.2	6,552.7	6,742.3	709.0	5,138.6	705.1
July	5,068.8	5,041.3	962.2	1,042.0	3,064.6	6,576.3	6,763.4	711.3	5,159.5	705.4
Aug.	5,132.8	5,098.4	987.7	1,063.0	3,082.0	6,595.7	6,784.7	711.5	5,178.7	705.5
Sep.	5,165.8	5,136.6	1,008.0	1,067.9	3,089.8	6,612.6	6,801.3	713.1	5,194.4	705.2
Oct. <sup>(p)</sup>	5,187.4	5,153.5	1,006.5	1,077.4	3,103.6	6,622.3	6,812.9	715.3	5,201.7	705.3
<b>Transactions</b>										
2019	114.5	142.2	-11.7	44.7	81.6	200.2	216.8	40.9	168.5	-9.1
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	176.0	208.2	-1.5	2.7	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.8
2021 Q4	93.5	124.4	48.1	36.7	8.7	61.5	73.5	6.4	56.2	-1.2
2022 Q1	46.3	53.5	20.6	-3.2	28.9	71.8	80.5	5.1	65.0	1.7
Q2	100.9	106.6	40.5	22.6	37.7	84.7	74.6	7.5	75.7	1.5
Q3	139.3	139.7	55.4	39.6	44.3	58.5	58.5	4.0	55.3	-0.8
2022 May	36.3	30.4	14.5	5.3	16.5	30.9	26.7	3.1	27.1	0.6
June	36.5	48.1	13.3	10.1	13.1	33.1	22.2	2.1	30.1	0.8
July	45.2	44.3	11.1	13.2	20.9	21.3	19.6	2.3	20.7	-1.7
Aug.	63.8	58.8	26.6	21.6	15.5	19.4	21.4	-0.2	19.4	0.3
Sep.	30.2	36.6	17.7	4.7	7.8	17.8	17.6	1.9	15.2	0.6
Oct. <sup>(p)</sup>	25.0	24.0	-0.5	10.5	15.0	11.1	12.9	2.4	8.0	0.7
<b>Growth rates</b>										
2019	2.6	3.2	-1.2	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.2	0.3	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2021 Q4	3.8	4.3	-0.2	0.3	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022 Q1	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4	-0.2
Q2	6.0	6.9	14.1	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
Q3	8.0	8.9	19.6	9.9	4.0	4.4	4.4	3.3	5.1	0.2
2022 May	5.1	6.0	7.4	4.6	4.6	4.5	4.7	3.3	5.3	-0.1
June	6.0	6.9	14.1	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
July	6.6	7.6	15.5	7.5	3.8	4.5	4.5	3.5	5.3	-0.3
Aug.	7.8	8.7	18.8	9.7	4.1	4.4	4.5	3.3	5.3	0.0
Sep.	8.0	8.9	19.6	9.9	4.0	4.4	4.4	3.3	5.1	0.2
Oct. <sup>(p)</sup>	8.1	8.9	16.9	11.0	4.7	4.2	4.2	3.3	4.8	0.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	358.5	7,050.7	1,943.5	50.2	2,154.1	2,902.8	1,477.9	409.1	178.9	187.2
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	461.8	130.1	139.2
2021	762.6	6,883.4	1,837.3	37.1	1,997.3	3,011.6	1,372.5	401.3	118.8	136.8
2021 Q4	762.6	6,883.4	1,837.3	37.1	1,997.3	3,011.6	1,372.5	401.3	118.8	136.8
2022 Q1	740.2	6,882.4	1,848.2	35.9	1,988.7	3,009.7	1,361.1	353.8	153.0	164.4
Q2	757.5	6,801.3	1,843.8	31.6	2,008.5	2,917.3	1,313.5	437.7	159.3	157.3
Q3	642.5	6,782.4	1,801.9	31.3	2,096.4	2,852.9	1,319.1	544.4	142.9	145.8
2022 May	735.3	6,806.6	1,845.2	32.1	1,990.4	2,938.9	1,242.8	466.4	178.3	170.8
June	757.5	6,801.3	1,843.8	31.6	2,008.5	2,917.3	1,313.5	437.7	159.3	157.3
July	741.2	6,902.2	1,833.1	31.2	2,059.3	2,978.6	1,345.4	437.9	169.5	159.1
Aug.	649.5	6,827.0	1,813.2	31.9	2,080.4	2,901.6	1,362.0	427.0	154.6	145.7
Sep.	642.5	6,782.4	1,801.9	31.3	2,096.4	2,852.9	1,319.1	544.4	142.9	145.8
Oct. <sup>(p)</sup>	678.2	6,745.5	1,789.6	31.6	2,100.7	2,823.5	1,283.0	497.2	140.4	155.6
<b>Transactions</b>										
2019	-28.9	105.5	-5.8	-2.9	27.8	86.4	312.2	10.2	-2.7	-2.5
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.0	88.3	-59.6	122.3	-48.8	-48.0
2021	40.0	-37.1	-75.1	-5.0	-39.7	82.7	-115.8	-105.1	-11.3	-2.3
2021 Q4	65.7	4.9	-15.4	-1.5	3.4	18.5	-56.8	-15.1	-20.2	-9.2
2022 Q1	-19.0	-28.0	-19.5	-1.3	-25.0	17.8	-32.7	-131.0	34.0	34.7
Q2	17.2	19.8	-8.1	-4.2	-16.1	48.3	-61.0	4.9	7.6	-7.1
Q3	-115.0	-4.4	-47.0	-0.2	-2.4	45.2	-25.7	61.0	-16.4	-11.5
2022 May	-26.0	-12.8	-0.2	-3.4	-18.6	9.4	-57.0	-10.7	-1.1	-0.9
June	22.2	10.5	-3.2	-0.5	0.6	13.6	42.9	-44.8	-19.0	-13.5
July	-16.2	-2.7	-12.6	-0.4	-5.3	15.6	-4.2	33.9	10.2	1.8
Aug.	-91.7	-8.3	-20.6	0.7	4.6	7.0	30.6	-51.7	-14.9	-13.4
Sep.	-7.1	6.6	-13.8	-0.4	-1.7	22.5	-52.1	78.8	-11.7	0.1
Oct. <sup>(p)</sup>	35.7	-7.0	-11.6	0.1	16.7	-12.2	7.0	-53.5	-2.5	9.8
<b>Growth rates</b>										
2019	-7.4	1.5	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q4	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.8	-0.7	-4.0	-13.1	-2.0	2.3	-	-	20.1	31.9
Q2	12.2	0.0	-3.0	-21.2	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
Q3	-7.4	-0.1	-4.8	-18.7	-2.0	4.5	-	-	3.4	4.3
2022 May	4.9	0.1	-3.1	-21.0	-1.7	3.6	-	-	34.5	36.4
June	12.2	0.0	-3.0	-21.2	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
July	7.8	-0.1	-3.4	-21.0	-2.2	3.8	-	-	27.9	24.8
Aug.	-8.2	-0.1	-4.1	-18.4	-1.7	3.8	-	-	24.1	18.6
Sep.	-7.4	-0.1	-4.8	-18.7	-2.0	4.5	-	-	3.4	4.3
Oct. <sup>(p)</sup>	-8.0	-0.4	-5.0	-17.3	-2.1	3.9	-	-	1.0	10.1

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.0	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	-0.1	0.1	-0.1	-3.7
2021 Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.7
2022 Q1	-4.0	.	.	.	.	-2.5
Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.4

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46.5	46.0	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.5
2021	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	6.0	1.5	24.2	4.8
2021 Q3	46.7	46.0	12.9	13.0	15.3	0.7	52.8	48.1	10.4	5.9	1.4	24.5	4.7
Q4	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	5.9	1.5	24.2	4.8
2022 Q1	47.1	46.4	13.3	13.2	15.2	0.7	51.1	46.4	10.1	5.9	1.5	23.7	4.7
Q2	47.3	46.6	13.5	13.2	15.1	0.7	50.2	45.6	10.0	5.9	1.5	23.3	4.6

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86.0	3.1	13.8	69.0	48.3	32.6	37.6	8.2	77.8	16.1	28.3	41.5	84.5	1.5
2019	83.9	3.0	13.0	67.9	45.5	30.7	38.4	7.7	76.2	15.6	27.7	40.6	82.6	1.3
2020	97.0	3.2	14.2	79.7	54.4	39.1	42.6	11.1	85.9	18.9	31.0	47.2	95.4	1.7
2021	95.4	3.0	13.6	78.7	55.5	41.6	39.9	9.9	85.4	17.8	30.3	47.3	93.9	1.4
2021 Q3	97.3	3.0	13.9	80.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.4	3.0	13.6	78.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95.2	2.9	13.4	78.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94.2	3.0	13.3	77.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup>

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.4	9.5
2021	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2021 Q3	0.6	4.7	-1.1	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.6	-3.0	5.2
Q4	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2022 Q1	-4.4	2.5	0.4	0.8	0.5	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.4	-7.3	4.4
Q2	-3.7	1.4	0.8	1.1	0.9	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.4	-5.8	3.6

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

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

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

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
												1	2
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	1.8	1.2	-0.2	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2021 Q3	14.5	13.2	4.4	1.3	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5
Q4	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022 Q1	14.7	13.4	5.0	1.3	0.3	8.0	1.5	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4
Q2	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
2022 May	14.5	13.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	0.0	0.5
June	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
July	14.3	13.0	4.6	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.7	0.2	0.5
Aug.	14.5	13.3	4.7	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.1	1.9	1.7	0.3	0.3
Sep.	14.1	12.8	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Oct.	14.4	13.1	3.8	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.1	1.9	1.9	0.7	0.5

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.9	-10.1	-9.0	-9.5	-5.8	
2021	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.5	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q3	-7.0	-4.3	-3.8	-3.1	-9.7	-7.7	-8.0	-7.9	-4.8	
Q4	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2022 Q1	-5.5	-2.9	-1.8	-0.1	-5.0	-5.4	-5.1	-6.4	-0.1	
Q2	-4.3	-1.9	-0.4	0.1	-2.3	-4.5	-4.0	-5.3	1.3	
Government debt										
2018	99.9	61.3	8.2	63.0	186.4	100.4	97.8	134.4	98.1	
2019	97.6	58.9	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	134.1	90.4	
2020	112.0	68.0	18.5	58.4	206.3	120.4	115.0	154.9	113.5	
2021	109.2	68.6	17.6	55.4	194.5	118.3	112.8	150.3	101.0	
2021 Q3	111.9	68.6	19.1	57.4	201.6	121.9	115.4	154.2	106.5	
Q4	109.2	68.6	17.6	55.4	193.3	118.3	112.8	150.3	101.1	
2022 Q1	109.0	67.4	17.2	53.2	188.4	117.4	114.6	152.1	102.1	
Q2	108.3	67.2	16.7	51.4	182.1	116.1	113.1	150.2	95.2	
Government deficit (-)/surplus (+)										
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.5	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.2	0.6	1.8	0.6	0.1	0.6	-1.2	-0.9
2020	-4.3	-7.0	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.5
2021	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2021 Q3	-5.8	-3.6	-0.2	-7.9	-3.6	-8.2	-3.9	-6.1	-5.4	-4.3
Q4	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2022 Q1	-5.2	0.0	0.6	-7.8	-1.5	-3.5	-1.6	-3.6	-4.8	-2.0
Q2	-3.6	1.0	0.6	-6.9	0.1	-1.4	0.2	-3.0	-3.8	-1.4
Government debt										
2018	37.0	33.7	20.9	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.4	64.9
2019	36.5	35.8	22.4	40.7	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	53.3	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.8
2021	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2021 Q3	42.3	44.6	25.5	56.2	52.8	83.6	129.1	79.5	60.4	73.8
Q4	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2022 Q1	41.7	39.8	22.6	57.4	50.7	83.4	124.8	74.7	61.6	72.1
Q2	41.6	39.6	25.4	55.1	50.9	82.7	123.4	73.5	60.3	71.6

Source: Eurostat.



© Evropska centralna banka, 2023

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 14. december 2022.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka QB-BP-22-008-SL-N (pdf)