



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 8 / 2023



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	7
2 Gospodarska aktivnost	13
3 Cene in stroški	21
4 Gibanja na finančnih trgih	28
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	34
6 Javnofinančna gibanja	43
Okvirji	46
1 Razmere na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA in odzivi svetovnih trgov na ameriško denarno politiko	46
2 Geopolitično tveganje in cena nafte	52
3 Potencialni proizvod v času začasnih šokov na strani ponudbe	57
4 Denarna politika in nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih	63
5 Merjenje dohodka gospodinjstev	68
6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 2. avgusta do 31. oktobra 2023	76
7 Neto obrestni prihodki gospodinjstev in podjetij	83
8 Denarna dinamika v ciklu zaostrovanja	88
Članek	96
1 Central bank money settlement of wholesale transactions in the face of technological innovation	96
Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 14. decembra 2023 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Inflacija se je v zadnjih mesecih sicer znižala, vendar bo v bližnji prihodnosti verjetno zopet začasno porasla.¹ Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se bo inflacija tekom leta 2024 predvidoma postopoma zniževala, preden se bo leta 2025 približala 2-odstotni ciljni ravni Sveta ECB. Gledano v celoti strokovnjaki Eurosistema pričakujejo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 5,4% v letu 2023, 2,7% v letu 2024, 2,1% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. To v primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje pomeni popravek navzdol za leto 2023 in še posebno za leto 2024.

Osnovna inflacija se je nadalje znižala. Domači cenovni pritiski vseeno ostajajo povišani, predvsem zaradi močne rasti stroškov dela na enoto proizvoda. Strokovnjaki Eurosistema pričakujejo, da bo inflacija brez energentov in hrane v povprečju znašala 5,0% v letu 2023, 2,7% v letu 2024, 2,3% v letu 2025 in 2,1% v letu 2026.

Pretekli dvigi obrestnih mer se še vedno intenzivno prenašajo v gospodarstvo. Strožji pogoji financiranja zavirajo povpraševanje, kar prispeva tudi k zniževanju inflacije. Strokovnjaki Eurosistema pričakujejo, da bo gospodarska rast v bližnji prihodnosti umirjena. Zatem bo gospodarstvo predvidoma okrevalo zaradi vse višjih realnih dohodkov – k čemur bo prispevalo zniževanje inflacije in naraščanje plač – in zaradi vse boljšega zunanega povpraševanja. Strokovnjaki Eurosistema tako predvidevajo, da se bo gospodarska rast okrepila z 0,6% v povprečju leta 2023 na 0,8% v letu 2024 ter na 1,5% v letih 2025 in 2026.

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

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

Ključne obrestne mere ECB so glavno orodje pri določanju naravnosti denarne politike. Svet ECB je na seji 14. decembra 2023 tudi sklenil, da bo pospešil

¹ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 13. december 2023.

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

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju se je v tretjem četrtletju 2023 rahlo skrčilo, in sicer predvsem zaradi zmanjšanja zalog. Gospodarsko aktivnost bodo v bližnji prihodnosti verjetno zavirali strožji pogoji financiranja in umirjeno zunanje povpraševanje. Obeti so še posebno slabi v gradbeništvu in predelovalnih dejavnostih, tj. sektorjih, ki so najbolj na udaru višjih obrestnih mer. V prihodnjih mesecih se bo predvidoma umirila tudi aktivnost v storitvenih dejavnostih. K temu bodo prispevali prelivanje posledic šibkejših aktivnosti v industriji, vse manjši vpliv ponovnega odpiranja gospodarstva ter vse širši učinki strožjih pogojev financiranja.

Trg dela še naprej podpira gospodarstvo. Stopnja brezposelnosti je oktobra znašala 6,5%, zaposlenost pa se je v tretjem četrtletju povečala za 0,2%. Obenem s šibkejšim gospodarstvom slabi povpraševanje po delavcih, saj so podjetja v zadnjih mesecih objavila manj prostih delovnih mest. Poleg tega se je skupno število opravljenih delovnih ur v tretjem četrtletju rahlo zmanjšalo (za 0,1%), čeprav je več ljudi imelo zaposlitev.

Po decembrskih projekcijah razpoložljivi kratkoročni kazalniki nakazujejo, da bo gospodarska aktivnost v zadnjem četrtletju 2023 ostala šibka. Vseeno pa se bo rast po pričakovanjih krepila od začetka leta 2024 dalje, ko se bo realni razpoložljivi dohodek povečal – k čemur bodo prispevali zniževanje inflacije, močna rast plač in vztrajna zaposlenost – in bo rast izvoza dohitela izboljšano zunanje povpraševanje. Zaostrovanje denarne politike ECB in neugodni pogoji kreditiranja se še naprej prenašajo v gospodarstvo in vplivajo na kratkoročne gospodarske obete. Ti zaviralni dejavniki bodo pozneje v obdobju projekcij predvidoma popustili, kar bo podpiralo rast. Gledano v celoti se bo povprečna letna realna rast BDP po pričakovanjih upočasnila s 3,4% v letu 2022 na 0,6% v letu 2023, nato pa bo okrevala na 0,8% v letu 2024 in se v letih 2025 in 2026 stabilizirala na ravni 1,5%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti za rast BDP za obdobje 2023–2024 popravljeni rahlo navzdol zaradi najnovejših objavljenih podatkov in slabih anketnih podatkov, medtem ko so za leto 2025 nespremenjeni.

Ker energetska kriza popušča, bi morale vlade še naprej odpravljati s tem povezane ukrepe pomoči. To je bistveno, da ti ukrepi ne bodo krepili srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi katerih bi bila potrebna še bolj restriktivna denarna politika. Javnofinančne politike bi morale biti zasnovane tako, da povečajo produktivnost gospodarstva v euroobmočju in postopno zmanjšajo visok javni dolg. S strukturnimi reformami in naložbami v povečanje ponudbenih zmogljivosti v euroobmočju, ki bi jih podprlo celovito izvajanje programa »EU naslednje generacije«, je mogoče

zmanjšati cenovne pritiske v srednjeročnem obdobju, hkrati pa pospeševati zeleni in digitalni prehod. V ta namen je pomembno hitro doseči dogovor o reformi okvira ekonomskega upravljanja v EU. Poleg tega je nujno, da se pospeši napredek v smeri unije kapitalskih trgov in dokončanje bančne unije.

Inflacija

Inflacija se je oktobra in novembra 2023 zniževala in novembra medletno upadla na 2,4%, kot kaže Eurostatova prva objava. Znižanje je bilo prisotno v vseh skupinah. Inflacija v skupini energentov se je nadalje znižala in inflacija v skupini hrane je ravno tako upadla, vendar na splošno ostaja relativno visoka. Decembra 2023 bo inflacija verjetno porasla zaradi navzgor delujočih baznih učinkov pri cenah energentov. Leta 2024 strokovnjaki Eurosistema pričakujejo, da se bo inflacija zniževala počasneje zaradi dodatnih navzgor delujočih baznih učinkov ter postopnega odpravljanja preteklih javnofinančnih ukrepov, katerih cilj je bil omejiti posledice energetskega cenovnega šoka.

Inflacija brez energentov in hrane se je oktobra in novembra znižala za skoraj celo odstotno točko in novembra upadla na 3,6%. K temu so prispevali vse boljše razmere na strani ponudbe, vse manjši učinki preteklega energetskega šoka ter vpliv bolj zaostrene denarne politike na povpraševanje in moč podjetij pri oblikovanju cen. Stopnja inflacije v skupinah blaga in storitev se je znižala na 2,9% oziroma 4,0%.

Vsa merila osnovne inflacije so se oktobra zmanjšala, vendar so domači cenovni pritiski ostali povišani predvsem zaradi močne rasti plač skupaj z upadanjem produktivnosti. Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se večinoma gibljejo okrog 2%, pri čemer so se nekateri tržni kazalniki nadomestila za inflacijo spustili s povišanih ravni.

Po decembrskih projekcijah se bo temeljni proces dezinflacije predvidoma nadaljeval kljub pričakovanemu začasnemu zvišanju inflacije. Na trgu dela bo kljub določenemu ohlajanju po projekcijah še vedno pomanjkanje ustrezne delovne sile, zato naj bi nominalna rast plač tudi zaradi kompenziranja visoke inflacije v preteklosti ostala visoka. Vseeno se bo rast plač v obdobju projekcij po pričakovanjih umirila, ko se bodo postopno zmanjševali navzgor usmerjeni pritiski, ki izhajajo iz kompenziranja inflacije. Dobiček se je v letu 2022 izrazito povečal, vendar naj bi v obdobju projekcij oslabil in blažil stroške dela. Gledano v celoti se bo skupna inflacija ob oceni, da bodo srednjeročna inflacijska pričakovanja ostala zasidrana na ravni 2-odstotnega inflacijskega cilja ECB, predvidoma znižala s 5,4% v letu 2023 na povprečno 2,7% v letu 2024, 2,1% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila inflacija za leti 2023 in 2024 popravljena navzdol predvsem zaradi nižjih od pričakovanih najnovejših podatkov in nižjih predpostavk o cenah energetskih surovin, medtem ko je za leto 2025 nespremenjena.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so še vedno nagnjena navzdol. Rast bi lahko bila nižja, če bodo učinki denarne politike močnejši, kot se pričakuje. Gospodarsko rast v euroobmočju bi lahko zaviralo tudi šibkejše svetovno gospodarstvo ali nadaljnja upočasnitev svetovne trgovinske menjave. Ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu sta glavna vira geopolitičnih tveganj. To bi lahko povzročilo zmanjšanje zaupanja med podjetji in gospodinjstvi glede prihodnosti. Gospodarska rast bi bila lahko višja, če bi se ob vse višjih realnih dohodkih potrošnja povečala bolj, kot je pričakovano, ali če bi svetovno gospodarstvo raslo močnejše, kot je pričakovano.

Med tveganji navzgor usmerjenih pritiskov na inflacijo so povečane geopolitične napetosti, ki bi lahko v bližnji prihodnosti povzročile porast cen energentov, ter ekstremni vremenski pojavi, ki bi lahko potisnili cene hrane navzgor. Inflacija bi bila lahko višja od pričakovane tudi v primeru, da bi se inflacijska pričakovanja premaknila nad ciljno raven Sveta ECB oziroma če bi se plače ali profitne marže povečale bolj, kot je pričakovano. Nasprotno bi bila lahko inflacija nižja od pričakovane, če bi denarna politika bolj zavrla povpraševanje, kot je pričakovano, ali če bi se gospodarsko okolje v tujini nepričakovano poslabšalo, morebiti deloma zaradi nedavnega povečanja geopolitičnih tveganj.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se od zadnje seje Sveta ECB o denarni politiki, ki je potekala 26. oktobra 2023, opazno znižale ter se nahajajo pod obrestnimi merami v projekcijah strokovnjakov. Restriktivna denarna politika Sveta ECB se še naprej intenzivno prenaša v splošne pogoje financiranja. Posojilne obrestne mere so se oktobra zopet zvišale, in sicer na 5,3% za posojila podjetjem in na 3,9% za hipotekarna posojila.

Kreditna dinamika je nadalje oslabilila zaradi višjih posojilnih obrestnih mer, umirjenega povpraševanja po posojilih in zaostrene ponudbe posojil. Posojila podjetjem so se oktobra medletno zmanjšala za 0,3%. Posojila gospodinjstvom so ravno tako ostala umirjena, saj so medletno porasla za 0,6%. Ob šibkejšem kreditiranju in zmanjševanju Eurosistemove bilance se je široki denar – merjen z denarnim agregatom M3 – še naprej krčil. Oktobra se je medletno zmanjšal za 1,0%.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Banke v euroobmočju so se izkazale za odporne. Imajo visoke kapitalske količnike in so v zadnjem letu postale precej bolj dobičkonosne. Obeti za finančno stabilnost vseeno še naprej ostajajo nestabilni v sedanjem okolju vse strožjih pogojev financiranja, šibke gospodarske rasti in geopolitičnih napetosti. Razmere bi se lahko še poslabšale, če bi se stroški financiranja za banke povečali bolj, kot je pričakovano, in če bi imeli posojilojemalci težave z odplačevanjem posojil. Obenem naj bi bil širši vpliv takšnega scenarija na gospodarstvo omejen, če se bodo finančni trgi urejeno odzvali. Makrobonitetna

politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti, medtem ko sprejeti ukrepi prispevajo k ohranjanju odpornosti finančnega sistema.

Sklepi o denarni politiki

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

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

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

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

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

Zaključek

Svet ECB je na seji 14. decembra 2023 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%. Na podlagi sedanje ocene Svet ECB meni, da so ključne obrestne mere ECB na ravni, na kateri bodo, če jo bo ohranjal dovolj dolgo, znatno prispevale k čimprejšnji vrnitvi inflacije na ciljno raven. Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB določene na dovolj restriktivni ravni tako dolgo, kot bo potrebno za čimprejšnje znižanje inflacije. O ustreznih ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov.

Svet ECB namerava zmanjševati portfelj v okviru programa PEPP v drugi polovici leta 2024 ter končati ponovno investiranje v okviru tega programa ob koncu leta 2024.

V vsakem primeru je Svet ECB v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil vrnitev inflacije na ciljno raven v srednjeročnem obdobju ter ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

1 Zunanje okolje

Svetovno gospodarstvo je v letu 2023 po ocenah raslo z zmerno, a vztrajno hitrostjo, ki sta jo narekovala močna zasebna potrošnja in podpora odpornih trgov dela. V letu 2024 se bo svetovna gospodarska rast po projekcijah rahlo upočasnila, kar odraža predvsem učinke zaostrovanja denarne politike v razvitih gospodarstvih. V primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB ostajajo obeti za svetovno rast v decembrskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema večinoma nespremenjeni, saj se še vedno pričakuje, da bo svetovno gospodarstvo v obdobju projekcij raslo po stopnji, ki je nižja od dolgoročnega povprečja. Svetovna trgovinska menjava se bo po skromnih gibanjih v letu 2023 v preostalem obdobju projekcij predvidoma ponovno okrepila in rasla bolj ali manj skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila rast svetovnega uvoza in zunanjega povpraševanja euroobmočja za leto 2023 popravljena navzgor, in sicer predvsem zato, ker so bili rezultati v drugem in tretjem četrtletju boljši od pričakovanih. Kljub temu je bila v primerjavi s septembrskimi projekcijami rast zunanjega povpraševanja v preostalem obdobju projekcij popravljena navzdol. Izvozne cene konkurentov euroobmočja (v nacionalnih valutah) so po ocenah v drugem četrtletju 2023 strmo upadle, ker so se cene surovin še naprej zniževale in so pritiski iz domačih in tujih proizvodnih verig popuščali. Po projekcijah se bodo začele v obdobju projekcij te cene postopno zviševati in konvergirati k dolgoročni povprečni stopnji rasti.

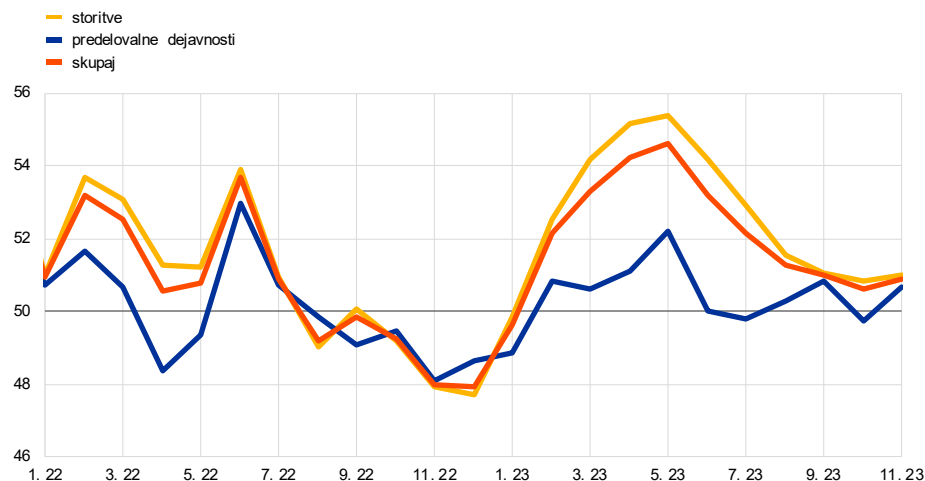
Leta 2023 je bila svetovna gospodarska rast zmerna, a vztrajna ob močni zasebni potrošnji in odpornih trgih dela. Svetovno gospodarsko aktivnost so podpirala nastajajoča tržna gospodarstva, vključno s Kitajsko, med razvitimi gospodarstvi pa ZDA.² V ZDA sta trdno domače povpraševanje in močan trg dela ustvarjala močno rast kljub precejšnjemu zaostrovanju denarne politike. Na Kitajskem sta odprava pandemičnih omejitev na začetku leta in širše okrevanje zasebne potrošnje kompenzirala šibka gibanja v stanovanjskem sektorju. Za velika gospodarstva kaže večina najnovejših podatkov mešano sliko. Medtem ko se je rast realnega BDP v tretjem četrtletju okrepila tako na Kitajskem kot tudi v ZDA, je v Združenem kraljestvu stagnirala, na Japonskem pa se je skrčila, v obeh državah zaradi visoke inflacije, ki zavira gospodarsko aktivnost in potrošnjo. Svetovni realni BDP se bo v četrtem četrtletju po pričakovanih rahlo zmanjšal, saj bodo dosedanja spodbujevalni dejavniki popuščali, kot napoveduje tudi najnovejši svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost. Po šestih zaporednih mesecih zniževanja se je sestavljeni indeks PMI novembra večinoma stabiliziral in ostaja v območju rasti. Kar zadeva gibanja po posameznih sektorjih, podatki PMI kažejo, da ostaja v predelovalnih dejavnostih aktivnost umirjena, saj se indeks še vedno giblje okrog nevtralnega praga. Obenem se zdi, da v storitvenih dejavnostih zagon rasti po pandemiji popušča, saj se je PMI v drugi polovici leta vztrajno zniževal in se novembra stabiliziral rahlo nad nevtralnimi pragom (graf 1).

² Ker v tem delu obravnavamo gibanja v svetovnem okolju, je euroobmočje izključeno iz vseh svetovnih in/ali globalnih agregatnih gospodarskih kazalnikov.

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2023.

Svetovno gospodarstvo bo v obdobju projekcij predvidoma raslo po stopnji, ki je nižja od zgodovinskega povprečja. V letu 2024 se bo svetovna gospodarska

rast po projekcijah rahlo upočasnila (na 3,1% s 3,3% v letu 2023), kar odraža predvsem zapoznele učinke zaostrovanja denarne politike v razvitih gospodarstvih. Obeti za rast v razvitih gospodarstvih so bili v decembrskih projekcijah nekoliko prilagojeni. Za ZDA je bila rast realnega BDP popravljena navzgor, saj nedavna gospodarska odpornost nakazuje mehkejši pristanek in bolj umirjeno zniževanja inflacije. Za Združeno kraljestvo se pričakuje, da se bo gospodarstvo izognilo recesiji, vendar je bila rast za leti 2024 in 2025 popravljena navzdol, da se upoštevajo šibkejši podatki in vpliv zaostrovanja denarne politike ob visoki inflaciji. Za nastajajoča azijska gospodarstva in Kitajsko so obeti ostali večinoma nespremenjeni. Na Kitajskem se bo gospodarska rast v obdobju projekcij po pričakovanih postopno upočasnjevala, k čemur bodo največ prispevali strukturni dejavniki, kot je staranje prebivalstva. Svetovno gospodarstvo bo po projekcijah v letih 2025 in 2026 še naprej raslo po stopnji 3,2%, kar ostaja pod zgodovinskim povprečjem za obdobje 2012–2019, ki znaša 3,6%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila svetovna realna rast BDP za leti 2023 in 2024 popravljena navzgor, in sicer obakrat za 0,1 odstotne točke.

Ker se vzorci potrošnje po pandemiji vračajo v normalno stanje, bo rast svetovne trgovinske menjave v letu 2023 predvidoma ostala šibka, zatem pa naj bi okrevala.

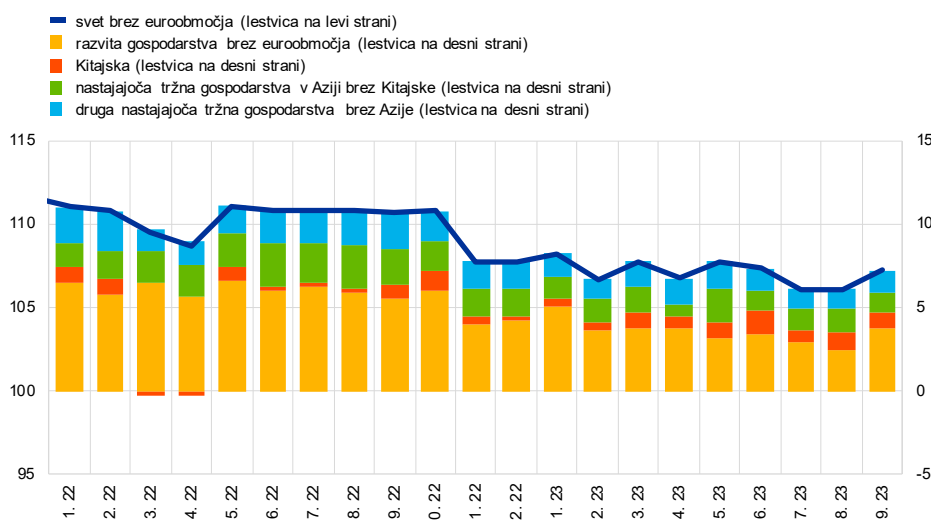
Medletna rast trgovinske menjave je zaradi negativnega učinka prenosa v letu 2023 ocenjena na 1,1%, vendar se že od drugega četrtletja 2023 kažejo znaki izboljšanja. Šibko rast trgovinske menjave na medletni ravni je mogoče pojasniti z dejstvom, da svetovna gospodarska rast zaradi svoje strukture manj spodbuja trgovinsko menjavo, ker ima potrošnja večji delež v domačem povpraševanju in ker k rasti več prispevajo nastajajoča tržna gospodarstva, ki imajo manjšo trgovinsko elastičnost. Rast trgovinske menjave je letos zaviralo tudi okrevanje potrošnje storitev, ker so bile odpravljene še zadnje omejitve zaradi

pandemije COVID-19. V obdobju projekcij bo svetovna trgovinska menjava predvidoma postopno okrevala in začela rasti bolj skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo, ko bodo podjetja začela obnavljati zaloge, vzorci zasebne potrošnje pa se bodo vrnili k blagu. To je skladno z najnovejšimi podatki o svetovni blagovni menjavi, ki se je septembra vrnila k pozitivni rasti, potem ko je prejšnja dva meseca stagnirala (graf 2). Svetovna trgovinska menjava se bo v letih 2024 in 2025 po projekcijah obakrat povečala za 3,0%, v letu 2026 pa za 3,2%, kar je popravek navzdol v primerjavi s septembrskimi projekcijami (za –0,2 odstotne točke v letu 2024 in –0,3 odstotne točke v letu 2025). Popravek je bil potreben, ker smo spremenili oceno, kako hitro se bo elastičnost svetovne trgovinske menjave vrnila na pričakovano dolgoročno vrednost. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2024 povečalo za 2,6%, v letu 2025 za 2,9% in v letu 2026 za 3,1%. Tudi to pomeni popravek navzdol za leti 2024 in 2025 (za –0,4 oziroma –0,1 odstotne točke) v primerjavi s prejšnjim krogom projekcij.

Graf 2

Svetovna rast uvoza blaga (brez euroobmočja)

(prispevki na indeksni ravni, december 2019 = 100)



Viri: CPB in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki so za september 2023.

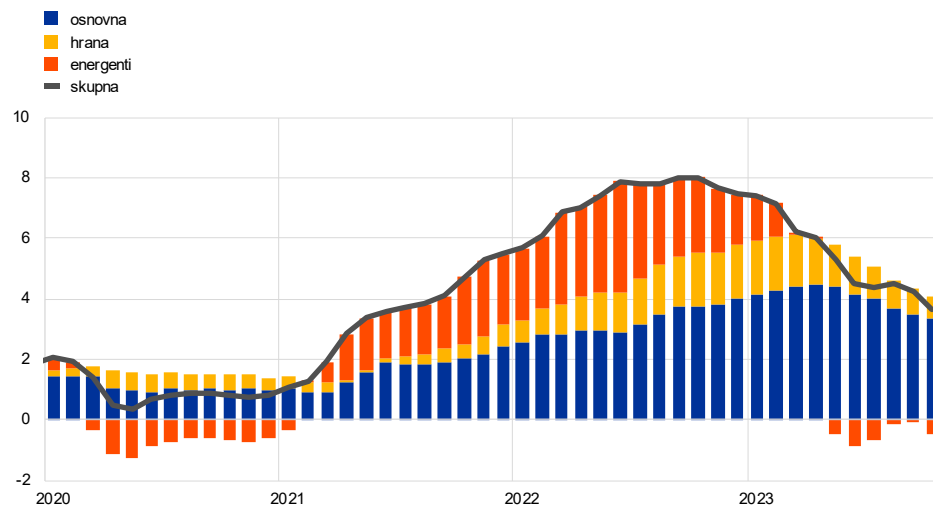
Čeprav osnovna inflacija ostaja visoka, se svetovna skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), še naprej znižuje, k čemur prispevajo nižje cene energentov in hrane. Skupna inflacija se je v državah OECD oktobra znižala na 5,6% (s 6,2% v septembru), kar je posledica manjšega prispevka energentov in v manjši meri hrane. Osnovna inflacija (brez hrane in energentov) se je znižala nekoliko manj, na 6,5% (s 6,6% v septembru). Medletna inflacija ostaja zelo visoka v Turčiji, čeprav se je oktobra nekoliko umirila na 72% (s 75% v septembru). Brez Turčije se je skupna inflacija znižala na 3,6%, s 4,2% v septembru, osnovna inflacija pa na 4,2% s septembrskih 4,4% (graf 3). Izvozne cene konkurentov euroobmočja so po ocenah v drugem četrtletju 2023 upadle na raven, ki je nižja od dolgoročne povprečne stopnje rasti, ker so se cene surovin še naprej zniževale in so pritiski iz domačih in tujih proizvodnih verig popuščali. Po projekcijah

se bodo ob prelomu leta te cene ponovno zvišale, saj bodo njihovo rast manj zavirale cene surovin, ki se znižujejo.

Graf 3

Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: Agregat OECD izključuje Turčijo in je izračunan s uporabo letnih uteži indeksa cen življenjskih potrebščin OECD. Osnovna inflacija pomeni inflacijo za vse postavke razen hrane in energentov. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Cene surove nafte so se od septembrskih projekcij zaradi ohlajanja svetovnega povpraševanja znižale.

Po podatkih Mednarodne agencije za energijo je povpraševanje po nafti v Evropi v tretjem četrletju upadlo za približno 0,8 milijona sodov na dan, v zadnjem času začelo pa je začelo upadati tudi v ZDA. Pešajoče povpraševanje v razvitih gospodarstvih je nevtraliziralo pritiske na rast cen, ki so izhajali iz treh dejavnikov, namreč iz vztrajno močnega povpraševanja po nafti na Kitajskem, iz odločitve držav OPEC+, da obstoječe prostovoljne omejitve proizvodnje podaljšajo do prvega četrletja 2024 in jih povečajo še za 0,9% svetovne ponudbe, ter iz tveganj glede ponudbe, ki so posledica konflikta na Bližnjem vzhodu. Znižale so se tudi evropske cene plina, saj je povpraševanje na začetku ogrevalne sezone ostalo pod zgodovinskim povprečjem. Tudi nedavna tveganja za dobavo zaradi zaprtja izraelskega plinskega polja, motenj v delovanju plinovoda med Finsko in Estonijo ter možnosti nadaljnjih stavk na terminalih za utekočinjeni zemeljski plin v Avstraliji so bila razrešena in so jih finančni trgi izločili iz cen plina. Vseeno ni mogoče popolnoma izključiti nadaljnje volatilnosti na trgu s plinom, saj so cene še vedno občutljive na šoke na strani ponudbe, do kakršnih je prihajalo tekom leta 2023.

Svetovni pogoji financiranja so v primerjavi s septembrskimi projekcijami nihali, na koncu pa so se v vseh razvitih gospodarstvih rahlo ublažili.

Na začetku obravnavanega obdobja (od 14. septembra do 13. decembra 2023) so se pogoji financiranja v vseh razvitih gospodarstvih precej zaostri, saj so se zaradi večje negotovosti glede prihodnjih kratkoročnih obrestnih mer povečale premije za tveganje, kar je navzgor pognalo donosnost dolgoročnih državnih obveznic. Vendar pa se je to zaostrovanje več kot vrnilo na izhodiščno raven, ko se je izkazalo, da je

bila inflacija v več jurisdikcijah nekoliko nižja od pričakovane, poleg tega pa so nekatere centralne banke ublažile ton svojih sporočil o tem, ali bo potrebno nadaljnje zviševanje obrestnih mer. V ZDA so se pričakovanja glede denarne politike premaknila navzdol, ocene tveganj pa so se izboljšale, saj so tržni udeleženci zaradi vztrajne, a vedno počasnejše gospodarske rasti pričakovali, da se bo inflacija še nadalje znižala. Na splošno so se cene bolj tveganih sredstev gibale skladno z nihanji obrestnih mer in obdobje končale nekoliko višje, kot so ga začele.

Ameriška gospodarska rast je bila v letu 2023 bolj odporna, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah, vendar se bo v bližnji prihodnosti verjetno upočasnila, saj bo bolj restriktivna denarna politika omejevala potrošnjo, trg dela pa bo postajal ohlapnejši. Realni BDP se je v tretjem četrletju 2023 medčetrletno povečal za 1,3% (5,2% medletno), kar je posledica živahne zasebne potrošnje, odboja zasebnih naložb v zaloge in močne državne potrošnje. Visokofrekvenčni kazalniki, kot sta kupovanje s kreditnimi karticami in prodaja v trgovini na drobno, nakazujejo, da se je v četrtem četrletju zasebna potrošnja upočasnila. Poleg tega bosta oktobrski iztek moratorija za odplačevanje študentskih posojil in strmo zmanjšanje presežnih prihrankov dodatno obremenila finančno stanje gospodinjstev. Po pričakovanjih se bo gospodarska rast začela ponovno izboljševati v drugi polovici leta 2024. Oktobra je skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, upadla na 3,2% (0,5 odstotne točke manj kot septembra), predvsem zaradi zniževanja cen energentov, medtem ko se je medletna osnovna inflacija rahlo znižala na 4,0% (0,1 odstotne točke manj kot septembra). Inflacija v skupini storitev (razen stanovanjskih) se je od začetka letošnjega leta sicer znižala, vendar je oktobra ostala visoka na ravni tik pod 4%, medtem ko osnova inflacija tako za blago kot tudi za storitve še vedno ostaja na poti navzdol.

Na Kitajskem najnovejši kazalniki kažejo, da se je gospodarska aktivnost kljub šibki dinamiki v nepremičninskem sektorju stabilizirala. V tretjem četrletju 2023 se je realna rast BDP medčetrletno odbila na 1,3%, kar je nad tržnimi pričakovanji. K povečanju je največ prispevala močna zasebna potrošnja, medtem ko se je krčenje nepremičninskih naložb še naprej poglobljalo, čeprav počasneje kot v prejšnjih mesecih. Mesečni kazalniki industrijske proizvodnje in prodaje v trgovini na drobno so oktobra nadaljevali okrevanje. Potrošnja gospodinjstev je oktobra pozitivno presenetila, zlasti za nakupe avtomobilov in potovanja, kar je sovpadlo s kitajskim praznikom zlati teden. Po drugi strani sta proizvodnja in potrošnja blaga in storitev, ki sta tesno povezani z nepremičninskim trgom, še naprej beležili upočasnjeno rast, kar kaže, da se v kitajskem gospodarstvu nadaljuje okrevanje dveh hitrosti. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je oktobra vrnila v negativno območje. Na medletni ravni je skupna inflacija oktobra upadla za 0,2%, potem ko je septembra ostala nespremenjena. Ta upad je povzročil predvsem močnejši padec cen hrane, zlasti 30,1-odstotno medletno znižanje cen svinjine, ki se bodo zaradi presežne ponudbe svinjine predvidoma še naprej zniževale. Zaradi gibanja cen hrane ter šibkega domačega in zunanjskega povpraševanja bodo inflacijski pritiski verjetno ostali oslavljeni.

Na Japonskem je gospodarsko okrevanje v tretjem četrletju 2023 zastalo, vendar se pričakuje, da se bo rast v četrtem četrletju vrnila v pozitivno

območje. Realni BDP se je v tretjem četrtletju 2023 skrčil za 0,7% medčetrtno, kar je več, kot je bilo pričakovano, in odraža predvsem negativen prispevek zalog in šibko domače povpraševanje ter do določene mere vpliv visoke inflacije na realne dohodke. Ker obstajajo znaki zmernega odboja realne potrošnje, se pričakuje, da se bo realni BDP v četrtem četrtletju vrnil k pozitivni, čeprav skromni rasti. Tako skupna kot tudi osnovna inflacija sta se oktobra zvišali ob trdnem temeljnem zagonu cen. Medletna skupna inflacija se je zvišala s 3,0% na 3,3%, k čemur je največ prispevalo dejstvo, da so se cene energentov znižale manj kot v prejšnjem obdobju, medtem ko se je rast cen hrane nekoliko umirila. Medletna osnovna inflacija (brez hrane in energentov) je oktobra znašala 2,7% (0,1 odstotne točke več kot septembra), kar odraža malenkost hitrejšo rast cen osnovnih proizvodov in trdno rast inflacije v skupini storitev.

V Združenem kraljestvu pretekle zaostritve denarne politike vse bolj zavirajo potrošnjo gospodinjstev in zasebne naložbe. Realna gospodarska rast se je v tretjem četrtletju 2023 ustavila, saj je šibkejše domače povpraševanje izravnalo izrazito pozitiven prispevek izvoza storitev. Pešajoče domače povpraševanje kaže, da pretekle zaostritve denarne politike vse bolj vplivajo na gospodarstvo. Podatki so še naprej mešani, saj se je prodaja v trgovini na drobno zmanjšala, sestavljeni indeks PMI pa je bil na splošno umirjen (čeprav se je novembra ponovno dvignil nad nevtralni prag), medtem ko se drugi kazalniki zaupanja podjetij že dolgo izboljšujejo, realni dohodki gospodinjstev pa naraščajo. V prihodnjih četrtletjih bo gospodarska aktivnost zaradi restriktivne javnofinančne in denarne politike predvidoma ostala skromna. Po pričakovanjih se bo okrepila proti koncu leta, pri čemer je bo podpiralo nadaljnje okrevanje realnih plač. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je oktobra izrazito znižala na 4,6%, potem ko je septembra znašala 6,7%, saj je prispevek cen energentov postal negativen. Osnovna inflacija je s septembrskih 6,1% upadla na 5,7%, k čemur je prispevalo znižanje tako v skupini blaga kot tudi v skupini storitev. Kljub temu se pričakuje, da se bo v prihodnje inflacija zniževala bolj postopno, saj bo v skupini storitev inflacija predvidoma ostala povišana zaradi še vedno hitre rasti plač.

2 Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju je v drugi polovici leta 2023 dodatno oslabilo, ker so gospodarsko aktivnost zavirali oslabiljeno zaupanje, predhodna izguba konkurenčnosti, obnovljene geopolitične napetosti in strožji pogoji financiranja. Realni BDP, ki se je v prvi polovici leta le malenkostno povečal, se je v tretjem četrtnetju predvsem zaradi upada zalog rahlo zmanjšal. Na ravni posameznih sektorjev se industrijska proizvodnja od zadnjega četrtnetja 2022 zmanjšuje, čeprav na predelovalne dejavnosti nekoliko spodbudno vpliva odpravljanje prejšnjih zaostankov pri naročilih, medtem ko je aktivnost v storitvenih dejavnostih še naprej pozitivno prispevala k rasti tudi v tretjem četrtnetju. Medtem se je zaposlenost v tretjem četrtnetju še naprej povečevala, čeprav se je skupno število opravljenih delovnih ur ob vztrajnem kopičenju delovne sile rahlo zmanjšalo. Iz najnovejših podatkov za zadnje četrtnetje 2023 je razvidno, da bo rast verjetno še naprej umirjena, dinamika na trgu dela pa naj bi se upočasnila. Če ne bo dodatnih šokov, naj bi se dinamika rasti na začetku leta 2024 začela krepiti kljub nadaljnjim zaviralnim vplivom neugodnih pogojev financiranja na aktivnost, ki pa naj bi sčasoma popustili. Poleg tega naj bi vse nižja inflacija prispevala k zviševanju realnega dohodka, rast izvoza pa naj bi dohitela izboljšano tuje povpraševanje.

Take obete na splošno kažejo makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih decembra 2023 pripravili strokovnjaki Eurosystema, po katerih naj bi medletna realna rast BDP leta 2023 upadla na 0,6%, nato pa naj bi se v letu 2024 povečala na 0,8% ter v letih 2025 in 2026 na 1,5%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje so bili obeti za rast BDP v letih 2023 in 2024 popravljeni rahlo navzdol, za leto 2025 pa ostajajo nespremenjeni.

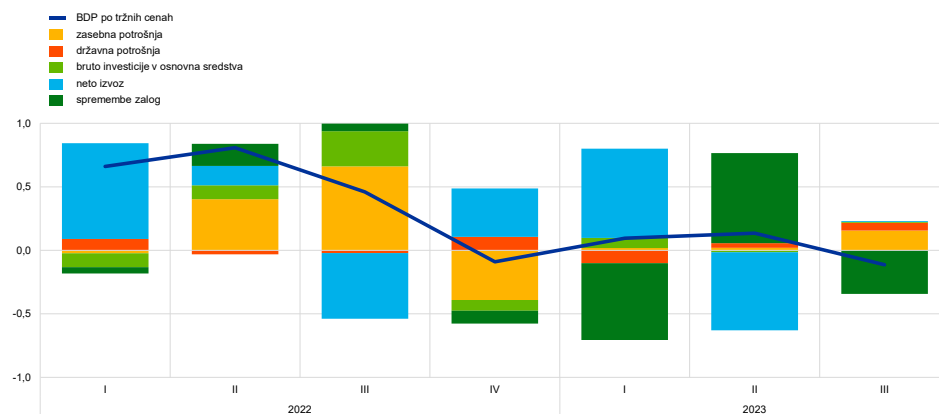
Gospodarstvo v euroobmočju se je v tretjem četrtnetju 2023 rahlo skrčilo.

Realni BDP se je v tretjem četrtnetju medčetrtnetno zmanjšal za 0,1%, ker so spremembe zalog, ki so bile delno posledica izničenja močnega kopičenja zalog v drugem četrtnetju, zavirale rast (graf 4). Zasebna potrošnja je po dveh četrtnetjih stagnacije v tretjem četrtnetju dosegala zmerno rast, pri čemer je k rasti BDP pozitivno prispevala tudi potrošnja države, čeprav manj. Rahlo pozitivni prispevek naložb prikriva nasprotje med nadaljnjim zmanjševanjem gradbenih naložb in še vedno pozitivno rastjo negradbenih naložb. Prispevka izvoza in uvoza sta se med seboj večinoma izravnala. Iz razčlenitve dodane vrednosti je razvidno, da so se razlike med sektorji ohranile tudi v tretjem četrtnetju, pri čemer se je aktivnost v storitvenih dejavnostih skromno povečala, v vseh drugih sektorjih, zlasti v predelovalnih dejavnostih, pa se je 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 2023.

Gospodarska aktivnost je v zadnjem četrletju 2023 predvidoma ostala šibka. Iz podatkov o industrijski proizvodnji za oktober je razvidno, da se je gospodarska aktivnost v predelovalnih dejavnostih zmanjšala tudi v zadnjem četrletju. Najnovejši anketni podatki, ki so na voljo za obdobje do novembra, kažejo, da se je aktivnost v zadnjem četrletju zmanjšala v vseh sektorjih. To je posledica še naprej šibke aktivnosti v predelovalnih dejavnostih in večje upočasnitve aktivnosti v storitvenih dejavnostih, ki so pred tem vztrajno rasle. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se je znižal še bolj pod prag rasti (50) in pod povprečje iz tretjega četrletja, čeprav se je v novembru rahlo zvišal glede na oktobrsko raven, kar bi lahko pomenilo, da je negativni trend dosegel dno. Indeks PMI za predelovalne dejavnosti ostaja globoko v območju krčenja, saj se je prejšnja podpora, ki je izvirala iz izboljšanja dobavnih verig, očitno izčrpala, zaostanki pri izpolnjevanju naročil se zmanjšujejo, nova naročila pa še naprej upadajo (graf 5, slika a). Šibka gospodarska aktivnost se, čeprav manj izrazito, kaže tudi v storitvenih dejavnostih, kjer kazalnika PMI o poslovni aktivnosti in novih poslih od avgusta ostajata pod pragom rasti (graf 5, slika b). Kazalnik Evropske komisije o gospodarski klimi se je v oktobru in novembru znižal še nekoliko bolj pod povprečje iz tretjega četrletja, k čemur je prispevalo manjše zaupanje med potrošniki in podjetji, čeprav obstajajo nekateri negotovi znaki, da je novembra zmanjševanje zaupanja doseglo najnižjo točko. Hkrati so podjetja v storitvenih dejavnostih in zlasti v predelovalnih dejavnostih poročala, da sta šibkejša povpraševanje in zaostrovanje pogojev financiranja čedalje bolj omejevala proizvodnjo v zadnjem četrletju leta.³

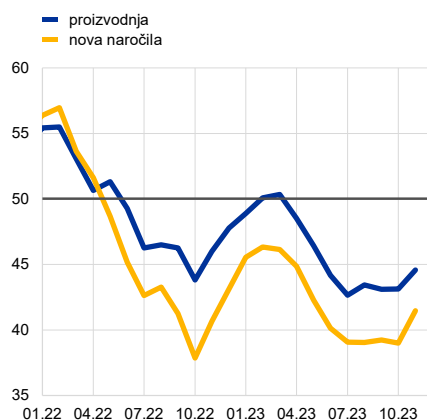
³ Glej tudi okvir z naslovom »Denarna politika in nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 5

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

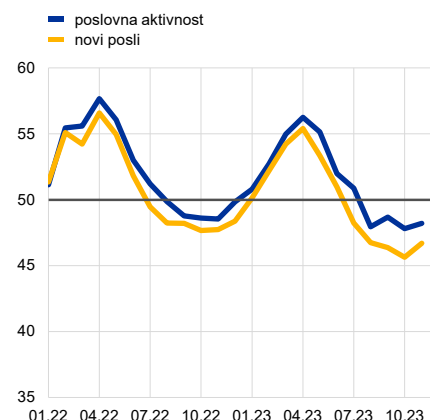
(a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)



(b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2023.

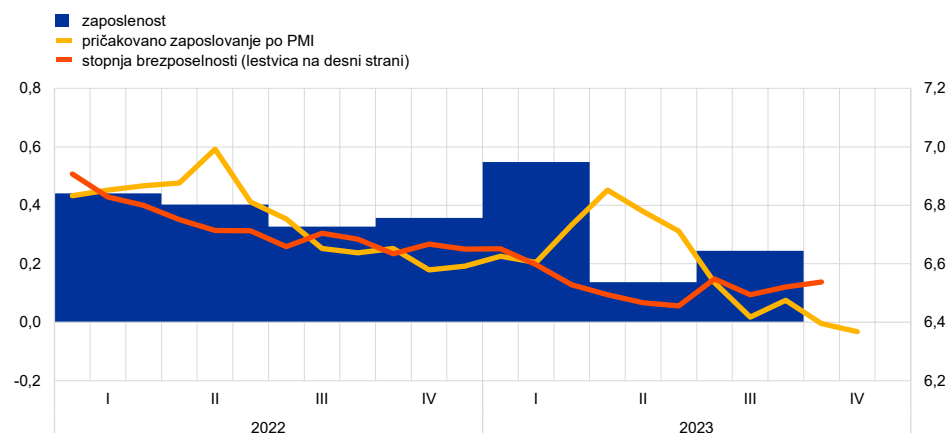
Na splošno je bil trg dela v tretjem četrletju 2023 še vedno odporen proti upadanju gospodarske aktivnosti. Zaposlenost se je v tretjem četrletju povečala za 0,2%, skupno število opravljenih delovnih ur pa se je zmanjšalo za 0,1% (graf 6, slika a). Od zadnjega četrletja 2019 se je zaposlenost povečala za 3,5%, skupno število opravljenih delovnih ur pa za 2,1%. To pomeni, da se je povprečno število opravljenih delovnih ur zmanjšalo za 1,3%, kar je povezano s kopičenjem delovne sile (del delovne sile kot proizvodnega dejavnika, ki ga podjetje med proizvodnim procesom v določenem trenutku ne izkorišča v celoti) in drugimi dejavniki, kot je povečanje števila bolniških odsotnosti. Obseg delovne sile se je v tretjem četrletju 2023 znova povečal, in sicer za 0,1%, v oktobru pa še za 0,2%. Ocenjuje se, da se je od decembra 2022 povečal za okrog 1,5 milijona oseb. Stopnja brezposelnosti je oktobra znašala 6,5%, kar je večinoma nespremenjeno od septembra in še vedno blizu najnižji ravni od uvedbe eura. Povpraševanje po delavcih se postopno zmanjšuje, a je še vedno veliko, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest malenkostno znižala na 2,9%, kar je 0,1 odstotne točke manj kot v prejšnjem četrletju.

Graf 6

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

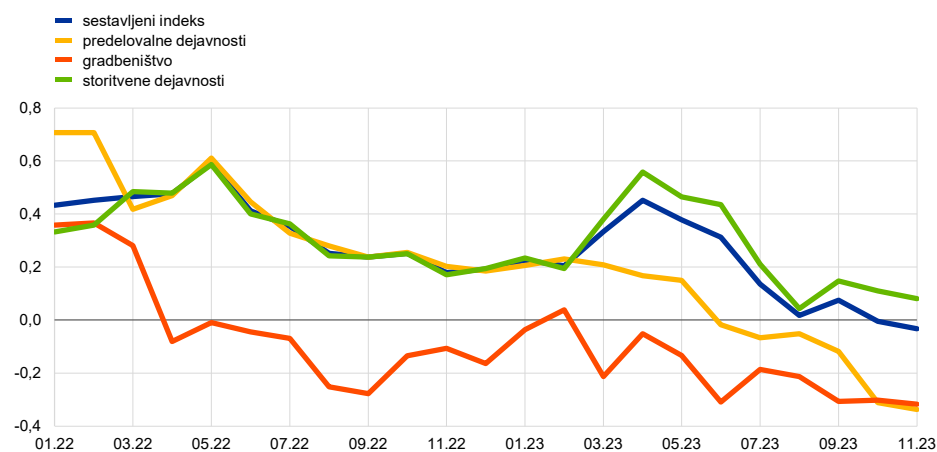
(a) Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti

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



(b) Sektorski PMI o zaposlovanju

(difuzijski indeksi)



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

Opombe: Na sliki (a) črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2023 pri zaposlenosti, na november 2023 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na oktober 2023 pri stopnji brezposelnosti. Na sliki (b) so indeksi PMI izraženi kot odstopanje od 50, deljeno z 10.

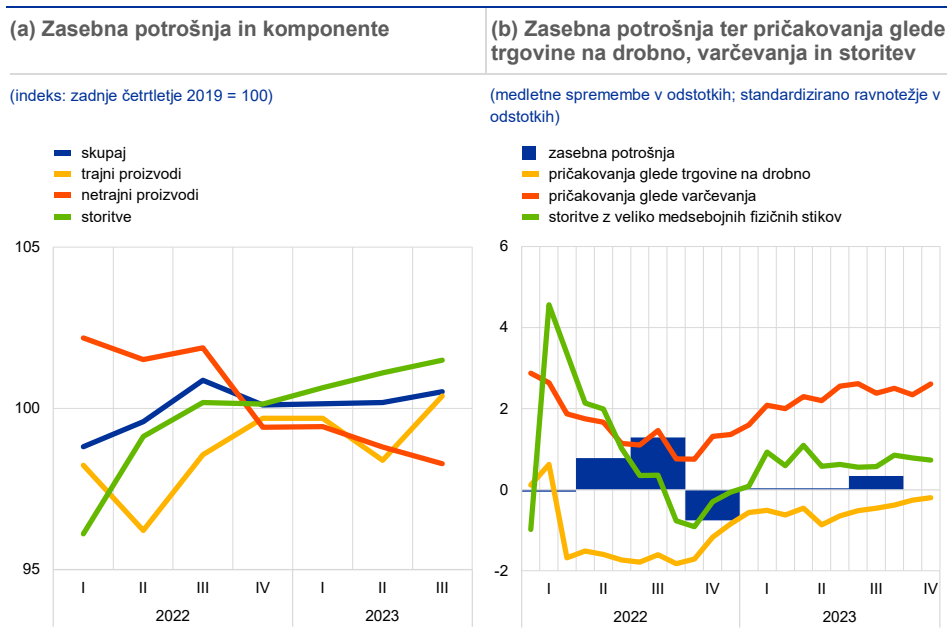
Kratkoročni kazalniki trga dela kažejo upočasnitev rasti zaposlenosti v zadnjem četrletju 2023. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je zmanjšal s 50,0 v oktobru na 49,7 v novembru, pri čemer vrednost pod pragom 50 pomeni zmanjšanje zaposlovanja. Ta kazalnik se je od aprila, ko je dosegel najvišjo vrednost (54,5), precej zmanjšal. V zadnjem času se je zmanjšal v vseh sektorjih (graf 6, slika b). Sektorski PMI nakazujejo zmanjšanje rasti zaposlenosti v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu, pri katerih je indeks manjši od 50. Znižal se je tudi kazalnik PMI za storitvene dejavnosti, čeprav ostaja v območju rahle rasti, pri čemer je zdaj blizu praga 50.

Zasebna potrošnja se je v tretjem četrletju 2023 povečala za 0,3%, potem ko je v prvi polovici leta stagnirala (graf 7, slika a). K povečanju v tretjem četrletju je

prispevala predvsem potrošnja storitev v sektorju gospodinjstev, ki jo še vedno podpirajo vztrajni učinki ponovnega odprtja gospodarstva. Po močnem upadu v drugem četrletju se je potrošnja trajnih proizvodov v tretjem četrletju ponovno povečala, k čemur je prispevala predvsem zamuda pri dobavi že kupljenih električnih in hibridnih vozil. Po močnem povečanju se je število registracij novih osebnih vozil oktobra malenkostno zmanjšalo in je bilo za 0,8% manjše kot v tretjem četrletju. Nasprotno se je potrošnja netrajnih (in poltrajnih) proizvodov v tretjem četrletju še naprej zmanjševala. To se je odražalo v še naprej skromnem obsegu prodaje v trgovini na drobno, ki je bil kljub malenkostnemu povečanju v oktobru glede na mesec prej za 0,2% manjši od povprečja v tretjem četrletju.

Graf 7

Realna zasebna potrošnja in pričakovanja



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki (a) so ravni komponent potrošnje (domači koncept) prilagojene ravni celotne zasebne potrošnje (nacionalni koncept). »Netrajno blago« vključuje poltrajne proizvode. Na sliki (b) so pričakovanja glede varčevanja za naslednjih 12 mesecev in pričakovanja glede poslovanja v trgovini na drobno za naslednje tri mesece standardizirana za obdobje 1985–2019. Pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov v naslednjih treh mesecih je standardizirano za obdobje 2005–2019 (skladno z zadevno dolžino posamezne časovne vrste); »storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov« so nastanitvene storitve, storitve potovanj in storitve prehrane. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2023 pri sliki (a) ter na tretje četrletje 2023 in november 2023 pri sliki (b).

Najnovejši anketni podatki še naprej kažejo, da je potrošnja blaga ob prelomu leta na splošno šibka.

Kazalnik zaupanja potrošnikov, ki ga objavlja Evropska komisija, se je po treh zaporednih mesecih zmanjševanja v novembru povečal, vendar je bil še vedno nižji od dolgoročnega povprečja. Novembrski rezultati odražajo boljše pričakovanja glede splošnih gospodarskih obetov in finančnega položaja gospodinjstev. Hkrati so kazalniki Komisije o pričakovanih večjih nakupih in pričakovanem poslovanju v trgovini na drobno ostali umirjeni, čeprav se je poslovanje v slednjih nekoliko izboljšalo (graf 7, slika b). V nasprotju s tem pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov ni bilo močno popravljeno navzdol ter je bilo novembra še vedno vztrajno in večje od dolgoročnega povprečja. Podobno je iz ankete o pričakovanih potrošnikov, ki jo je oktobra opravila ECB, razvidno vztrajno pričakovano povpraševanje po počitniških

rezervacijah. Prenos strožjih pogojev financiranja v realno gospodarstvo bo verjetno omejil zadolževanje gospodinjstev, ohranil visoka pričakovanja glede varčevanja in v bližnji prihodnosti zavrl rast zasebne potrošnje.⁴ Hkrati naj bi na zasebno potrošnjo ugodno vplivalo izboljšanje kupne moči zaradi zmanjševanja inflacije in še vedno odprnega trga dela.

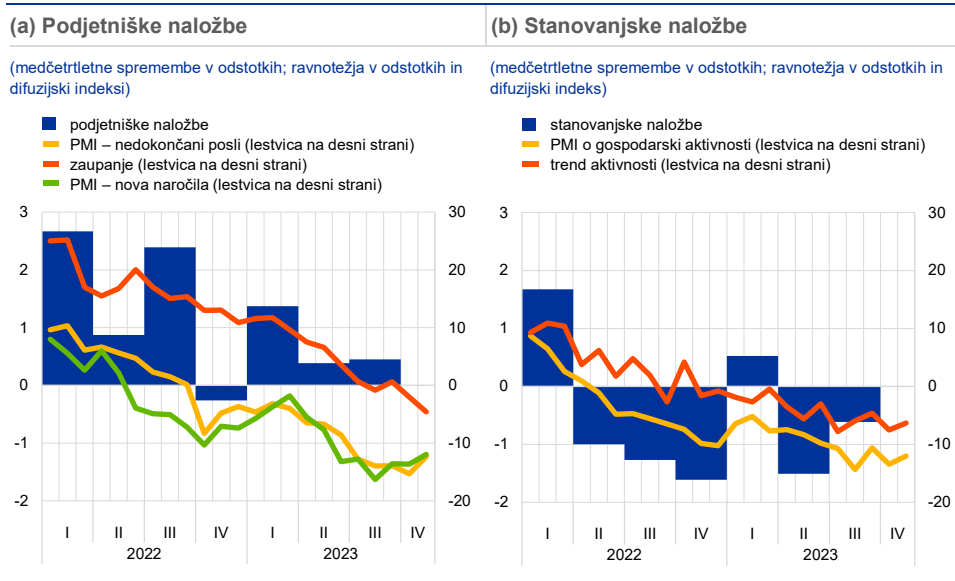
Podjetniške naložbe so se v tretjem četrtnetu 2023 povečale, vendar naj bi se v zadnjem četrtnetu po pričakovanjih zmanjšale. Negradbene naložbe brez neopredmetenih naložb na Irskem so se v tretjem četrtnetu 2023 medčetrtneto povečale za 0,5%, k čemur je prispevalo povečanje naložb v neopredmetena sredstva ter v stroje in opremo (graf 8, slika a). V zadnjem četrtnetu je mogoče na podlagi nadaljnje šibke dinamike, kot se kaže v anketi Evropske komisije o zaupanju ter v kazalnikih PMI o gospodarski aktivnosti in novih naročilih, sklepati, da se naložbe zmanjšujejo. Na podjetja vplivajo tudi negativni neto obrestni prihodki podjetij, podpora, ki izvira iz neizpolnjenih naročil, pa še naprej usiha.⁵ Anketa Komisije o proizvodnji proizvodov za investicije v zadnjem četrtnetu je potrdila, da je ob vse manjših ovirah, ki jih povzroča pomanjkanje opreme in zmogljivosti, povpraševanje šibko. To je skladno z upadom izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti v širšem gospodarstvu, na podlagi česar je mogoče sklepati, da je potreba po naložbah za razširitev proizvodnih zmogljivosti v bližnji prihodnosti majhna. Kljub temu naj bi se naložbe v letu 2024 in naslednjih obdobjih postopno povečale, saj se bo povpraševanje znova okrepilo, negotovost zmanjšala, sedanji zaviralni vpliv zaostrovanja denarne politike in neugodnih pogojev kreditiranja pa bo v srednjeročnem obdobju popustil. Poleg tega naj bi se z izvajanjem programa »EU naslednje generacije« privabile zasebne naložbe.

⁴ Slabši obeti glede zasebne potrošnje bi bili lahko tudi posledica pesimistične ocene potrošnikov glede najnovejših gibanj realnega dohodka. Glej okvir z naslovom »Merjenje dohodka gospodinjstev« v tej številki Ekonomskega biltena.

⁵ Glej okvir z naslovom »Neto obrestni prihodki gospodinjstev in podjetij« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 8

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



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

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki (a) so podjetniške naložbe merjene z nagrađenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Črte se nanašajo na odgovore sektorja proizvodov za investicije, pri čemer podatki o zaupanju izvirajo iz ankete Evropske komisije. Na sliki (b) se črte nanašajo na sektor gradnje stavb. »Trend aktivnosti« se nanaša na trend aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, merjen z anketo Evropske komisije. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2023 pri podjetniških in stanovanjskih naložbah ter na november 2023 pri vseh drugih postavkah.

Stanovanjske naložbe so se v tretjem četrletju 2023 znova zmanjšale, v bližnji prihodnosti pa se bodo verjetno še bolj.

Stanovanjske naložbe so se v tretjem četrletju 2023 medletno zmanjšale za 0,6%, potem ko so v drugem četrletju medčetrletno upadle za 1,5% (graf 8, slika b). Kratkoročni kazalniki nakazujejo, da se bodo v zadnjem četrletju dodatno zmanjšale. V oktobru in novembru je kazalnik Evropske komisije o obsegu gradbenih del v zadnjih treh mesecih padel pod povprečje za tretje četrletje, indeks PMI o stanovanjski gradnji pa je bil še vedno precej nižji od praga ničelne rasti (50). V zadnjem četrletju 2023 se je rahlo zmanjšalo tudi razpoloženje na stanovanjskem trgu, merjeno s četrletno anketo Komisije o kratkoročnih namerah gospodinjstev glede prenove, nakupa ali gradnje stanovanj. Podobno je iz ankete o pričakovanih gospodinjstvih razvidno, da so gospodinjstva oktobra stanovanja manj dojemala kot dobro naložbo. Slabi kratkoročni obeti za stanovanjske naložbe so skladni z na splošno močnim trendom upadanja števila gradbenih dovoljenj za stanovanjsko gradnjo in so posledica precejšnjega zaostrovanja pogojev financiranja, kar negativno vpliva na povpraševanje po stanovanjih. Zadolževanje gospodinjstev v obliki stanovanjskih posojil je bilo umirjeno tudi v oktobru, kar pomeni, da okrevanja povpraševanja po stanovanjih še ni na vidiku.

Rast izvoza je v tretjem četrletju 2023 ostala umirjena zaradi šibkega svetovnega povpraševanja, zapoznelega vpliva apreciacije eura in visokih cen energentov.

Medčetrletna rast obsega izvoza je bila negativna tudi v tretjem četrletju, saj je šibka svetovna trgovinska menjava zavirala tuje povpraševanje po blagu iz euroobmočja. Poleg tega se je zaradi zapoznelega vpliva apreciacije eura, tehtane z utežmi trgovinskih partneric, od konca leta 2022 poslabšala konkurenčnost

euroobmočja, k šibki rasti izvoza pa so dodatno prispevale visoke cene energentov, zlasti v energetske intenzivnih sektorjih. Zmanjšanje uvoza blaga v tretjem četrtletju je bilo skladno s šibkim domačim povpraševanjem in krčenjem zalog. Zato je bil prispevek neto trgovinske menjave k rasti BDP v tretjem četrtletju rahlo pozitiven. Glede gibanj v prihodnosti je iz anketnih kazalnikov razvidno, da bo ob še vedno negativni rasti novih izvoznih naročil v kategorijah proizvedenega blaga in storitev rast obsega izvoza euroobmočja v bližnji prihodnost še naprej šibka.

Gledano dolgoročneje naj bi aktivnost v euroobmočju postopno okrevala, k čemur bodo prispevali povečanje realnih dohodkov, popuščanje zaviralnih vplivov neugodnih pogojev financiranja in izboljšanje tujega povpraševanja.

Če ne bo dodatnih šokov, se bo rast BDP po pričakovanjih postopno okrepila, saj bosta potrošnja čedalje bolj podpirala zmanjševanje inflacijskih pritiskov in vztrajna rast dohodkov od dela zaradi nadaljnje močne rasti plač. Poleg tega naj bi zaviralni vplivi nedavnih neugodnih pogojev financiranja na naložbe popustili, izboljšanje tujega povpraševanja pa naj bi prispevalo k okrevanju rasti izvoza euroobmočja.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP leta 2023 upadla na 0,6%, nato pa naj bi se v letu 2024 povečala na 0,8% ter v letih 2025 in 2026 na 1,5%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede rasti BDP v letih 2023 in 2024 popravljeni rahlo navzdol, za leto 2025 pa niso bili spremenjeni.⁶

⁶ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«.

3 Cene in stroški

Skupna inflacija v euroobmočju je novembra znašala 2,4% in je upadla z 2,9% v oktobru, vendar bo v bližnji prihodnosti verjetno zopet začasno porasla zaradi navzgor delujočih baznih učinkov, ki izhajajo iz cen energentov. Inflacija brez energentov in hrane je novembra upadla na 3,6% in vsi kazalniki osnovne inflacije so se oktobra še naprej zniževali. Domači cenovni pritiski so vseeno ostali povišani, predvsem zaradi močne rasti stroškov dela na enoto proizvoda. Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se giblje okrog 2%, pri čemer so se nekateri tržni kazalniki nadomestila za inflacijo spustili s povišanih ravni, predvsem zaradi nižjih premij za inflacijsko tveganje. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosystema za euroobmočje se bo skupna inflacija postopoma zniževala in v povprečju znašala 2,7% v letu 2024, 2,1% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026.

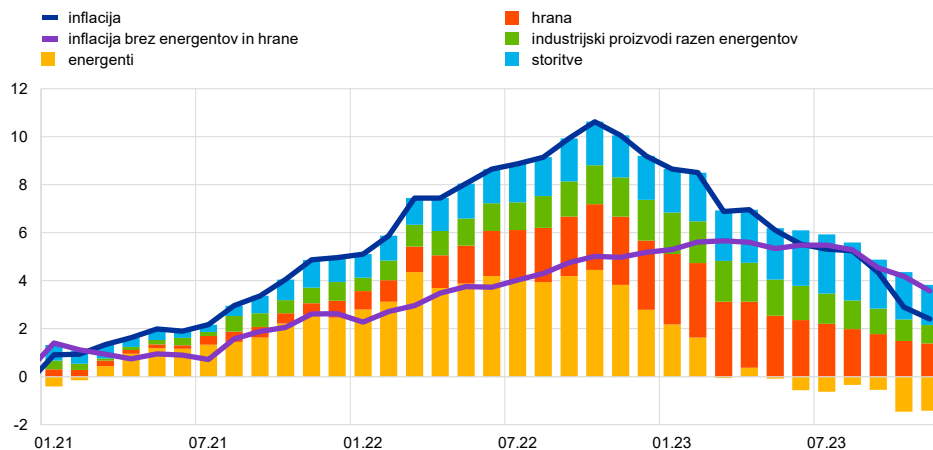
Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija, merjena z indeksom HICP, še dodatno znižala z 2,9% v oktobru na 2,4% v novembru (graf 9).⁷ Znižanje je bilo posledica nižje stopnje inflacije v vseh glavnih podskupinah, in sicer v komponentah energentov, hrane, industrijskih proizvodov razen energentov in storitev. Inflacija v skupini energentov je postala rahlo bolj negativna, saj je upadla z -11,2% v oktobru na -11,5% v novembru, kar je odraz 2,2-odstotnega medmesečnega znižanja. Inflacija v skupini hrane se je še naprej zniževala in upadla s 7,4% v oktobru na 6,9% v novembru, vseeno pa je ostala visoka. Znižanje je bilo odraz nižje medletne stopnje rasti cen predelane hrane. Nasprotno pa je medletna stopnja rasti cen nepredelane hrane porasla, k čemur so prispevali veliko medmesečno zvišanje in navzgor delujoči bazni učinki. Inflacija brez energentov in hrane se je nadalje znižala s 4,2% oktobra na 3,6% novembra zaradi znižanja obeh glavnih komponent – inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov in storitev. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je upadla s 3,5% v oktobru na 2,9% v novembru zaradi nadaljnega popuščanja pritiskov iz proizvodne verige. Inflacija v skupini storitev se je znižala s 4,5% oktobra na 4,0% novembra.

⁷ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 13. december 2023. Eurostatova končna objava 19. decembra 2023 je potrdila, da je inflacija v euroobmočju novembra 2023 znašala 2,4%.

Graf 9

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

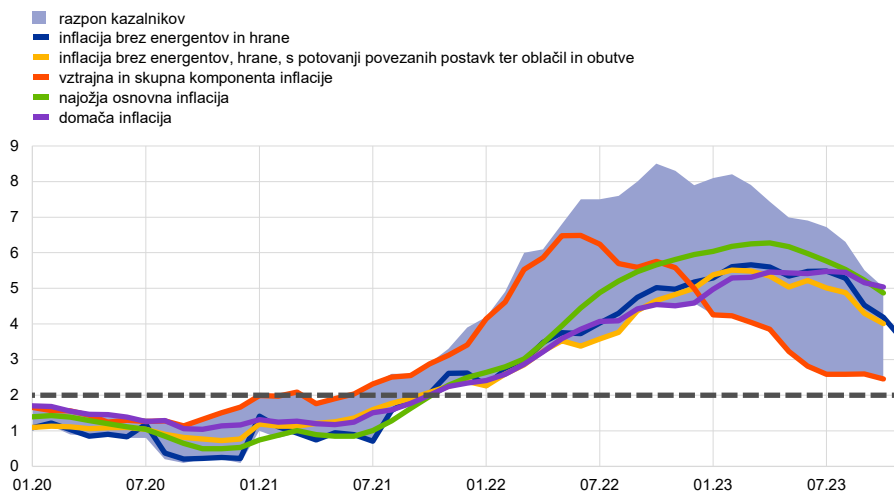
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2023 (prva ocena).

Po najnovjših razpoložljivih podatkih so se vsi kazalniki osnovne inflacije oktobra še naprej zniževali zaradi popuščenja preteklih šokov, ki so prizadeli energetske stroške in dobavne verige, ter zaradi šibkejšega povpraševanja ob bolj zaostreni denarni politiki (graf 10). Čeprav so se vsi kazalniki osnovne inflacije znižali, negotovost, ki spremlja gibanje osnovne inflacije, ostaja velika. To je razvidno iz širokega razpona stopenj pri vseh merilih osnovne inflacije, ki znašajo od 2,5% pri vztrajni in skupni komponenti inflacije do 5,0% pri domači inflaciji. To kaže, da pri večini meril traja nekaj časa, da vpliv preteklih šokov v celoti popusti. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, se je znižal s 5,2% septembra na 4,9% oktobra, medtem ko se je modelsko merilo vztrajne in skupne komponente inflacije v istem obdobju le rahlo umirilo z 2,6% na 2,5%. Kazalnik domače inflacije (brez postavk z velikim deležem uvoza) je bil najvztrajnejši, saj je septembra znašal 5,2% in oktobra 5,0%, kar odraža pomen plačnih pritiskov. Vseeno pa se je ta kazalnik zdaj zniževal tri mesece zapored.

Graf 10

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

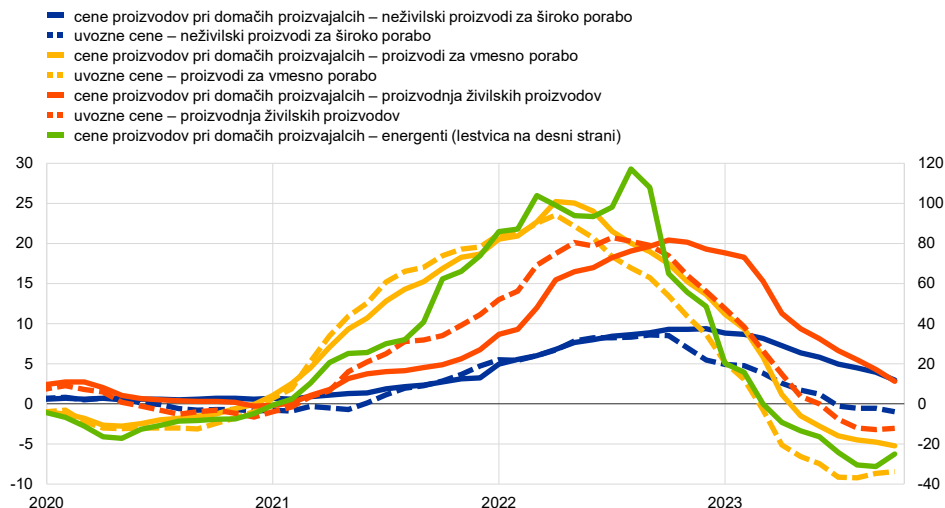
Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, HICP brez energentov in hrane, HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve, domačo inflacijo, 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino, vztrajno in skupno komponento inflacije ter tehtano mediano. Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na november 2023 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in na oktober 2023 pri ostalih postavkah.

Pritiski iz proizvodne verige so še naprej popuščali, ker so kumulativni učinki preteklih šokov še naprej slabeli (graf 11). V zgodnjih fazah cenovne verige so se cenovni pritiski oktobra še naprej zmerno zmanjševali. Stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini proizvodov za vmesno porabo je od maja negativna in se je nadalje znižala z $-4,8\%$ septembra na $-5,3\%$ oktobra, medtem ko je inflacija, merjena z uvoznimi cenami proizvodov za vmesno porabo, še naprej hitro upadala, čeprav se je v istem obdobju rahlo zvišala z $-8,7\%$ na $-8,4\%$. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je od aprila negativna, se je zvišala z $-31,2\%$ v septembru na $-25,0\%$ v oktobru. V poznejših fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo znižala s $3,9\%$ septembra na $3,0\%$ oktobra, kar potrjuje nadaljnje postopno popuščanje nakopičenih pritiskov iz proizvodne verige. Enako velja za pritiske iz proizvodne verige v segmentu živilskih proizvodov za široko porabo, pri čemer se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini proizvodnje živil oktobra še dodatno znižala na $2,8\%$, kar je najnižja raven od aprila 2021. Medletna stopnja rasti uvoznih cen v tej kategoriji proizvodov za široko porabo je ostala negativna. Rast uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo se je znižala z $-0,6\%$ v septembru na $-1,0\%$ v oktobru, medtem ko se v skupini živilskih proizvodov ni še dodatno umirila.

Graf 11

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

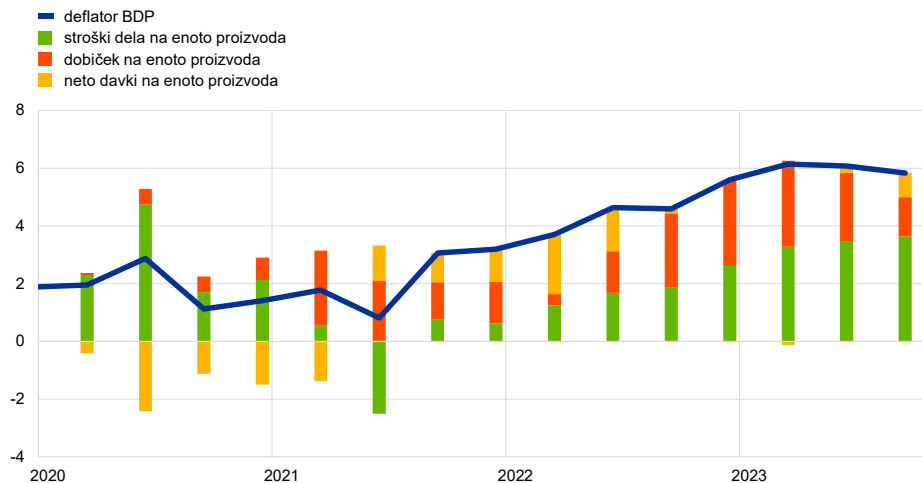
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so se zmanjšali s 6,1% v drugem četrtnetju 2023 na 5,8% v tretjem četrtnetju, in sicer zaradi manjšega prispevka dobička na enoto proizvoda (graf 12). Prispevek dobička na enoto proizvoda k deflatorju BDP se je z 2,4 odstotne točke v drugem četrtnetju 2023 znižal na 1,4 odstotne točke v tretjem četrtnetju, kar nakazuje, da je dobiček začel absorbirati inflacijske pritiske s strani plač in stroškov dela. Prispevek stroškov dela na enoto proizvoda se je malenkostno povečal s 3,5 odstotne točke v drugem četrtnetju na 3,6 odstotne točke v tretjem četrtnetju. Rahlo močnejša medletna rast stroškov dela na enoto proizvoda v tretjem četrtnetju odraža bolj negativno stopnjo rasti produktivnosti dela, medtem ko se je rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, rahlo znižala s 5,5% v drugem četrtnetju na 5,2% v tretjem četrtnetju. Rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na opravljeno delovno uro, je bila nespremenjena (5,2%), kar nakazuje, da se močni pritiski s strani stroškov dela nadaljujejo. Kot temelj te dinamike se je rast dogovorjenih plač v tretjem četrtnetju 2023 še naprej krepila in je znašala 4,7% v primerjavi s 4,4% v predhodnem četrtnetju. Poleg tega informacije iz nedavno zaključenih pogajanj o plačah še naprej kažejo na velike plačne pritiske v prihodnje in še ne kažejo jasnih znakov točke obrata v rasti dogovorjenih plač.

Graf 12

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

Anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala na ravni okrog 2%, medtem ko so se tržna merila nadomestila za inflacijo znižala.

Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrletje 2023 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov iz decembra 2023 je mediana dolgoročnejših pričakovanj znašala 2,0%. Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobaknih izdelkov) so od septembrske seje Sveta ECB izrazito upadla, zlasti pri kratkih ročnostih, ker so tržni udeleženci zaradi nižje inflacije za september, oktober in november od pričakovane in oslabiljenih gospodarskih obetov popravili svoje inflacijske obete navzdol (graf 13). Terminalska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto je upadla za okrog 50 bazičnih točk na 2,1%. Kar zadeva daljše ročnosti, je terminalska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let upadla za okrog 35 bazičnih točk na 2,3% in se je znižala z večletne najvišje vrednosti, ki je bila dosežena na začetku avgusta, čeprav je dolgoročno gledano ostala visoka. Vendar je treba upoštevati, da ta tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, saj vključujejo tudi premije za inflacijsko tveganje, ki so nadomestilo za inflacijsko tveganje. Modelske ocene dejanskih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, so se v obravnavanem obdobju zmerno znižale in kažejo, da tržni udeleženci pričakujejo tudi, da bo inflacija dolgoročneje na ravni okrog 2%. Na strani potrošnikov je bilo iz ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov iz oktobra 2023 razvidno, da je mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednje leto ostala nespremenjena na 4,0-odstotni ravni. Podobno so se inflacijska pričakovanja čez tri leta ustalila na 2,5-odstotni ravni.

Graf 13

Tržna merila nadomestila za inflacijo

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv, Bloomberg in izračuni ECB.

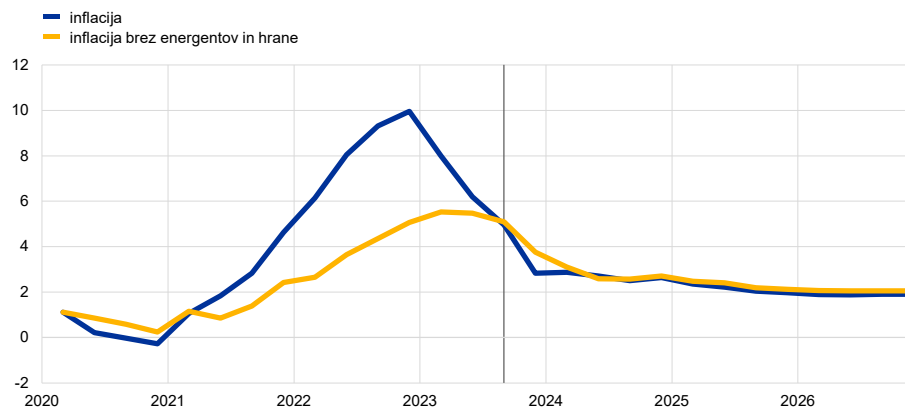
Opombe: Graf prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje in 5-letno terminsko stopnjo »breakeven« inflacije čez pet let za ZDA. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. september 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2023.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se skupna inflacija znižala s povprečno 5,4% v letu 2023 na 2,7% v letu 2024, 2,1% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026 (graf 14). Gibanje dezinflacije proti 2-odstotni ciljni ravni odraža upadanje inflacije v skupini energentov, zaostrovanje denarne politike in nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige in ozkih grl v dobavnih verigah ter dejstvo, da dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostajajo zasidrana. Rast plač se bo v obdobju projekcij po pričakovanih umirila, ko se bodo postopno zmanjševali navzgor usmerjeni pritiski, ki izhajajo iz kompenziranja inflacije, vendar stroški dela še vedno postajajo glavno gonilo inflacije brez energentov in hrane. Dobiček naj bi v obdobju projekcij oslabil in absorbiral stroške dela. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bile projekcije skupne inflacije za leti 2023 in 2024 popravljene navzdol za 0,2 oziroma 0,5 odstotne točke predvsem zaradi nižjih najnovejših podatkov od pričakovanih in nižjih predpostavk o cenah energetskih surovin. Projekcije skupne inflacije za leto 2025 pa so ostale nespremenjene.

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 tretje četrletje 2023 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2026 (projekcije). Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema so bile dokončane konec novembra, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 23. november 2023. Pretekli in dejanski podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane so četrletni.

V obdobju od 14. septembra do 13. decembra 2023 sta na finančne trge vplivala prelivanje negativnih posledic, ki so izhajale iz precejšnjih nihanj donosnosti ameriških državnih obveznic, ter nižja inflacija v euroobmočju od pričakovane. Pričakovanja glede ključnih obrestnih mer v euroobmočju na naslednjih sejah Sveta ECB, vračunana v kratkoročne netvegane obrestne mere, so med septembrsko in oktobrsko sejo ostala večinoma stabilna. To je nakazovalo, da so udeleženci na trgu pričakovali, da so obrestne mere dosegle vrh in da bodo nekaj časa ostale nespremenjene. Po oktobrski seji so se pričakovanja glede obrestnih mer občutno znižala, saj so bili podatki o inflaciji boljši, kar je spodbudilo pričakovanja, da bi lahko dezinflacija potekala hitreje, kot je bilo sprva predvideno. Dolgoročnejshe netvegane obrestne mere so se najprej zvišale, saj je zvišanje ameriških obrestnih mer enakih ročnosti vplivalo na euroobmočje. Kasneje se je gibanje obrnilo, saj so se obrestne mere v ZDA znižale, inflacija v euroobmočju pa ni bila v skladu s pričakovanji. Na splošno so nominalne dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju občutno nižje kot pred septembrsko sejo. Donosnost državnih obveznic se je znižala približno enako kot netvegane obrestne mere in precej enakomerno v celotnem euroobmočju. Cene tveganih instrumentov so se najprej znižale zaradi višjih diskontnih stopenj. Vendar so ob padcu obrestnih mer več kot okrevale in so bile na splošno višje kot ob septembrski seji. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo depreciral.

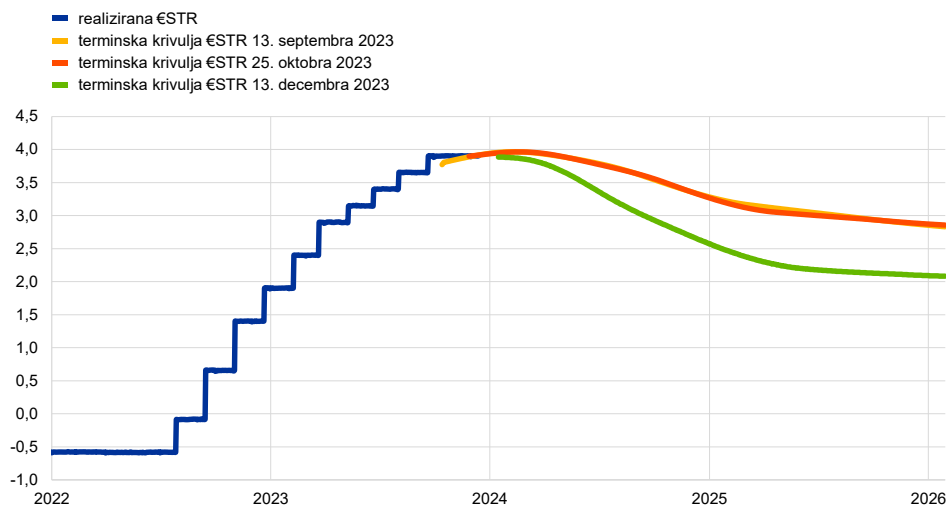
Terminska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč je med septembrsko in oktobrsko sejo Sveta ECB ostala približno nespremenjena, vendar se je nato občutno premaknila navzdol (graf 15).

Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 3,9%. Tesno je sledila obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, ki jo je Svet ECB na seji o denarni politiki 14. septembra 2023 zvišal za 25 bazičnih točk (s 3,75% na 4%). Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 79 milijard EUR in je znašala 3.584 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica odplačil tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in zmanjšanja portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, saj Eurosistem ne reinvestira več izplačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. Termenske obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki temeljijo na €STR, so bile med septembrsko in oktobrsko sejo Sveta ECB večinoma stabilne. To je kazalo, da so udeleženci na trgu pričakovali, da se je cikel zviševanja obrestnih mer končal s septembrskim zvišanjem in da bodo obrestne mere še nekaj časa ostale na sedanji ravni. V obdobju po oktobrski seji so se termenske obrestne mere občutno znižale, saj so bili inflacijski obeti zaradi nižjih podatkov o inflaciji v euroobmočju od pričakovanih – skupaj z umirjenimi gospodarskimi obeti – ocenjeni na novo. Termenska krivulja je 13. decembra napovedovala prvo polno znižanje za 25 bazičnih točk spomladi 2024, precejšnjo verjetnost znižanja že na marčni seji in kumulativno znižanje v višini približno 140 bazičnih točk v letu 2024.

Graf 15

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

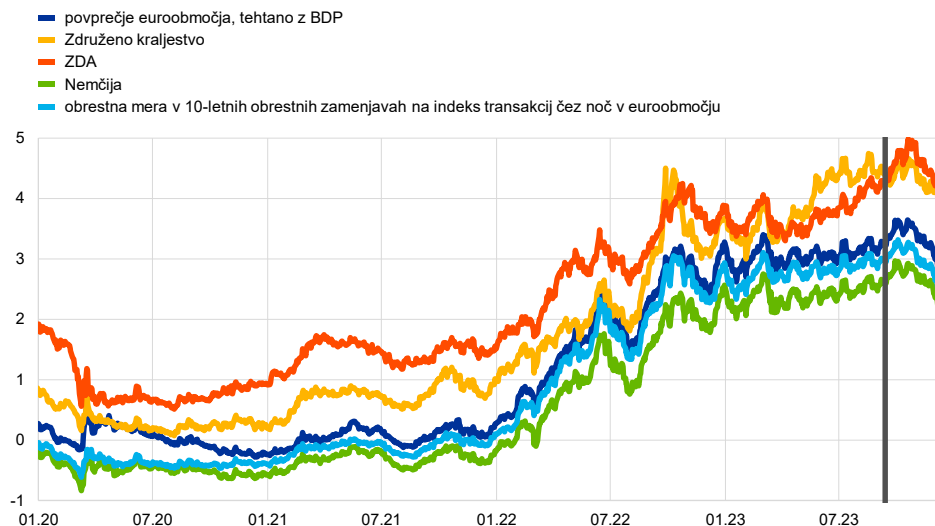
Opomba: Terminalska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so opazno nihale, pri čemer so večinoma odražale gibanje dolgoročne donosnosti ameriških državnih obveznic, in so bile nazadnje občutno nižje kot pred septembrsko sejo (graf 16). Na začetku obravnavanega obdobja so se dolgoročne netvegane obrestne mere precej zvišale: sredi oktobra je bila obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v eurih za približno 30 bazičnih točk višja kot na dan pred septembrsko sejo. Zdi se, da je bil glavni razlog za zvišanje prelivanje posledic iz ZDA, kjer so se dolgoročne obrestne mere zvišale bolj kot v euroobmočju. Nato se je dvig dolgoročnih netveganih obrestnih mer v euroobmočju več kot obrnil, saj se je donosnost ameriških državnih obveznic znižala z najvišje vrednosti, podatki o inflaciji v euroobmočju so bili presenetljivo usmerjeni navzdol, gospodarski obeti pa so se poslabšali. Eurska obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč je bila na koncu približno 50 bazičnih točk pod ravni iz sredine septembra in je znašala približno 2,4%. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic se je znižala za približno 25 bazičnih točk na 4,0%, potem ko se je na začetku obravnavanega obdobja povečala za več kot 70 bazičnih točk, medtem ko se je donosnost britanskih znižala za približno 45 bazičnih točk na približno 3,8%.

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.

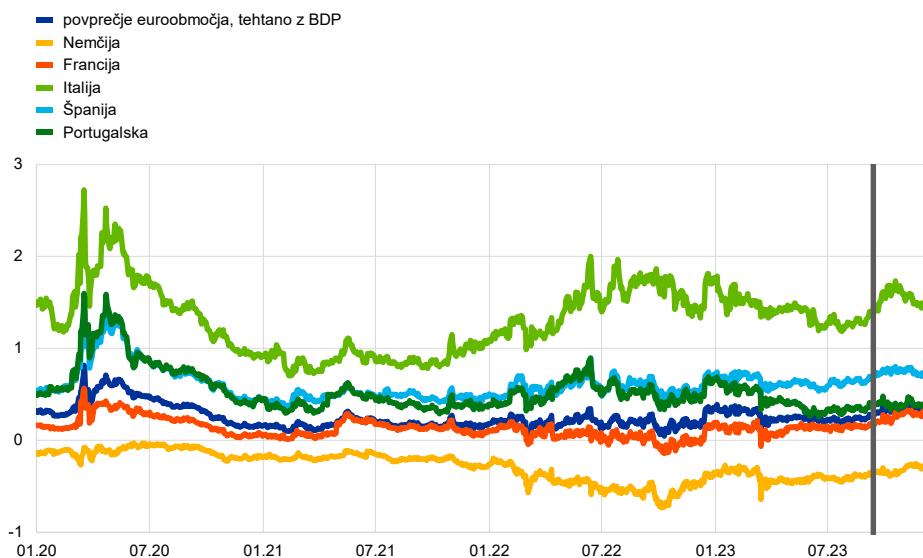
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. september 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2023.

Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je zmanjšala skoraj hkrati z netveganimi obrestnimi merami in v podobnem obsegu, pri čemer so se razmiki v donosnosti državnih obveznic le malo spremenili (graf 17). Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, je bila nižja za približno 40 bazičnih točk in je znašala približno 2,8%. Povprečni razmik v donosnosti državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR se je v obravnavanem obdobju le rahlo povečal. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so se v večini držav euroobmočja gibal podobno. Izjema so bili razmiki v donosnosti grških državnih obveznic, ki so se zmanjšali za 10 bazičnih točk, ko so se bonitetne ocene za Grčijo povečale na naložbeni razred. Potem ko se je razmik italijanskih državnih obveznic na začetku obravnavanega obdobja povečal, se je večji del povečanja obrnil, ko so bonitetne agencije potrdile svoje bonitetne ocene za Italijo.

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 (14. september 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2023.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so ostali v obravnavanem obdobju na splošno nespremenjeni v okolju pozitivnega dojetja tveganj.

Razmiki pri visoko donosnih podjetniških obveznicah so sledili gibanju dolgoročnih obrestnih mer in so se v prvi polovici obravnavanega obdobja precej povečali, nato pa se so zmanjšali. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda pa so v tem obdobju le zmerno nihali. To je skladno s tem, da je vrednotenje kreditnega tveganja pri podjetjih z nižjo bonitetno oceno bolj občutljivo na spremembe obrestnih mer. Če pogledamo dolgoročneje – od začetka normalizacije denarne politike decembra 2021 – so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic le zmerno povečali. Odpornost podjetniškega sektorja v euroobmočju je prispevala k omejitvi stroškov financiranja z obveznicami.

Tečaji delnic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišali, saj je vztrajna rast v novembru več kot nadoknadila izgube, ki so se nakopičile prej (graf 18).

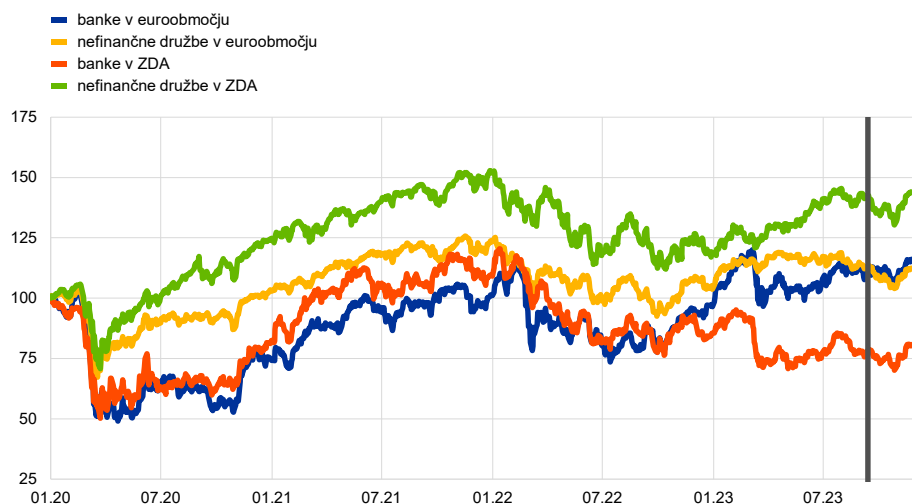
V celotnem obravnavanem obdobju so se delniški indeksi v euroobmočju povečali za 4,3%. Od novembra so nadomestili izgube, ki so se nabrale do konca oktobra. Razpoloženje na trgu je bilo najprej slabo, saj so dolgoročne obrestne mere in geopolitična negotovost vplivale na uspešnost delnic, vendar se je kasneje izboljšalo, ko se je znižala premija za tveganje lastniškega kapitala, obrestne mere pa so ponovno padle. Bančni sektor je dosegel boljše rezultate in pridobil 6,0%, saj je bilo borzno vrednotenje še naprej ugodno zaradi razdelitve dobička delničarjem. Nasprotno so se tečaji delnic nefinančnih družb povečali le za 2,6%, čeprav so bili sektorsko precej heterogeni. Največje spremembe tečajev v obravnavanem obdobju so bile zabeležene v sektorjih, občutljivih na obrestne mere, kot sta tehnologija in

nepremičnine. Gibanje delniških tečajev v ZDA je bilo podobno: širši indeks se je povečal za 4,5%, bančni sektor pa je bil uspešnejši od nefinančnih družb.

Graf 18

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2020 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. september 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2023.

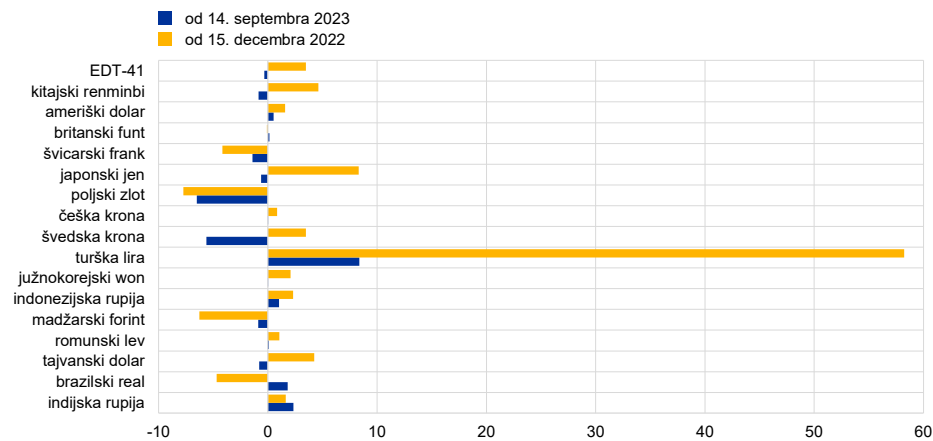
Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo depreciiral (graf 19).

Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 0,3%. Zmerna depreciacija eura prikriva nihanja znotraj obdobja, ki so posledica sprememb v pričakovanih udeležencev na trgu glede obrestnih mer, zlasti v ZDA. Kar zadeva dvostranska gibanja deviznih tečajev v primerjavi z valutami glavnih trgovinskih partneric, je euro oslabel v primerjavi s kitajskim renminbijem (za 0,9%), švicarskim frankom (za 1,4%) in valutami nekaterih držav članic EU zunaj euroobmočja (za 6,5% glede na poljski zlot in 5,6% glede na švedsko krono). Apreciiral pa je v primerjavi z indijsko rupijo (za 2,3%), turško liro (za 8,4%) in ameriškim dolarjem (za 0,5%). Zadnja apreciacija je bila posledica opuščanja pričakovanj, da bo ameriška centralna banka dlje pustila obrestne mere nespremenjene. Poleg tega je sredi novembra objavljena inflacija v ZDA, ki je bila nižja od pričakovane, dodatno podprla euro, čeprav je to delno izničila poznejša objava podatkov o inflaciji v euroobmočju, ki prav tako niso dosegli pričakovanj.

Graf 19

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 13. decembra 2023.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Transmisija zaostrovanja denarne politike ECB v splošne pogoje financiranja ostaja intenzivna. Oktobra so se stroški bančnega financiranja in obrestne mere bank za posojila še povečali, saj so posojilne obrestne mere za podjetja in za gospodinjstva dosegle najvišjo raven v skoraj 15 letih. V istem mesecu so se povečali tudi skupni stroški financiranja za nefinančne družbe. V obdobju od 14. septembra do 13. decembra 2023 so se stroški tržnega dolžniškega in lastniškega financiranja za nefinančne družbe precej znižali. Zadnja anketa o dostopu podjetij do financiranja, ki vključuje obdobje od aprila do septembra 2023, kaže, da so se pogoji financiranja za podjetja na splošno zaostri. Šibko bančno posojanje podjetjem in gospodinjstvom se je oktobra nadaljevalo zaradi višjih obrestnih mer za posojila, manjšega povpraševanja po posojilih in strožjih kreditnih standardov. Rast denarja se je zaradi visokih oportunitetnih stroškov, umirjene rasti posojil in zmanjšanja bilance Eurosistema še naprej zmanjševala, letne stopnje pa so bile blizu najnižjih do zdaj.

Stroški financiranja za banke v euroobmočju so oktobra 2023 zaradi nadaljnjega zviševanja depozitnih obrestnih mer še naprej rasli. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank v euroobmočju so se oktobra zvišali in dosegli najvišjo raven v več kot desetih letih ter pokazali večjo heterogenost med državami (graf 20, slika a). Medtem ko se je novembra donosnost bančnih obveznic v skladu z gibanjem krivulje donosnosti začela zmanjševati (graf 20, slika b), so se depozitne obrestne mere še naprej vztrajno zviševale, pri čemer so se med instrumenti in sektorji pojavljale določene razlike. Zaradi velike in vse večje razlike med obrestnimi merami za vezane vloge in obrestnimi merami za vloge čez noč so vlagatelji velik del svojih vlog čez noč prenesli v bolj obrestovane vezane vloge in druge instrumente. Obrestne mere, ponujene podjetjem za vezane vloge, so bile blizu obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita in so ostale višje od obrestnih mer za gospodinjstva. Poleg tega se je prenos obrestnih mer denarne politike na depozitne obrestne mere med bankami še naprej precej razlikoval, kar je predvsem posledica razlik zaradi konkurence, trajanja sredstev in obveznosti bank ter regulativne ureditve.

Postopno iztekanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) je pripomoglo k zmanjšanju presežne likvidnosti v okolju še vedno velike likvidnosti celotnega sistema. Po poravnavi 20. decembra 2023 se je skupno stanje sredstev v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) zmanjšalo za 1,721 bilijona EUR na 392 milijard EUR. Ta znesek je za 81% nižji od stanja pred recalibracijo obrestovanja CUODR III oktobra 2022 (2,113 bilijona EUR).⁸ Da bi banke nadomestile manjšo likvidnost, ki jo zagotavlja ECB, so povečale izdajo dolžniških vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga ter med seboj aktivneje konkurirale za vloge s povečanjem obrestovanja teh instrumentov. Varčevalci so vloge z bank, ki so ponujale manj privlačno obrestovanje, prenesli na banke, ki so depozitne obrestne mere zviševale hitreje. Obseg izdaje bančnih obveznic, ki so za banke dražje od

⁸ Glej »[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 27. oktober 2022.

vlog, se je od septembra 2022 povečal ob prenehanju izvajanja ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in ob upadu vlog čez noč.

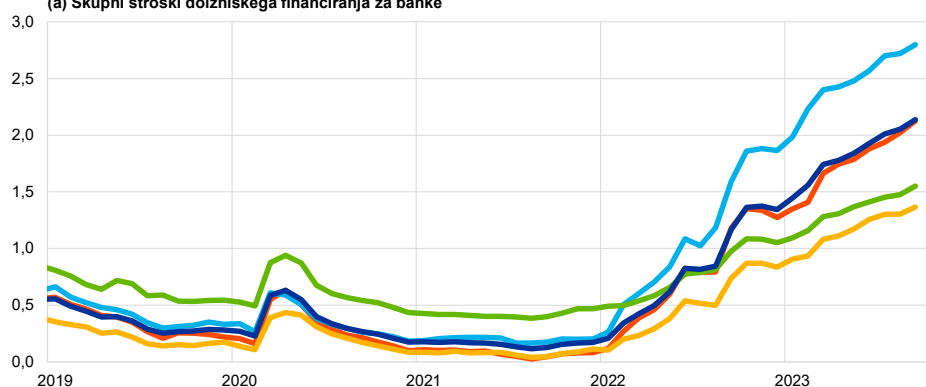
Graf 20

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

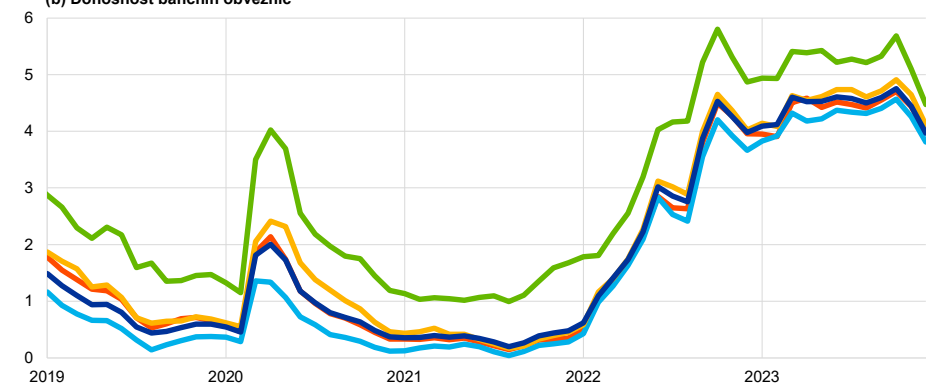
(v odstotkih na leto)



(a) Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke



(b) Donosnost bančnih obveznic



Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe 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 2023 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in na 13. december 2023 pri donosnosti bančnih obveznic.

Bilance bank so bile kljub šibkemu gospodarskemu okolju na splošno

robustne. V prvi polovici leta 2023 so banke še naprej povečevale svojo kapitalizacijo in ohranjale kapitalske količnike precej nad zahtevano višino količnika navadnega lastniškega temeljnega kapitala. Dobro kapitaliziran bančni sistem je ključen za zagotavljanje vzdržnega kreditiranja realnega gospodarstva pod ustreznimi pogoji. Kljub vse višjim stroškom financiranja bank, manjšemu obsegu posojil in slabši kakovosti aktive so na dobičkonosnost bank ugodno vplivale višje neto obrestne marže, ob precejšnji heterogenosti med državami. Povečanje neto obrestnih prihodkov je bilo zlasti opazno v bankah v državah, kjer prevladujejo posojila z variabilno obrestno mero in kjer je bilo povečanje stroškov financiranja bank manjše. Bančna nedonosna posojila so v drugem četrtletju 2023 ostala na nizki

ravni, vendar so se stopnje neplačila pri izpostavljenostih podjetjem in prebivalstvu že začele povečevati, kar nakazuje, da se bo obseg nedonosnih posojil še naprej povečeval. Banke bi lahko bile izpostavljene tveganju višjih stroškov oblikovanja rezervacij, če bi se tveganja v nefinančnih sektorjih uresničila zaradi slabših gospodarskih razmer od pričakovanih.

Oktober 2023 so se obrestne mere za posojila podjetjem in gospodinjstvom dodatno zvišale zaradi višjih obrestnih mer ECB in strožjih kreditnih standardov.

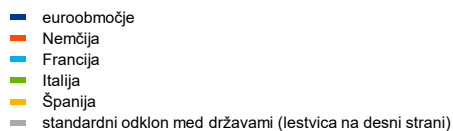
Med začetkom julija 2022 in septembrom 2023 so se obrestne mere ECB močno in hitro zvišale, skupaj za 450 bazičnih točk. Zaradi tega so se obrestne mere za posojila podjetjem in gospodinjstvom v državah euroobmočja močno zvišale (graf 21). Obrestne mere bank za nova posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so dosegle najvišjo raven v skoraj 15 letih, ob vse manjšem številu odobrenih posojil in strožjih kreditnih standardih. Od maja 2022, tj. preden je ECB napovedala prvo zvišanje obrestnih mer v sedanjem ciklu zaostrovanja, so se obrestne mere za posojila podjetjem zvišale za približno 350 bazičnih točk in za stanovanjska posojila gospodinjstvom za 210 bazičnih točk. Oktobra 2023 so se obrestne mere za posojila podjetjem zvišale na 5,27% v primerjavi s 5,09% v septembru. Povečanje je bilo zabeleženo v vseh obdobjih fiksiranja obrestne mere ter je bilo največje pri obdobjih med enim in petimi leti fiksne začetne obrestne mere. Obrestne mere bank za nova potrošniška posojila gospodinjstvom so ostale približno nespremenjene in so oktobra znašale 7,90%. Obrestne mere za nova posojila v kategoriji »druga posojila gospodinjstvom«, ki vključujejo samostojne podjetnike, so se oktobra povečala na 5,55%, potem ko so septembra znašale 5,38%. Obrestne mere za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom so se le nekoliko zvišale in so oktobra znašale 3,91% v primerjavi s 3,89% v septembru. Počasnejša stopnja rasti je posledica napredne faze cikla zaostrovanja in vse večjega obsega na novo izpogajanih posojil, zaradi česar so se v nekaterih državah euroobmočja znižale obrestne mere za nova posojila.⁹ Poleg tega je bila upočasnitev večja pri hipotekarnih posojilih s spremenljivo obrestno mero kakor pri tistih s fiksno obrestno mero, z razlikami po državah. Rezultati [ankete ECB o pričakovanih potrošnikov](#) oktobra 2023 kažejo, da potrošniki pričakujejo, da se bodo hipotekarne obrestne mere v naslednjih 12 mesecih stabilizirale nekoliko nad trenutno ravni. Velik neto odstotek sodelujočih v anketi ocenjuje, da so kreditni standardi zaostreni, in pričakuje, da bo v omenjenem obdobju stanovanjska posojila vse težje dobiti. Razpršenost obrestnih mer za posojila po državah je ostala nizka tako pri posojilih podjetjem kot tudi pri posojilih gospodinjstvom (graf 21, sliki a in b).

⁹ Namen na novo izpogajanih posojil je posojilojemalcu olajšati, da v prihodnje ne bo zamujal s plačili, in zagotoviti, da bo posojilodajalec sčasoma poplačan.

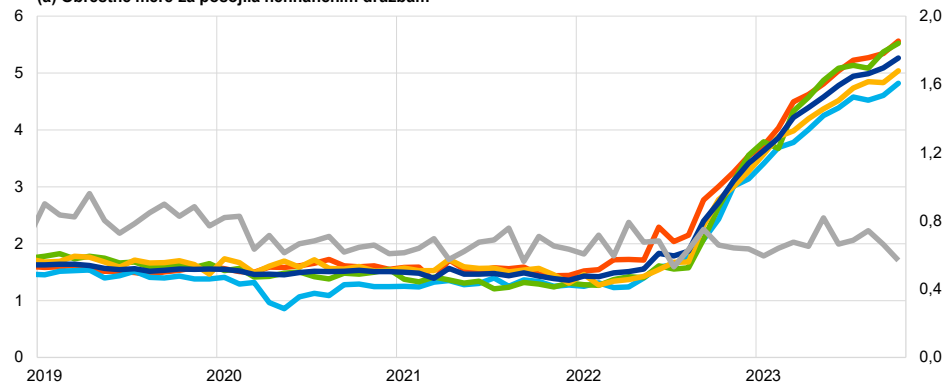
Graf 21

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

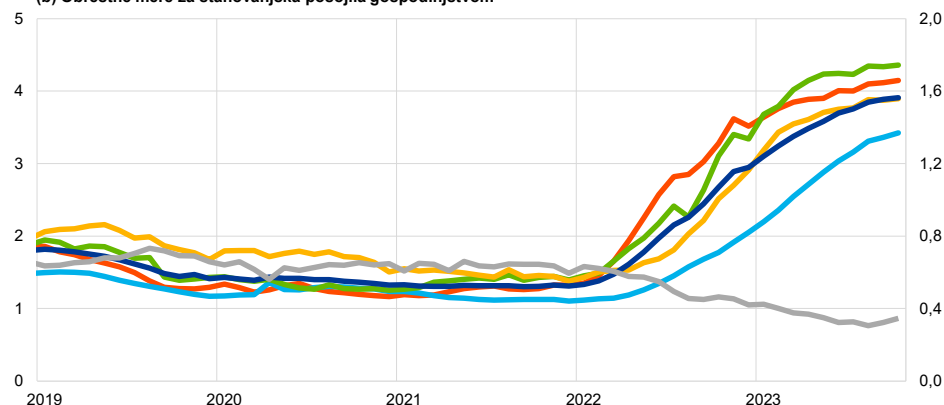
(v odstotkih na leto; standardni odklon)



(a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



(b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Vir: ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Od 14. septembra do 13. decembra 2023 so se stroški tržnega dolžniškega in lastniškega financiranja za nefinančne družbe precej znižali.

Oktober 2023 so skupni stroški financiranja za nefinančne družbe – tj. sestavljeni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja – dosegli najvišjo raven v zadnjih letih, ki je bila nazadnje zabeležena v drugi polovici leta 2010, saj so se glede na prejšnji mesec zvišali za 11 bazičnih točk in znašali 6,54% (graf 22).¹⁰ Povečanje je bilo predvsem posledica višjih stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah. V celotnem obravnavanem obdobju – od 14. septembra do 13. decembra 2023 – so se stroški lastniškega financiranja in tržnega dolžniškega financiranja znižali. Na znižanje stroškov

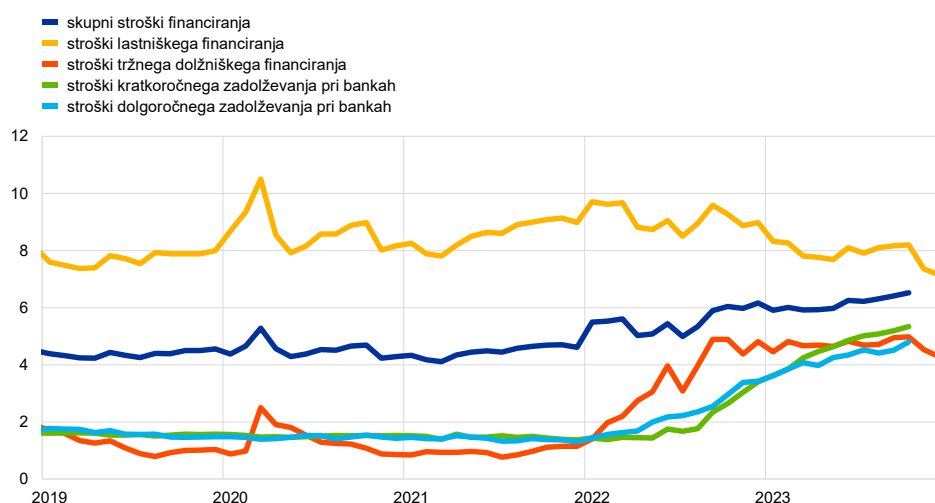
¹⁰ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do oktobra 2023.

lastniškega financiranja je vplivalo znižanje premije za tveganje lastniškega kapitala in dolgoročne netvegane obrestne mere (približno opredeljene kot obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč). Padec stroškov tržnega dolžniškega financiranja je bil skoraj enak padcu netvegane obrestne mere, saj so razmiki pri obveznicah, ki so jih izdala nefinančna podjetja, ostali skoraj nespremenjeni (glej poglavje 4).

Graf 22

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



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

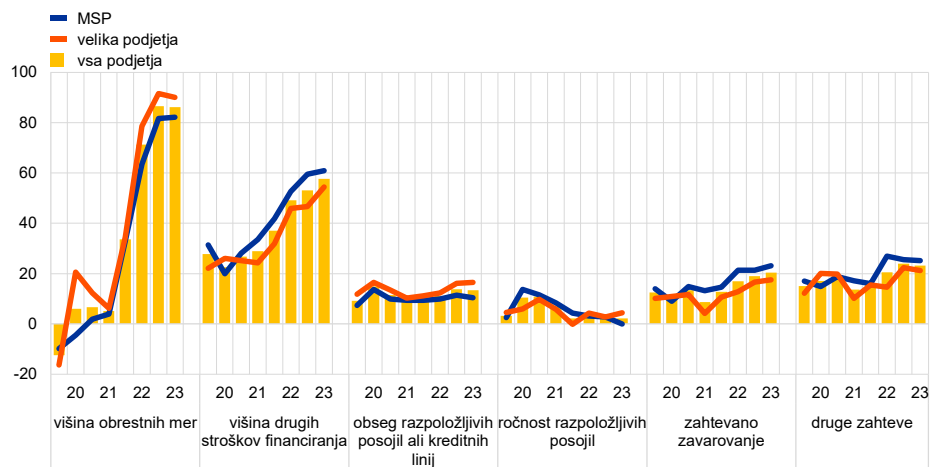
Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih in so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2023 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na oktober 2023 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Podjetja so v obdobju od aprila do septembra 2023 še naprej poročala o obsežnem zvišanju bančnih obrestnih mer in drugih stroškov bančnega financiranja v anketi o dostopu podjetij do financiranja. V zadnjem krogu ankete je o višjih bančnih obrestnih merah poročalo 86% podjetij, v prejšnjem krogu pa 87% (graf 23). Hkrati je o povečanju drugih stroškov financiranja (tj. taks, pristojbin in provizij) poročalo 58% (prej 53%) podjetij, največ do zdaj. O zvišanju bančnih obrestnih mer so pogosteje poročala velika podjetja, medtem ko so o zvišanju drugih stroškov bančnih posojil pogosteje poročala mala in srednje velika podjetja (MSP). Podjetja so poročala tudi o strožjih zahtevah glede zastavljenega premoženja. Kljub zaostrenim pogojem financiranja je le malo podjetij poročalo o ovirah pri pridobivanju bančnega posojila.

Graf 23

Spremembe pogojev financiranja pri bankah za podjetja v euroobmočju

(v neto odstotkih anketirancev)



Vir: Anketa ECB o dostopnosti financiranja za podjetja.

Opombe: MSP so mala in srednje velika podjetja. 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 pri določenem dejavniku poročala o povečanju, in podjetij, ki so poročala o zmanjšanju. Podatki se nanašajo na dvaindvajseti do devetindvajseti krog ankete (od oktobra 2019–marca 2020 do aprila 2023–septembra 2023).

Podjetja so poročala tudi o nadaljnjem zmernem povečanju vrzeli pri financiranju in pričakujejo, da se bo razpoložljivost večine virov zunanjega financiranja v prihodnosti poslabšala.

V euroobmočju je vrzel pri zunanjem financiranju – razlika med spremembo v potrebah po zunanjem financiranju in spremembo v razpoložljivosti zunanjega financiranja v vseh finančnih instrumentih – znašala 8% (potem ko je v prejšnjem krogu ankete znašala 6%). O povečanju vrzeli pri financiranju je poročalo več velikih podjetij kot MSP, kar je posledica večjih potreb po financiranju pri večini instrumentov. Podjetja so nekoliko bolj pesimistična glede razpoložljivosti zunanjega financiranja v prihodnjih šestih mesecih. Zaradi sedanjega zaostrovanja pogojev bančnih posojil neto 18% podjetij pričakuje nadaljnje poslabšanje dostopa do bančnih posojil v naslednjih šestih mesecih, 15% do kreditnih linij in 17% do dolžniških vrednostnih papirjev. V primerjavi z velikimi podjetji več MSP pričakuje poslabšanje dostopa do bančnih posojil in kreditnih linij. Nasprotno je bil delež podjetij, ki so pričakovala, da se bo razpoložljivost dolžniških vrednostnih papirjev poslabšala, večji pri velikih podjetjih kot pri MSP.

Medletna stopnja rasti posojil nefinančnih družbam je postala oktobra 2023 negativna.

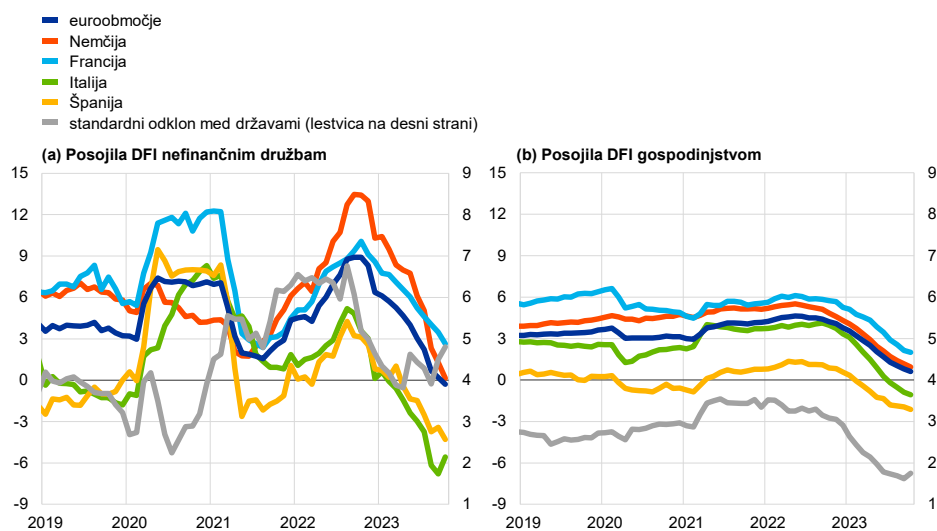
Stopnja rasti se je zmanjšala z 0,2% v septembru na -0,3% v oktobru (graf 24, slika a) ob precejšnji heterogenosti med državami in ročnostmi. Zmanjšanje je bilo posledica močnega upada povpraševanja po posojilih, ki je bilo deloma posledica višjih obrestnih mer za posojila in manj načrtovanih izdatkov, ter rezultat ponudbe posojil, kot je kazalo nadaljnje zaostrovanje kreditnih standardov v tretjem četrtletju 2023. Kratkoročna dinamika je ostala umirjena, kot kažejo mesečni tokovi, ki so bili v treh mesecih do oktobra v povprečju negativni. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je znižala z 0,8% septembra na 0,6% oktobra (graf 24, slika b) zaradi negativnih obetov na stanovanjskem trgu, nadaljnjega zaostrovanja kreditnih standardov in višjih obrestnih mer za posojila. Na zmanjšanje so vplivala predvsem stanovanjska posojila in posojila samostojnim podjetnikom

(tj. nekorporativnim malim podjetjem), medtem ko so potrošniška posojila kljub zaostrovanju kreditnih standardov in upadanju zaupanja potrošnikov ostala bolj vztrajna. Kratkoročna dinamika kaže, da v zadnjih treh mesecih praktično ni bilo novih neto posojil.

Graf 24

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

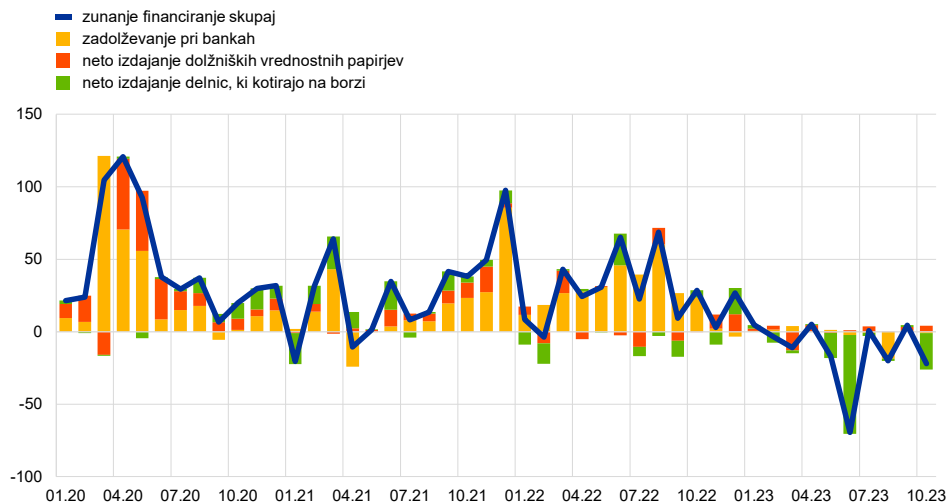
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Rast neto zunanega financiranja podjetij v euroobmočju je bila v tretjem četrtletju 2023 in oktobra šibka, kar je posledica nizke ravni dolžniškega financiranja. Medletna stopnja rasti neto zunanega financiranja se je znižala z 0,5% v juniju 2023 na -0,7% v oktobru (graf 25). V nasprotju s prejšnjimi obdobji šibke posojilne dinamike izdaja podjetniških obveznic ni nadomestila upada bančnih posojil. Izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, se je na splošno umirilo, podjetja pa so se ukvarjala tudi z odkupi delnic, da bi povečala donosnost za delničarje.

Graf 25

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju

(mesečni tokovi; v milijardah EUR)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

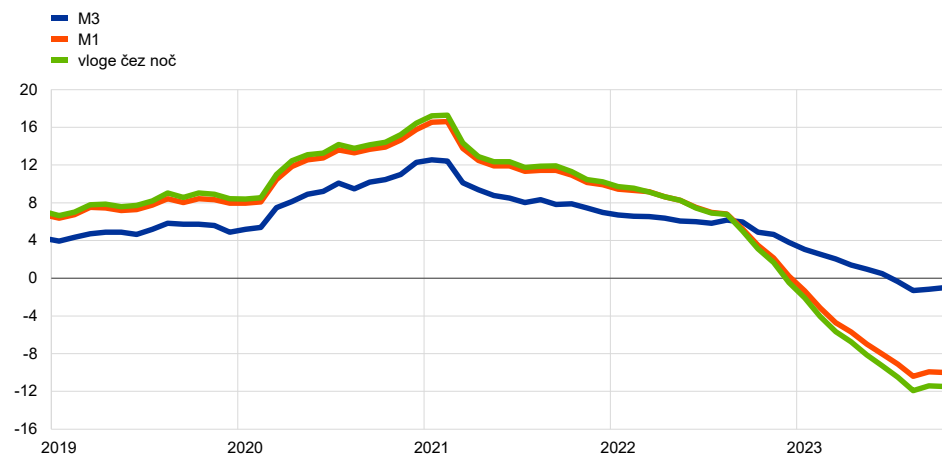
Opombe: Neto zunanje financiranje je vsota zadolževanja pri bankah (posojil DFI), neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Oktobra se je okrepilo prerazporejanje vlog čez noč v vezane vloge. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je oktobra še naprej zmanjševala po dvomestni stopnji in je dosegla $-11,5\%$, kar je več kot septembra, ko je znašala $-11,4\%$ (graf 26). Zvišanje obrestnih mer se je pokazalo v velikem in vse večjem razmiku med vezanimi vlogami in vlogami čez noč, saj so se v skladu s prejšnjimi cikli zaostrovanja obrestne mere za vloge čez noč počasneje prilagajale spremembam obrestnih mer denarne politike kot obrestne mere za vezane vloge. S tem so se povečali oportunitetni stroški imetja likvidnih sredstev in je vzrok za sedanje prerazporejanje sredstev iz vlog čez noč v vezane vloge. Pri gospodinjstvih je bil oktobra zabeležen največji mesečni premik z vlog čez noč na vezane vloge od začetka cikla zaostrovanja. Podjetja so hitreje menjavala med tema dvema instrumentoma, podobno kot v prvi polovici leta 2023.

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 2023.

Oktober 2023 se je rast denarja zaradi visokih oportunitetnih stroškov, umirjene rasti posojil in zmanjšanja bilance Eurosistema še naprej zmanjševala, medletne stopnje pa so bile blizu najnižjih doslej. Medletna rast širokega denarja (M3) v euroobmočju se je z $-1,2\%$ v septembru povečala na $-1,0\%$ v oktobru (graf 26). Medletna rast ožjega denarja (M1) se je še naprej zmanjševala po dvomestni stopnji, pri čemer so splošno krčenje okrepili portfeljski premiki. Medletna rast agregata M1 je septembra znašala $-10,0\%$, potem ko je septembra znašala $-9,9\%$. Tako kot v prejšnjih mesecih so zmanjšanje bilance Eurosistema in nakupi bančnih obveznic s strani nedenarnih sektorjev še naprej zavirali denarno dinamiko. Poleg tega banke zaradi odplačil sredstev iz operacij CUODR in višjih oportunitetnih stroškov, ki jih imajo vlagatelji zaradi imetij likvidnih sredstev, izdajajo obveznice z daljšimi ročnostmi, ki niso vključene v M3. Hkrati denarno dinamiko vse bolj podpirajo nakupi državnih obveznic s strani bank in tujih vlagateljev, ki v sistem prinašajo nov denar, ter vse večji presežek na tekočem računu plačilne bilance, zaradi katerega se povečujejo denarni prilivi iz tujine.

6 Javnofinančna gibanja

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v letu 2023 zmerno izboljšal, po pričakovanjih pa se bo zmerno izboljšal tudi v letu 2024. V letih 2025 in 2026 naj bi se nato le malenkostno dodatno izboljšal. Večinoma kot posledica teh gibanj se je v letu 2023 naravnost javnofinančne politike v euroobmočju verjetno zmerno zaostрила, v letu 2024 pa naj bi se zaostрила močneje. V naslednjih dveh letih se pričakuje le zelo rahlo nadaljnje zaostrovanje. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se v obdobju projekcij le malenkostno zmanjšal, in sicer z ocenjenih 89% v letu 2023 na okrog 88% v letu 2026, kar pomeni, da se zmanjševanje od takrat, ko je med pandemijo dosegel najvišjo raven, upočasnjuje. Ker energetska kriza popušča, bi morale vlade še naprej odpravljati s tem povezane ukrepe pomoči. To je bistveno, da ti ukrepi ne bodo krepili srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi katerih bi bila potrebna še bolj zaostrena denarna politika. Javnofinančne politike bi morale biti zasnovane tako, da bodo krepile produktivnost gospodarstva v euroobmočju in postopno zmanjševale velik javni dolg. Pomembno je, da se države članice čim prej dogovorijo o reformi okvira ekonomskega upravljanja v EU.

Strokovnjaki Eurosistema v decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v celotnem obdobju projekcij počasi izboljševal.¹¹ Proračunski

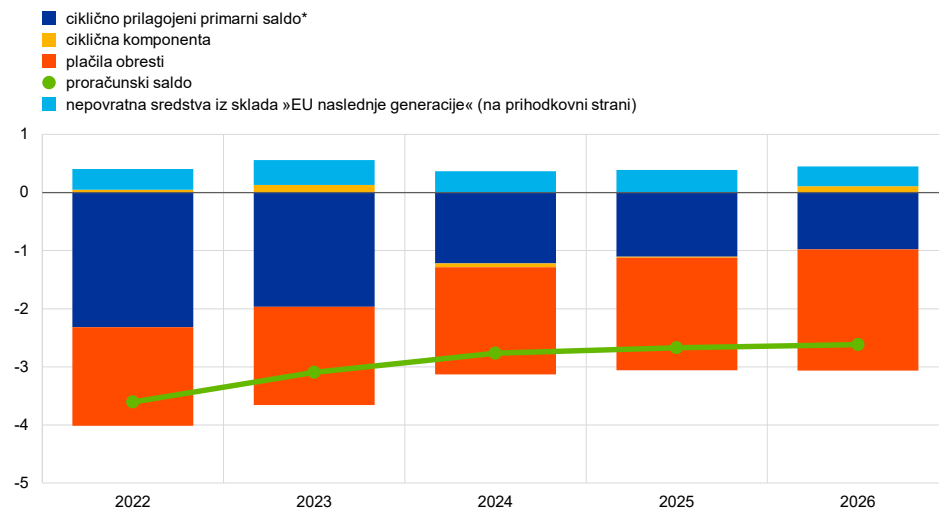
primanjkljaj v euroobmočju naj bi se tako v letu 2023 zmanjšal na 3,1% BDP ter nato v letu 2024 še na 2,8% BDP, v letu 2025 na 2,7% BDP in v letu 2026 na 2,6% (graf 27). K zmanjševanju proračunskega primanjkljaja naj bi prispeval predvsem manjši negativni ciklično prilagojeni primarni saldo, medtem ko naj bi bila ciklična komponenta v obdobju projekcij precej stabilna. Plačila obresti se bodo po napovedih v obdobju projekcij rahlo povečala, vendar zmerno v primerjavi s povečanjem tržnih obrestnih mer, saj bo zaradi dolge preostale zapadlosti državnega dolga, ki v euroobmočju trenutno v povprečju znaša slabih 8 let (v primerjavi s 6,5 leta v letu 2015), prenos postopen. K zmanjševanju ciklično prilagojenega primarnega primanjkljaja, ki je osredotočeno v letih 2023 in 2024, prispeva predvsem zmanjševanje ukrepov državne javnofinančne podpore ob popuščanju energetskega šoka in visoke inflacije. Po zdajšnjih ocenah so ti ukrepi v letu 2023 na ravni euroobmočja znašali 1,3% BDP, nato pa se bodo v letu 2024 precej zmanjšali na 0,4% BDP ter v letih 2025 in 2026 še na okrog 0,1% BDP. Na izboljševanje ciklično prilagojenega primarnega salda vpliva tudi zadnja odločitev nemškega zveznega ustavnega sodišča glede financiranja v izrednih razmerah in vpliva na »dolžniško zavoro«. Vendar pa glede tega vpliva še vedno obstaja negotovost, saj nemški zvezni proračun za leto 2024 še ni dokončno oblikovan.

¹¹ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 14. decembra 2023 na spletnem mestu ECB.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



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

Opombe: * Ciklično prilagojeni primarni saldo je prilagojen za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« na prihodkovni strani. Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja (vključno s Hrvaško).

V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je proračunski saldo v letu 2023 popravljeno rahlo navzgor za 0,1 odstotne točke, v letu 2024 ostaja nespremenjen, v letu 2025 pa je zmeroma popravljeno navzgor za 0,3 odstotne točke. To je mogoče pripisati popravku ciklične komponente v celotnem obdobju navzgor (za 0,4 odstotne točke), ki je v letih 2023 in 2024 skoraj v celoti izničen z bolj neugodnim ciklično prilagojenim primarnim saldrom. V letu 2025 pa je popravek ciklične komponente navzgor odtehtan le v manjšem obsegu. Prispevek obrestnih stroškov ostaja v obdobju projekcij nespremenjen.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v obdobju napovedi zmeroma zaostila, najizraziteje v letu 2024.¹² Na podlagi letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojene za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se bo ob postopni odpravi velikega deleža leta 2022 uvedenih ukrepov v podporo pri spopadanju z visokimi cenami energentov in inflacijo javnofinančna politika v euroobmočju v letih 2023 in 2024 skupaj precej zaostila. Kljub temu naj bi ob upoštevanju preteklih ukrepov, vključno z ukrepi v odziv na izbruh pandemije leta 2020 ter poznejše ukrepi v odziv na energetske in inflacijske šoke, v celotnem obdobju projekcij raven javnofinančne podpore v euroobmočju ostala večinoma spodbujevalna. Malenkostna pričakovana zaostritev naravnosti javnofinančne politike v letih 2025 in 2026 te splošne ocene skoraj nič ne spremeni.

¹² Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

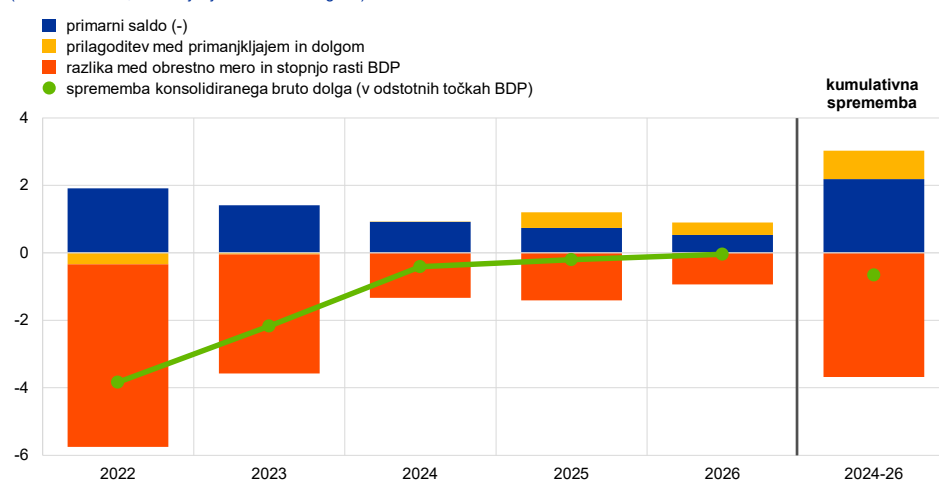
Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP bo po projekcijah še naprej večji kot pred pandemijo in se bo le počasi zmanjševal z ocenjenih 88,7% v letu 2023 na 88,1% v letu 2026.

Delež dolga se je v letu 2020 povečal za približno 13 odstotnih točk na okrog 97%, vendar se je od takrat postopno zmanjšal, kar se bo nadaljevalo tudi v obdobju projekcij, čeprav precej počasneje. Predvideno zmanjševanje temelji na vse manjši, a še vedno negativni razliki med obrestno mero in stopnjo nominalne rasti BDP, ki jo delno odtehtata vztrajni primarni primanjkljaj in pričakovana pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom v drugi polovici obdobja projekcij (graf 28).

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



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

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

Ob popuščanju energetskega šoka bi morale vlade še naprej odpravljati s tem povezane ukrepe pomoči. To je bistveno, da ti ukrepi ne bodo krepili srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi katerih bi bila potrebna še bolj zaostrena denarna politika. Euroskupina je v svoji [izjavi](#) 7. decembra pozvala tiste države članice, ki imajo še vedno vzpostavljene obsežne ukrepe, naj te v letu 2024 čim prej postopno odpravijo in za zmanjšanje primanjkljaja uporabijo s tem povezane prihranke. Euroskupina je menila, da je za povečanje vzdržnosti javnih financ in preprečevanje krepitve inflacijskih pritiskov primerna splošna restriktivna javnofinančna politika za euroobmočje v letu 2024, čeprav bi morale javnofinančne politike zaradi prevladujoče negotovosti ostati agilne. Poleg tega bo pomembno, da so javnofinančne politike zasnovane tako, da bodo krepile produktivnost gospodarstva v euroobmočju in postopno zmanjšale velik javni dolg. To je mogoče najlažje doseči znotraj zanesljivega okvira EU za usklajevanje in nadzor ekonomskih in javnofinančnih politik. ECB je v svojem [mnenju](#) z dne 5. julija 2023 o predlogu reforme ekonomskega upravljanja v Uniji pozvala zakonodajalce EU, naj čim prej, najpozneje pa do konca leta 2023, dosežejo dogovor o reformi okvira ekonomskega upravljanja.¹³

¹³ Evropski svet je 21. decembra 2023 – torej po decembrski seji Sveta ECB, ki je obravnavana v tej številki Ekonomskega biltena – dosegel [dogovor](#) o reformi ekonomskega upravljanja v EU, ki odpira pot dialogu med Komisijo, Svetom in Evropskim parlamentom.

Okvirji

1 Razmere na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA in odzivi svetovnih trgov na ameriško denarno politiko

Pripravili Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu in Peter McQuade

Trg ameriških državnih vrednostnih papirjev je največji in najbolj likviden trg državnih vrednostnih papirjev na svetu. Z več kot 25 bilijoni USD nedospelih vrednostnih papirjev se ta trg uporablja za financiranje ameriške vlade in ima osrednjo vlogo pri izvajanju denarne politike ameriške centralne banke. Državni vrednostni papirji ZDA delujejo tudi kot ključna referenčna vrednost tako za financiranje domačega zasebnega sektorja kot tudi za mednarodne trge. Zato imajo spremembe likvidnostnih razmer na tem trgu lahko opazne posledice za svetovne finančne trge.

V zadnjem času se je likvidnost na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA zmanjšala zaradi kombinacije dejavnikov. Graf A (slika a) prikazuje gibanje likvidnosti na trgih obveznic v izbranih razvitih gospodarstvih, vključno s trgom državnih vrednostnih papirjev ZDA, merjeno z »odstopanjem zleпка« (spline spread), ki je povprečna napaka pri prilagajanju krivulje donosnosti. Ta razmik se uporablja kot približek za obseg priložnosti za arbitražo na trgu obveznic, pri čemer višje vrednosti pomenijo manjšo likvidnost trga.¹⁴ Delovanje trga državnih vrednostnih papirjev ZDA je bilo v zadnjih letih večkrat na preizkušnji, najbolj pa marca 2020 ob začetku pandemije. V zadnjem času sta zaostrovanje denarne politike (vključno z manjšo absorpcijo ameriških državnih obveznic s strani ameriške centralne banke, kot kaže modra črta v grafu A, slika b) ter povečana negotovost glede inflacije in rasti verjetno prispevala k zmanjševanju likvidnosti in povečanju občutljivosti ameriškega in svetovnega trga državnih obveznic.¹⁵

¹⁴ Likvidnost je obratno povezana tudi z volatilnostjo, saj, če vse drugo ostane nespremenjeno, vzdrževalci trga širijo svoje razmike med prodajno in nakupno ceno ter izvajajo manj ali manjše posle, da bi obvladovali povečano tveganje, ki obstaja pri vstopanju v pozicije, ko je volatilnost velika. Glej Fleming, M., »How Has Treasury Market Liquidity Development in 2023?«, *Liberty Street Economics*, 17. oktober 2023.

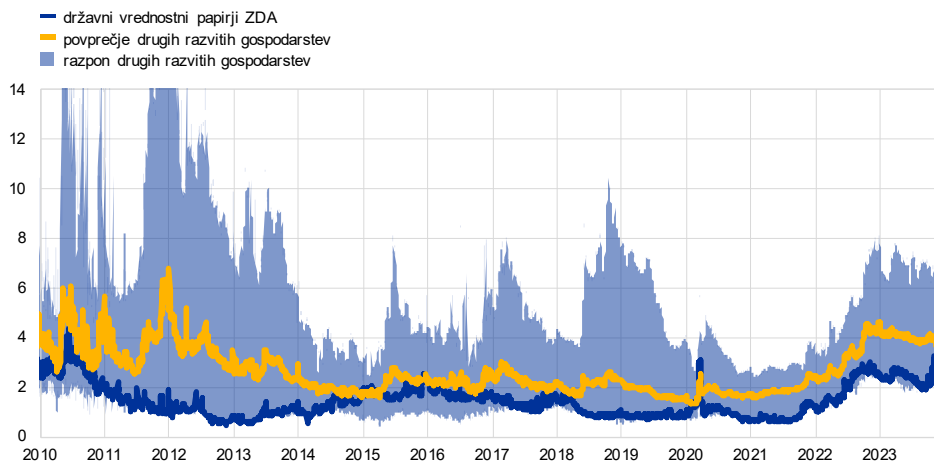
¹⁵ Za podrobnejšo obravnavo dejavnikov, ki prispevajo k trenutni nizki likvidnosti, glej [Quarterly Review](#), Banka za mednarodne poravnave (BIS), september 2023; [Global Financial Stability Review](#), Mednarodni denarni sklad, oktober 2023, poglavje 1; in Duffie, D., »[Dealer Capacity and US Treasury market functionality](#)«, *BIS Working Papers*, št. 1138, BIS, oktober 2023.

Graf A

Gibanje likvidnosti na trgih državnih obveznic

a) Odstopanje zleпка za državne vrednostne papirje ZDA in državne obveznice izbranih drugih večjih razvitih gospodarstev

(v odstotkih)



b) Odstopanja zleпка ameriških državnih vrednostnih papirjev in absorpcija izdaj državnih vrednostnih papirjev ZDA s strani ameriške centralne banke

(lestvica na levi strani: vrednosti indeksa; lestvica na desni strani: v odstotkih (obrnjeno))



Viri: Bloomberg, Haver in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: slika a): »odstopanje zleпка« (spline spread) krivulje donosnosti meri vsoto absolutnih vrednosti odklona med opazovano krivuljo donosnosti in interpolacijo kubičnega zleпка. Ta kazalnik kaže, ali obstajajo priložnosti za arbitražo, kar je značilnost nelikvidnih trgov, in je eden od več kazalnikov tržne likvidnosti, ki so med seboj običajno tesno korelirani. Povečanje razmika pomeni manjšo likvidnost. Druga razvita gospodarstva so Kanada, Francija, Nemčija, Italija, Japonska, Španija in Združeno kraljestvo. V letih 2011/2012 je najvišja vrednost odstopanja zleпка dosegla okrog 25 bazičnih točk, vendar to zaradi berljivosti na grafu ni prikazano. Slika b): delež neto izdaj, ki jih absorbira ameriška centralna banka, je izračunan kot povprečje štirih četrletij. Indeks likvidnosti izkazuje povprečno napako donosnosti v celotnem univerzumu zakladnih zapisov in državnih obveznic ZDA s preostalo zapadlostjo enega leta ali več. Lestvica na desni strani je obrnjena, tako da višje vrednosti pomenijo manjšo absorpcijo izdaj ameriških državnih vrednostnih papirjev.

Zadnji podatki: slika a) 15. december 2023, slika b) tretje četrletje 2023

Občutljivost trgov na nove informacije bi se lahko povečala tudi zaradi dejavnosti skladov s finančnim vzvodom na trgu standardiziranih terminskih pogodb na državne vrednostne papirje ZDA. Neto kratke pozicije vzvodenih skladov na terminskem trgu ZDA so dosegle rekordno visoko raven okrog 650

milijard USD, od česar je približno 300 milijard USD z zapadlostjo dveh let (graf B).¹⁶ To je lahko povezano z več trgovanjskimi strategijami, kot sta »gotovina za termnsko pogodbo« (cash-futures basis trade)¹⁷ in usmerjeno trgovanje, ki stavi na zvišanja obrestnih mer. Čeprav bi ta dejavnost načeloma lahko prispevala k ohranjanju likvidnosti na promptnem trgu državnih vrednostnih papirjev, je bilo predlagano, da bi lahko občasno tudi povečevala občutljivost trga.¹⁸

Graf B

Špekulativne pozicije vzodenih skladov v standardiziranih termnskih pogodbah na državne vrednostne papirje ZDA

Neto pozicije v termnskih pogodbah na državne vrednostne papirje ZDA

(v milijardah USD)



Viri: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje vsoto neto pozicij v 2-, 5- in 10-letnih termnskih pogodbah na državne vrednostne papirje ZDA v imetju skladov s finančnim vzvodom. Neto pozicije pomenijo vrednost dolgih pozicij minus vrednost kratkih pozicij. Zadnji podatki: 15. december 2023.

Učinek šoka denarne politike ZDA na cene obveznic se lahko razlikuje glede na razmere na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA. V empirični analizi proučujemo, ali bi bile razmere na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA lahko relevantne za močan vpliv šoka denarne politike ZDA na obvezniške trge. Empirična struktura se osredotoča na vpliv šokov denarne politike ZDA, saj so ti običajno eden glavnih dejavnikov za svetovne pogoje financiranja. Z metodo lokalnih projekcij se ugotavlja, kako se vpliv na obvezniške trge razlikuje glede na razmere na trgu ameriških državnih vrednostnih papirjev. Analizirani sta dve vrsti odvisnosti od

¹⁶ Skladi s finančnim vzvodom so običajno hedge skladi, katerih strategije lahko vključujejo sprejemanje dokončnih pozicij ali arbitraže znotraj trgov in med njimi. Kratka pozicija v termnski pogodbi na obveznice je dobičkonosna, če cena obveznic pade.

¹⁷ Trgovanjska strategija »cash-futures basis trade« vključuje vstop v kratko pozicijo v termnskih pogodbah na državne vrednostne papirje ZDA, vstop v dolgo pozicijo v gotovini zakladnice in izposojno na repo trgu za financiranje posla. Strategija je bila povezana z veliko nelikvidnostjo trga ameriških državnih vrednostnih papirjev, znano kot »lov na gotovino« (dash for cash) marca 2020. Glej Vissing-Jorgensen, A., »The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve«, *Journal of Monetary Economics*, zvezek 124, november 2021, str. 19–47; ter Schrimpf, S., Shin, H.S. in Sushko, V., »Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis«, *BIS Bulletin*, št. 2, BIS, april 2020.

¹⁸ Večja občutljivost je lahko na primer povezana z dejstvom, da so takšne strategije trgovanja na splošno močno vzvodene in izpostavljene spremembam repo obrestnih mer in termnskih marž. Glej tudi Avalos, F. in Sushko, V., »Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures«, *BIS Quarterly Review*, BIS, september 2023, Box A; ter Barth, D., Kahn, R.J. in Mann, R., »Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?«, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, avgust 2023.

razmer. Prvi pristop proučuje, ali se vpliv ameriške denarne politike razlikuje glede na raven likvidnosti trga državnih vrednostnih papirjev ZDA, merjeno z »odstopanjem zlepka«, tj. razliko med opazovano krivuljo donosnosti in interpolirano krivuljo zlepka (kot je prikazano v grafu A). Z drugim pristopom se preverja, ali se vpliv ameriške denarne politike razlikuje glede na velikost neto pozicij, ki jih imajo skladi s finančnim vzvodom v terminskih pogodbah na ameriške državne vrednostne papirje (kot je prikazano v grafu B). Šoki denarne politike ZDA se odkrivajo z dnevni modelom Bayesove vektorske avtoregresije (BVAR), v katerih se uporabi omejitev predznaka in so kalibrirani na povprečno znižanje donosnosti 10-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA za 10 bazičnih točk v enem tednu.¹⁹ Kontrole pri ocenjevanju sprememb volatilitnosti delniških trgov in gospodarski aktivnosti v lokalnih projekcijah vključujejo slepo spremenljivko, da se kontrolira za pandemično obdobje.

Analiza nakazuje, da je vpliv šoka denarne politike ZDA večji, kadar je likvidnost trga nizka ali kadar so vzvodene kratke pozicije velike. Vpliv šoka denarne politike ZDA na donosnost 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA je večji, kadar je likvidnost trga ameriških državnih vrednostnih papirjev razmeroma nizka (graf C, slika a).²⁰ To je skladno s prejšnjimi študijami, ki kažejo, da finančni trgi ponavadi postanejo bolj občutljivi na informacije, kadar je likvidnost trga omejena.²¹ Podobno je šok denarne politike ZDA na donosnost 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA navadno večji, če imajo skladi s finančnim vzvodom razmeroma velike neto kratke pozicije v terminskih pogodbah na državne vrednostne papirje ZDA (graf C, slika b).²² 68-odstotni intervali zaupanja ocenjenih učinkov se nekoliko prekrivajo, kar kaže, da se občutljivost trga na šoke od države do države sicer razlikuje, vendar razlike niso vedno velike.

¹⁹ Za več podrobnosti o dnevni modelu BVAR glej Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. in Van Robays, I., »[What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#)«, *Working Paper Series*, št. 2560, ECB, maj 2021.

²⁰ Šok denarne politike ZDA, ki po velikosti ustreza povprečnemu vplivu v velikosti 10 bazičnih točk na donosnost 10-letnih državnih obveznic ZDA, povzroči, da se donosnost 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA po enem tednu zviša za okrog 13 bazičnih točk, kadar je likvidnost nizka, vendar samo za približno 7 bazičnih točk, ko je likvidnost trga ameriških državnih vrednostnih papirjev razmeroma visoka.

²¹ Glej na primer Guimaraes, R., Pinter, G. in Wijnandts, J.C., »[The liquidity state-dependence of monetary policy transmission](#)«, *Staff Working Papers*, št. 1045, Bank of England, oktober 2023; de Vette, N., Klaus, B., Kördel, S. in Sowiński, A., »[Why market and funding liquidity matter and how they interact](#)«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2023, Special Feature A, Section 2; ter Adrian, T. in Shin, H.S., »[Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles](#)«, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No 1, Federal Reserve Bank of New York, januar/februar 2008.

²² Ocene kažejo, da se v odziv na šok denarne politike donosnost 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA poveča za približno 12 bazičnih točk, ko so neto kratke pozicije skladov s finančnim vzvodom velike, a za samo okoli 9 bazičnih točk, ko so te kratke pozicije razmeroma majhne.

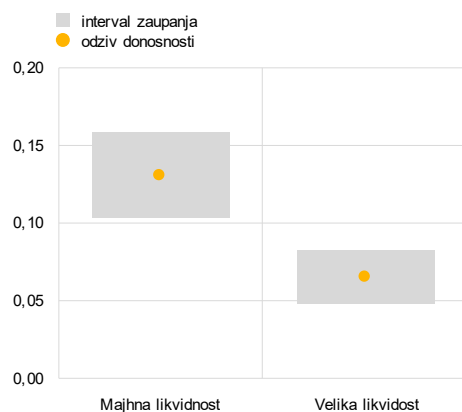
Graf C

Vpliv šoka denarne politike ZDA glede na razmere na trgu ameriških državnih vrednostnih papirjev

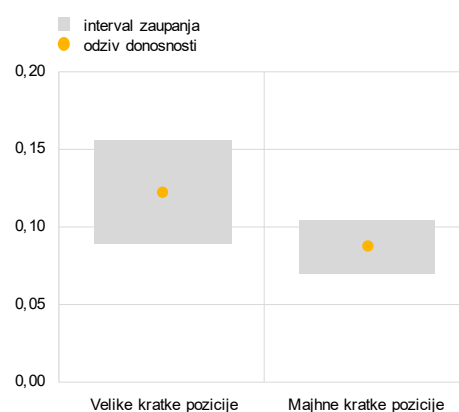
Ocenjeni odziv donosnosti 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA glede na:

a) likvidnost trga državnih vrednostnih papirjev b) neto kratke pozicije v državnih vrednostnih papirjih ZDA

(v odstotnih točkah)



(v odstotnih točkah)



Viri: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Rumene pike predstavljajo srednjo oceno odziva 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA na šok denarne politike. Šok ustreza zmanjšanju donosnosti 10-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA za okrog 10 bazičnih točk v enem tednu in se oceni v dnevem modelu BVAR z uporabo kombinacije omejitev predznaka in relativne velikosti. Impulzni odzivi so prikazani v času šoka in so ocenjeni na podlagi lokalnih projekcij, ki omogočajo upoštevanje odvisnosti od razmer, in sicer na podlagi Ramey, V. in Zubairy, S., »Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data«, *Journal of Political Economy*, zvezek 126(2), april 2018, str. 850–901, pri čemer je predpostavljeno, da ima gama parametra prehoda stanja vrednost 2. V oceni so uporabljeni tedenski podatki za obdobje 2010–2023, pri čemer se kontrolira za gospodarsko aktivnost, pogoje financiranja, obrestne mere in negotovost na trgu (merjeno z indeksom Citigroup Economic Surprise Index, razmikom med donosnostjo 10-letnih in 2-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA, indeksom finančnih razmer ter indeksom VIX in MOVE) ter vključuje slepo krizno spremenljivko za pandemijo v obdobju od februarja do maja 2020. Razmere so opredeljena na podlagi likvidnosti na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA (slika a) in neto pozicij skladov s finančnim vzvodom v terminskih pogodbah na državne vrednostne papirje ZDA (slika b). Osenčena polja se nanašajo na 68-odstotni interval zaupanja na podlagi standardnih napak Newey-West. Zadnji podatki: september 2023

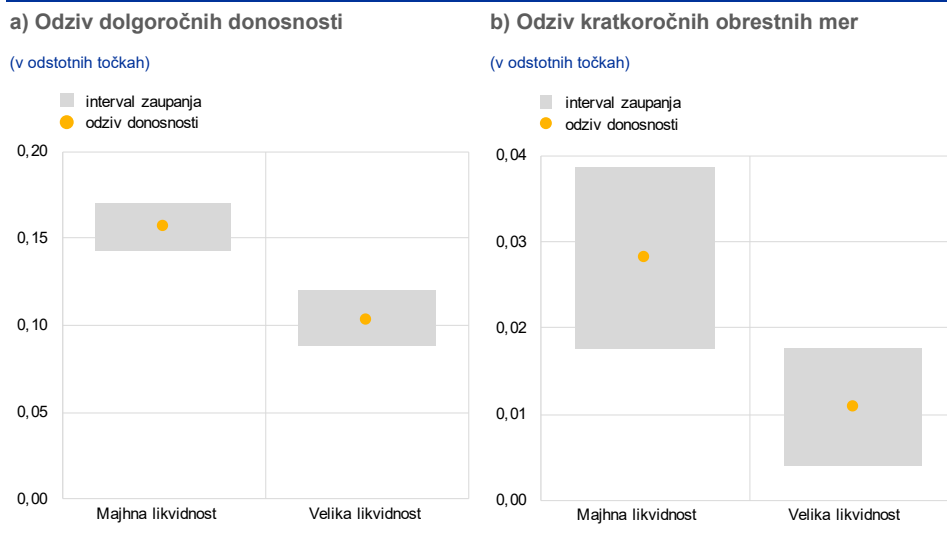
Rezultati prav kažejo, da razmere na trgu ameriških državnih vrednostnih papirjev lahko okrepijo odziv obvezniških trgov drugih držav na ameriško denarno politiko.

Vpliv šoka denarne politike ZDA na obvezniške trge v drugih razvitih gospodarstvih je rahlo večji, če je likvidnost trga ameriških državnih vrednostnih papirjev manjša kot običajno (graf D, sliki a in b).²³ To bi lahko bilo povezano s pomembno vlogo ameriških državnih vrednostnih papirjev pri različnih strategijah trgovanja in pri določanju referenčnih cen ter z dejstvom, da je poslabšanje likvidnostnih razmer na ameriških trgih lahko povezano tudi z zmanjševanjem likvidnosti na svetovnem trgu.

²³ Šok denarne politike ZDA je povezan s povečanjem tuje dolgoročne donosnosti za okrog 16 bazičnih točk in zvišanjem tujih kratkoročnih obrestnih mer za okrog 3 bazične točke, kadar je likvidnost trga ameriških državnih vrednostnih papirjev manjša kot običajno, v primerjavi z okrog 10 oziroma 1 bazično točko, kadar je likvidnost na običajni ravni.

Graf D

Ocenjeni odziv donosnosti v drugih razvitih gospodarstvih na šok denarne politike ZDA glede na likvidnostne razmere na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA



Viri: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Rumene pike predstavljajo srednjo oceno odziva dolgoročnih donosnosti (slika a) in kratkoročnih obrestnih mer (slika b) v razvitih gospodarstvih na šok denarne politike ZDA. Šok ustreza zmanjšanju donosnosti 10-letnih državnih vrednostnih papirjev ZDA za okrog 10 bazičnih točk v enem tednu in se oceni v dnevnem modelu BVAR z uporabo kombinacije omejitev predznaka in relativne velikosti. Impulzni odzivi so prikazani en teden po šoku in ocenjeni za obdobje 2010–2023 na podlagi lokalnih projekcij, ki omogočajo upoštevanje odvisnosti od razmer. Navedene ocene koeficientov lokalnih projekcij se poročajo v odvisnosti od razmer na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA. Stanje likvidnosti trga ameriških državnih vrednostnih papirjev je opredeljeno z uporabo približka, ki temelji na povprečnih napakah donosnosti ameriških državnih obveznic na podlagi prilagojene krivulje donosnosti državnih obveznic ZDA. Dodatne kontrole vključujejo indeks volatilnosti delniškega trga VIX, indeksa Citi Economic Surprise za ZDA in svet ter časovne zamike odvisne spremenljivke. Osenčena polja se nanašajo na 68-odstotni interval zaupanja na podlagi standardnih napak Newey-West.

Zadnji podatki: september 2023

Empirična analiza na splošno kaže, da bi bili odzivi domačih in svetovnih obvezniških trgov na ameriško denarno politiko lahko močnejši pri določenih razmerah na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA. Te ugotovitve lahko deloma pojasnijo razmeroma velike prilagoditve donosnosti ameriških državnih vrednostnih papirjev v letu 2023, saj je upadanje likvidnosti trga državnih vrednostnih papirjev ZDA lahko eden od dejavnikov, ki so prispevali k večji občutljivosti donosnosti. Empirični rezultati ilustrirajo tudi povezavo med razmerami na trgu državnih vrednostnih papirjev ZDA in širšo občutljivostjo obvezniških trgov na denarno politiko.

Pripravili Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe in Denise Rößler

Razmerje med geopolitičnimi gibanji in ceno nafte ni enoznačno. Zgodovinsko gledano med cenami nafte in geopolitičnimi dogodki, kot so stopnjevanje napetosti med državami ali teroristični napadi, ni jasne povezave. Tako se je denimo cena nafte Brent takoj po napadih 9. novembra 2001 zvišala za 5% (približno petkrat več od povprečne dnevne spremembe cene nafte Brent med letoma 2000 in 2023). A zatem je v 14 dneh zaradi zaskrbljenosti glede upadajočega povpraševanja po nafti upadla za okrog 25%. Ko je Rusija februarja 2022 napadla Ukrajino, se je cena nafte Brent v prvih dveh tednih po invaziji zvišala za skoraj 30%. Vendar se je zatem spet znižala in se po približno osmih tednih vrnila na raven pred invazijo. V zadnjem času se je cena nafte Brent po terorističnih napadih na Izrael 7. oktobra 2023 zvišala za okrog 4%, nato pa se je postopno stabilizirala.¹ Za širši pogled graf A prikazuje svetovni indeks geopolitičnih tveganj Caldara in Iacoviello (2022) ter logaritem cene surove nafte Brent.² Indeks se izračunava z metodo analize besedil za časopisne članke in s spremljanjem novinarskega poročanja o dogodkih, povezanih z geopolitičnimi napetostmi po vsem svetu.³ Veliki skoki indeksa, ki zajemajo glavne geopolitične dogodke, niso sistematično povezani z višjimi ali bolj volatilnimi cenami nafte. Nasprotno, po številnih dogodkih cene nafte več mesecev ostajajo nizke.

¹ Po enem mesecu je bila cena nafte Brent nižja kot dan pred napadi, in sicer 79 USD za sod.

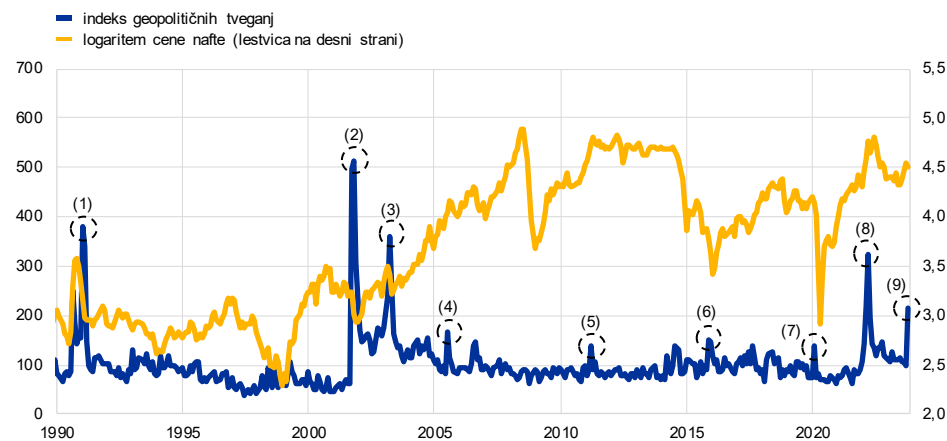
² Caldara, D. in Iacoviello, M., »[Measuring Geo Policy Risk](#)«, *American Economic Review*, American Economic Association, zvezek 112, št. 4, 2022, str. 1194–1225.

³ Indeks temelji na desetih časnikih (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* in *The Washington Post*). Oblikovan je tako, da se v vsakem časniku za vsak mesec prešteje število člankov, povezanih z neugodnimi geopolitičnimi dogodki (kot delež skupnega števila člankov). Izračunava se ločeno za svetovno gospodarstvo in za 44 držav.

Graf A

Cene nafte in geopolitično tveganje od leta 1990

(lestvica na levi strani: indeks; lestvica na desni strani: logaritem cene surove nafte Brent)



Viri: Haver, Caldara in Iacoviello (2022) ter izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023. Oštevilčeni vrhovi se nanašajo na naslednje geopolitične dogodke: (1) zalivska vojna; (2) teroristični napadi 9. novembra 2001; (3) invazija na Irak; (4) teroristični napad v Londonu; (5) arabska pomlad in državljanska vojna v Libiji; (6) teroristični napadi v Parizu; (7) napad na veleposlaništvo ZDA v Iraku; (8) ruska invazija na Ukrajino; (9) vojna med Izraelom in Hamasom.

Geopolitični šoki lahko vplivajo na cene nafte preko nižje gospodarske aktivnosti ali preko večjih tveganj za ponudbo surovin.

Načeloma lahko geopolitično tveganje vpliva na cene nafte in surovin po dveh glavnih kanalih. Prvič, večje geopolitične napetosti delujejo kot negativen šok za svetovno povpraševanje, saj povečujejo negotovost glede prihodnjih gospodarskih gibanj, kar negativno vpliva na potrošnjo in naložbe ter lahko ovira mednarodno trgovinsko menjavo. Skupaj ti dejavniki povzročajo krčenje svetovne gospodarske aktivnosti, kar v končni fazi zmanjšuje svetovno povpraševanje po nafti in znižuje cene nafte. To se imenuje kanal gospodarske aktivnosti. Drugič, kanal tveganj vključuje možnost, da finančni trgi v ceni nafte upoštevajo večja tveganja za prihodnjo ponudbo, kot so ta, ki neposredno izhajajo iz sedanjega geopolitičnega šoka. To povečuje denarno vrednost imetja naftnih pogodb, znano tudi kot premija za razpoložljivost (*convenience yield*), in ustvarja pritisk na dvig cene nafte Brent.⁴ Ta dva kanala potiskata trg nafte v nasprotni smeri in kateri kanal prevlada, je empirično vprašanje. Dodatni dejavnik so proizvajalci nafte, ki lahko prilagodijo obseg proizvodnje, da bi stabilizirali cene.

V povprečju svetovni geopolitični šok povzroči pritisk navzdol na ceno nafte.

Odziv naftnih cen – merjen z nafto Brent – na svetovne geopolitične šoke je mogoče ugotoviti z modelom VAR, ki izravnava odziv proizvajalcev nafte ter kontrolira za svetovno gospodarsko aktivnost in finančni cikel.⁵ Model zajema obdobje od januarja

⁴ Glej Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. in van den Goorbergh, R., »An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia«, *Journal of Finance*, American Finance Association, zvezek 69, št. 1, 2014, str. 453–482.

⁵ Šoki se ugotavljajo s Choleskyjevo metodo urejanja po vrstnem redu, pri čemer je indeks geopolitičnih tveganj (GPR) na prvem mestu, kot v Caldara in Iacoviello, op. cit. Urejanje po vrstnem redu implicira, da vsaka sočasna korelacija med ekonomskimi spremenljivkami in indeksom geopolitičnih tveganj odraža vpliv geopolitičnih dogodkov na ekonomske spremenljivke in ne obratno. Caldara in Iacoviello navajata obsežno validacijo te predpostavke o eksogenosti.

2000 do oktobra 2023 in je ocenjen z Bayesovimi metodami.⁶ V grafu B sta prikazana začetni in ocenjeni 3-mesečni odziv cene nafte Brent na geopolitični šok v velikosti enega standardnega odklona, kar ustreza približno eni desetini vrednosti, ki jo je indeks predpostavljala po napadih 9. novembra 2001 (rumena pika v stolpcu, ki se nanaša na svetovni geopolitični šok). Ocenjena elastičnost kaže, da svetovni geopolitični šoki potrebujejo nekaj časa, da vplivajo na ceno nafte Brent, ki sprva ostane stabilna (tj. elastičnost ni bistveno večja od nič), nato pa po enem četrletju upade za približno 1,2%. To nakazuje, da pri odzivanju naftnih trgov prevladuje kanal gospodarske aktivnosti – posredni vpliv na povpraševanje zaradi večje negotovosti.⁷ Z drugimi besedami, svetovni geopolitični šoki navadno predstavljajo navzdol usmerjeno tveganje za ceno nafte.

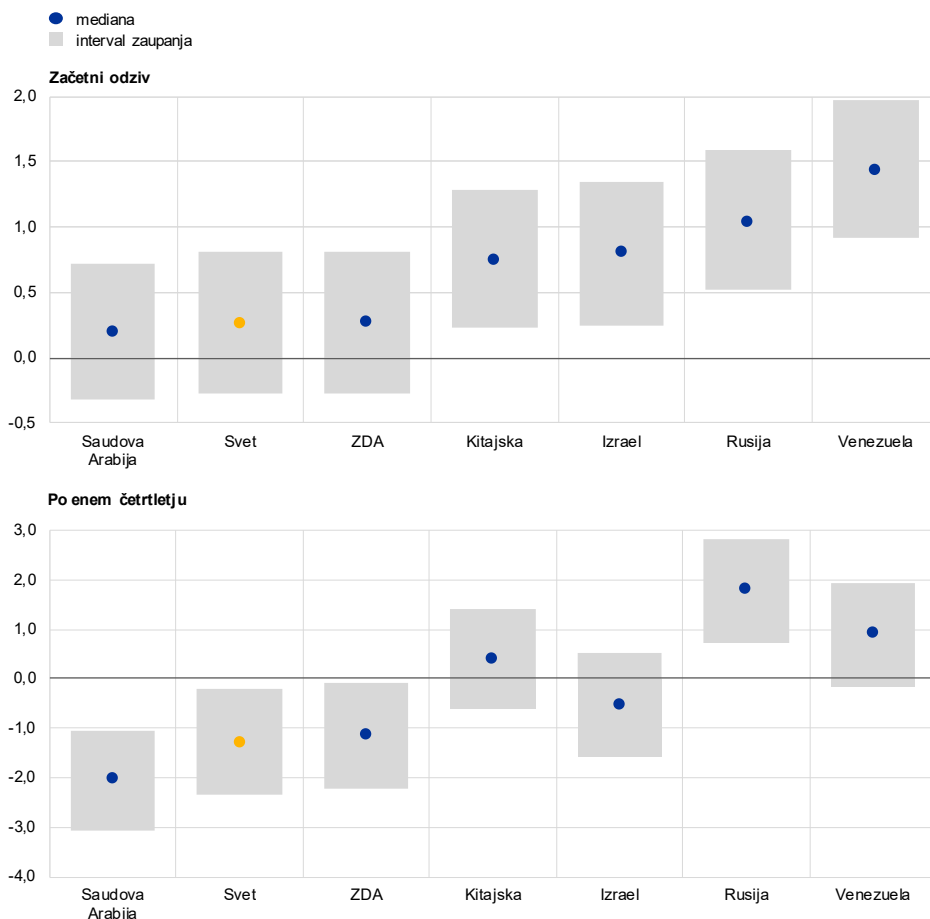
⁶ Natančneje, model VAR vsebuje 12 zamikov petih mesečnih spremenljivk: indeks geopolitičnih tveganj, logaritem cene nafte Brent, logaritem svetovne industrijske proizvodnje, logaritem cene na ameriškem borznem trgu in dveletna donosnost, s katero se zajame svetovni finančni cikel. Model je ocenjen z uporabo Bayesovih metod in standardnih predhodnikov Minnesota (*priors*). Rezultati so odporni na upoštevanje pandemije COVID-19 kot v Lenza, M., in Primiceri, G.E., »[How to assessment a vector autoregression after March 2020](#)«, *Journal of Applied Econometrics*, zvezek 37, št. 4, 2022, str. 688–699. Vzorec zajema obdobje od januarja 2000 do oktobra 2023.

⁷ Svetovna industrijska proizvodnja se v istem obdobju skrči za približno 0,1%, tečajni delnic pa upadejo za 0,5%.

Graf B

Ocenjeni odzivi cen nafte na geopolitične šoke, specifične za posamezno državo, in na svetovne geopolitične šoke

(v odstotkih)



Viri: Haver, Caldara in Iacoviello (2022) ter izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje odziv cene nafte Brent na geopolitični šok v velikosti enega standardnega odklona. Šoki se ugotavljajo kot v Caldara in Iacoviello (2022), pri čemer se ocenijo modeli VAR za posamezne države s Choleskyjevo metodo, indeks geopolitičnih tveganj pa je na prvem mestu. Vsak VAR vključuje indeks geopolitičnih tveganj za posamezno državo, svetovno industrijsko proizvodnjo, ceno nafte Brent, indeks domačega delniškega trga in donosnost 2-letnih državnih obveznic ZDA. Vse spremenljivke razen indeksa in donosnosti 2-letnih obveznic se vnesejo v logaritamski obliki. Vzorec zajema obdobje od januarja 2000 do oktobra 2023. Države so razvrščene po velikosti začetnega odziva.

Vpliv geopolitičnih šokov se od države do države razlikuje glede na izvor šoka.

Napetosti, ki izvirajo iz glavnih proizvajalcev nafte ali iz držav, ki imajo strateško vlogo pri distribuciji naftnih derivatov, lahko različno vplivajo na naftne trge. Če države, ki so vpletene v geopolitične napetosti, predstavljajo majhen delež svetovnega gospodarstva, verjetno ne bodo bistveno vplivale na svetovno rast, in to bi načeloma slabilo kanal gospodarske aktivnosti. Če pa so udeležene države ključne proizvajalke na svetovnih naftnih trgih, bi lahko tveganja v zvezi s ponudbo nafte povzročila precejšen pritisk na rast cen. To hipotezo je mogoče testirati tako, da se oceni odziv cene nafte Brent na geopolitični šok, specifičen za posamezno državo, v primerjavi z odzivom na svetovni geopolitični šok. V ta namen graf B prikazuje tudi ocenjeno elastičnost cene nafte na geopolitične šoke, ki izvirajo iz nekaterih največjih proizvajalk nafte (ZDA, Saudove Arabije, Rusije in Kitajske), Venezuele (ki ima največje naftne rezerve) in Izraela (ki sam ni proizvajalka nafte, je

pa ključni akter v politiki Bližnjega vzhoda).⁸ Ocene kažejo na precejšnje razlike v odzivih posameznih držav, kar nakazuje, da vsi geopolitični šoki niso enaki. Šoki iz ZDA se obnašajo podobno kot svetovni šoki: odziv je sprva zelo majhen, po enem četrtnem letu pa postane negativen, in sicer za $-1,1\%$. To ni presenetljivo glede na pomembno vlogo ZDA v svetovnem gospodarstvu. Odzivi so drugačni, ko gre za šoke iz drugih virov. Šoki v Saudovi Arabiji še vedno povzročajo krčenje, kar kaže, da geopolitična gibanja v tej državi sledijo svetovnim vzorcem.⁹ Nasprotno pa geopolitične napetosti, povezane s Kitajsko, Izraelom, Rusijo in Venezuelo, ustvarijo pritisk na ceno nafte Brent, ki se tako nemudoma zviša za od $0,8\%$ do $1,5\%$.¹⁰ Za te države očitno dominira kanal tveganj: cene nafte se zvišajo, ker trgovci pričakujejo motnje v ponudbi nafte v prihodnosti.

Pritiski na cene nafte, ki izhajajo iz neugodnih geopolitičnih šokov, so na splošno kratkotrajni, saj elastičnost za večino držav postane zanemarljiva že po enem četrtnem letu.¹¹ Cenovni pritiski, ki so posledica geopolitičnih šokov v večini držav, so kratkotrajni, saj se zaskrbljenost glede prihodnje ponudbe nafte hitro pomiri.¹² Vseeno lahko cenovni učinki vztrajajo dalj časa, odvisno od trajanja geopolitičnih napetosti v obravnavanem vzorcu ali zaradi dejavnikov, značilnih za posamezno državo. Empirični podatki na splošno kažejo, da imajo geopolitični šoki lahko različne posledice, odvisno od tega, katere države so vpletene. Nedavna povečana geopolitična negotovost kaže, da je treba ugotoviti naravo geopolitičnih šokov, da bi lahko razumeli, kako bodo vplivali na cene nafte in inflacijo.

⁸ Iran in Irak – dve drugi pomembni proizvajalki nafte – sta izključeni, ker zanju ustrezen državni indeks ni na voljo. Namesto tega je vključen Izrael kot najbližja geopolitična sosedna Irana, saj napetosti v Izraelu pogosto vključujejo tudi Iran. V tem primeru se elastičnost izračuna tako, da se svetovni indeks nadomesti z enim od indeksov za posamezne države. VAR kontrolira za lokalna in svetovna makroekonomska gibanja ter uporablja indeks kot interni instrument za ugotavljanje geopolitičnih šokov, specifičnih za posamezne države.

⁹ Svetovni indeks geopolitičnih tveganj in indeks geopolitičnih tveganj za Saudovo Arabijo sta tesno korelirana.

¹⁰ Rezultati za Izrael bi lahko zajeli morebitno udeležbo Irana, ki je ena največjih proizvajalk nafte, v geopolitičnih napetostih.

¹¹ Kar zadeva Rusijo, geopolitični šoki po enem četrtnem letu še vedno vplivajo na naftne trge, saj cene ostajajo 2% višje. V primeru ruske invazije na Ukrajino leta 2022 to lahko odraža uvedbo embarga na uvoz nafte iz Rusije.

¹² To je verjetno posledica dejstva, da so geopolitične napetosti kratkotrajne, ali pa dejstva, da se ponudba nadomesti z drugimi proizvajalci nafte. Podatki očitno ne podpirajo alternativne razlage, da se svetovno povpraševanje skrči po regionalnih geopolitičnih šokih v teh gospodarstvih, saj je odziv svetovne proizvodnje v modelih VAR za posamezne države navadno neznačen.

3 Potencialni proizvod v času začasnih šokov na strani ponudbe

Pripravili Guzmán González Torres, José Emilio Gumiel in Béla Szörfi

Pomembnejše mednarodne institucije ocenjujejo, da je bila v zadnjih letih proizvodna vrzel v euroobmočju kljub povečanju osnovne inflacije še vedno negativna ali zelo blizu nič.¹ Ocene potencialnega proizvoda, ki so jih ob

analiziranju javnofinančne, finančne in zunanje vzdržnosti pripravile mednarodne institucije, kot so Mednarodni denarni sklad (MDS), Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) in Evropska komisija, so izračunane ob predpostavki, da potencialni proizvod večinoma niha le kot odziv na srednjeročne – tj. trajne ali zelo vztrajne – strukturne šoke.² Ta pristop se je ohranil med pandemijo in s tem povezanim šokom na strani ponudbe, pri čemer so mnogi domnevali, da bo zaradi odprave ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa in podporne vloge makroekonomskih politik prehod.³

Preprost model agregatnega povpraševanja in agregatne ponudbe ponazarja, kako začasni šoki na strani ponudbe, zaradi katerih se potencialni proizvod sicer ne spremeni, ustvarijo proizvodno vrzel v negativni korelaciji z inflacijo.⁴

Model predvideva, da pozitivni šoki na strani agregatnega povpraševanja ustvarijo pozitivno proizvodno vrzel, ob tem pa se povečata tako gospodarska aktivnost kot tudi inflacija (graf A, slika a). Hkrati začasni neugodni šoki na strani ponudbe – taki, ki povzročijo inflacijo, vendar ne spremenijo potencialnega proizvoda – potisnejo aktivnost pod potencialno raven. Z drugimi besedami, taki šoki povzročijo negativno proizvodno vrzel (graf A, slika b). Padec aktivnosti ob hkratni rasti inflacije, ki ne povzroči negativne proizvodne vrzeli, je mogoč le, če se potencialni proizvod zmanjša vsaj toliko kot gospodarska aktivnost. Če to ne vpliva na potencialni proizvod in ob predpostavki, da ni pomembnih sekundarnih učinkov s strani zvišanja plač, se bo inflacija vrnila na začetno raven. V prvem primeru se bo proizvodna vrzel

¹ Glej »Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year«, Evropska komisija, Bruselj, november 2023, »World Economic Outlook: Navigating Global Divergences«, MDS, Washington D.C., oktober 2023, in »Economic Outlook: Restoring growth«, OECD, Pariz, november 2023.

² Glej Chalaux, T., in Guillemette, Y., »The OECD Potential Output Estimation Methodology«, *Economics Department Working Papers*, št. 1563, OECD, Pariz, 2019, Havik, K. et al., »The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps«, *Economic Papers*, 535, Evropska komisija, Bruselj, november 2014, in De Resende, C., »IEO Evaluation Report«, *IMF Forecasts*, neodvisni evalvacijski urad Mednarodnega denarnega sklada, Washington D.C., april 2014, poglavje 5.

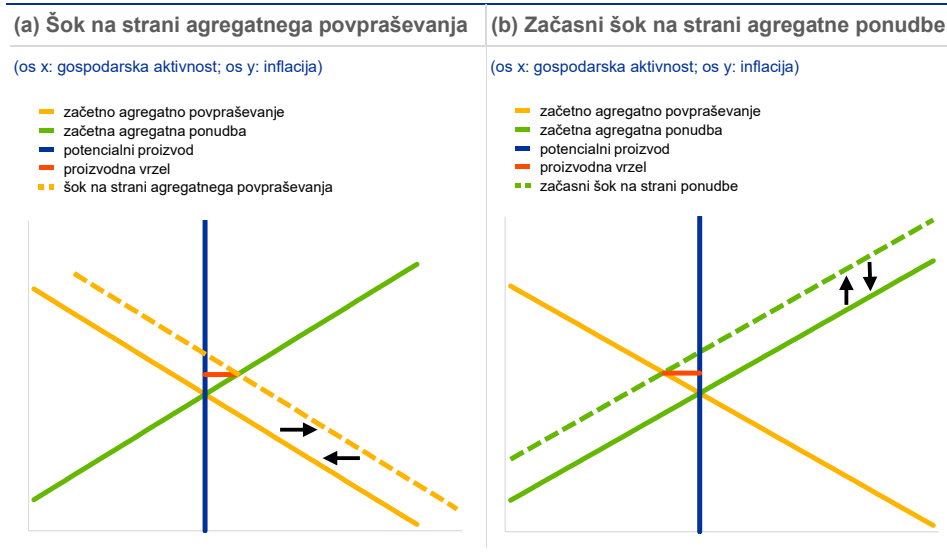
³ Več podrobnosti je v članku z naslovom »The impact of COVID-19 on potential output in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, Frankfurt na Majni, 2020.

⁴ Makroekonomska teorija zajema različne pojme potencialnega proizvoda, ki se razlikujejo glede na to, v kolikšni meri se beleženje razmeroma stabilne dolgoročne ravni proizvodnje usklajuje na račun signaliziranja inflacijskih pritiskov ob prisotnosti začasnih šokov, ki prizadenejo proizvodno zmogljivost gospodarstva. Glej na primer Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H., in Pisani, M., »Potential Output in DSGE Models«, *Working Paper Series*, št. 1351, ECB, Frankfurt na Majni, 2011. Mednarodne institucije ponavadi merijo potencialni proizvod kot najvišjo raven gospodarske aktivnosti, ki jo je mogoče vzdrževati na dolgi rok. Zato ta merila potencialnega proizvoda odražajo srednje- do dolgoročni pogled na gospodarsko aktivnost, pri čemer se stopnje rasti skozi čas spreminjajo razmeroma počasi. Razlika med dejanskim in potencialnim proizvodom se imenuje proizvodna vrzel ter odraža ciklični položaj gospodarstva. V normalnih časih – torej, ko šoki na strani povpraševanja narekujejo fazo gospodarstva – naj bi bila proizvodna vrzel znak kratkoročnih inflacijskih pritiskov.

približala ničli s pozitivne ravni, medtem ko se bo v drugem primeru vrnila na nič z negativne ravni.

Graf A

Preprost model agregatnega povpraševanja in agregatne ponudbe



Vir: strokovnjaki ECB.

Opombe: Graf ponazarja model agregatne ponudbe in agregatnega povpraševanja,⁵ pri čemer je gospodarska aktivnost prikazana na osi x in inflacija na osi y. Shema agregatne ponudbe predstavlja stopnjo inflacije, ki bi bila posledica cenovnih odločitev podjetij na katerikoli ravni aktivnosti v kratkoročnem obdobju. Shema agregatne ponudbe se premakne navzgor (navzdol) v odziv na spremembe v strukturi stroškov podjetij – kot so povečanje (zmanjšanje) vhodnih cen, zmanjšanje (povečanje) razpoložljivosti proizvodnih sredstev ter zmanjšanje (povečanje) produktivnosti – ter tudi v odziv na povečanje (zmanjšanje) inflacijskih pričakovanj podjetij. Shema agregatnega povpraševanja predstavlja količino blaga in storitev, po katerih kratkoročno povprašujejo gospodinjstva, podjetja, vlade in zunanji sektor ne glede na stopnjo inflacije. Shema agregatnega povpraševanja se premakne navzven (navznoter) v odziv na različne šoke na strani povpraševanja, na primer povečanje (zmanjšanje) dohodka gospodinjstev, zmanjšanje (povečanje) investicijskih stroškov, povečanje (zmanjšanje) državne potrošnje ali depreciacijo (apreciacijo) deviznih tečajev. Zaradi domnevne začasne narave prikazanih šokov se shemi najprej premakneta navzven (navzgor) in nato nazaj na prvotni položaj. Proizvodna vrzel se meri kot vodoravna razdalja med ravnotežno ravniho gospodarske aktivnosti in potencialnega proizvoda. Slednji naj bi ves čas ostal nespremenjen.

S pomočjo strukturnih modelov, kot je novi model za celotno območje (NAWM), je mogoče ponazoriti učinek šokov s ponudbene strani na potencialni proizvod.⁶ NAWM se uporablja za razčlenitev proizvodne vrzeli, ki jo oceni

Evropska komisija, kot opazovane spremenljivke. Pri tem se med drugim ločeno opredelijo dejavniki ponudbe in povpraševanja (graf B). Iz razčlenitve je razvidno, da se zato, ker se upošteva, da je potencialni proizvod razmeroma enakomeren, nedavno zabeleženi šoki na strani ponudbe v modelu opredelijo kot negativni dejavniki, ki prispevajo k proizvodni vrzeli. Hkrati kaže, da so imeli šoki na strani ponudbe pred nastopom pandemije omejeno vlogo in da so prevladovali šoki na strani povpraševanja. Skratka, prevlada šokov na strani ponudbe bi se z zgodovinskega vidika zdela kot izjemen pojav.

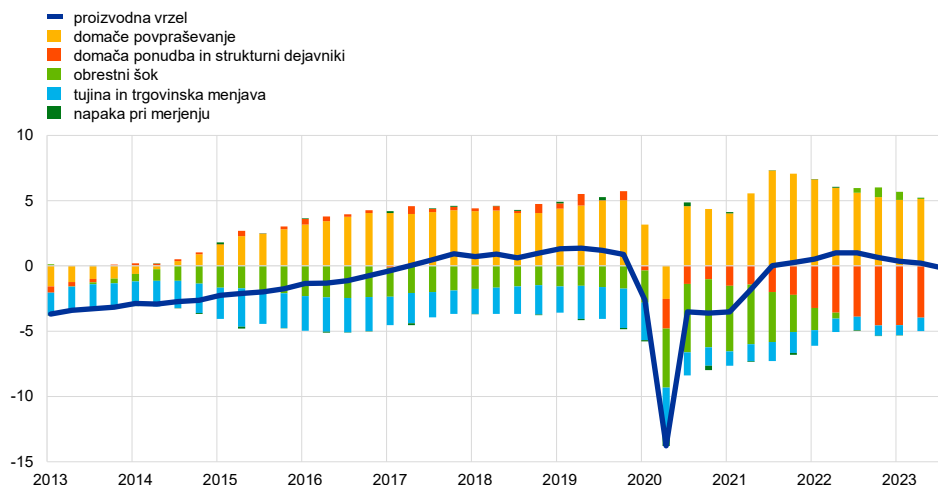
⁵ Glej na primer Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K., in Heffetz, O., »Principles of Economics«, osma izdaja, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

⁶ NAWM je dinamični stohastični model splošnega ravnotežja, ki se uporablja v projekcijah ECB. Glej Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S., in 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*, št. 2200, ECB, Frankfurt na Majni, november 2018.

Graf B

Interpolirane ocene proizvodne vrzeli, ki jo je pripravila Evropska komisija: razčlenitev šokov na podlagi NAWM

(os x: četrletja; os y: odstotek potencialnega proizvoda in prispevki v odstotkih)



Viri: jesenska gospodarska napoved Evropske komisije 2023 in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Evropska komisija ne zagotavlja četrletnih ocen proizvodne vrzeli. Zato so strokovnjaki ECB letne ocene proizvodne vrzeli interpolirali na četrletje. Kategorija »domača ponudba in strukturni dejavniki« vključuje naslednje prispevke: začetno stanje, šok v zvezi z diskontno stopnjo modela, trajni tehnološki šok, prehodni in investicijski tehnološki šok ter plačni in cenovni pritiski. »Obrestni šok« zajema šok v zvezi s kratkoročno obrestno mero in šok v zvezi z znižanjem cen bank pri poslovanju s prebivalstvom. »Domače povpraševanje« vključuje šok v zvezi z domačo premijo za tveganje in šok v zvezi z državno potrošnjo. Kategorija »tujina in trgovinska menjava« zajema šoke v zvezi z zunanjim povpraševanjem, tujimi cenami, obrestnimi merami 3-mesečnih in 10-letnih ameriških instrumentov, izvoznimi cenami konkurentov, cenami nafte, uvoznim povpraševanjem, izvoznimi preferencami, šoki s strani pribitkov v zvezi z izvoznimi in uvoznimi cenami ter šok v zvezi s premijo za tveganje v tujini.

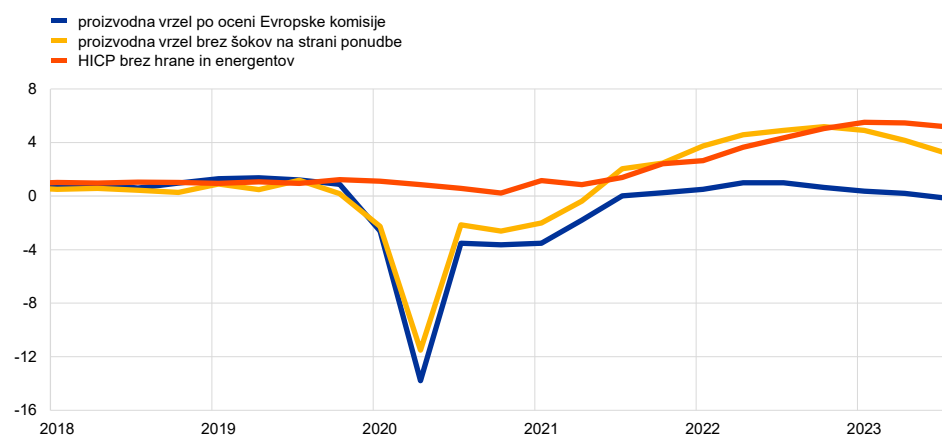
Če se ocene proizvodne vrzeli prilagodijo za zgoraj opredeljene šoke na strani ponudbe, bi bile vrzeli v letih 2021–2023 bolj pozitivne, čeprav bi to povzročilo bolj volatilno oceno potencialnega proizvoda. To bi bila neposredna posledica predpostavke, da so bili šoki na strani ponudbe, ugotovljeni z NAWM, trajnejši, kot kaže zgornja razčlenitev, ter so se zato večinoma absorbirali na ravni potencialnega proizvoda in ne proizvodne vrzeli (graf C, slika a). Ocena potencialnega proizvoda, ki izhaja iz tega miselnega preizkusa, se zmanjša leta 2020 in nato ponovno leta 2022 zaradi prehodnih šokov na strani ponudbe, kar močno poveča njeno volatilnost (graf C, slika b).

Graf C

Upoštevanje začasnih šokov na strani ponudbe v oceni potencialnega proizvoda, ki jo je pripravila Evropska komisija

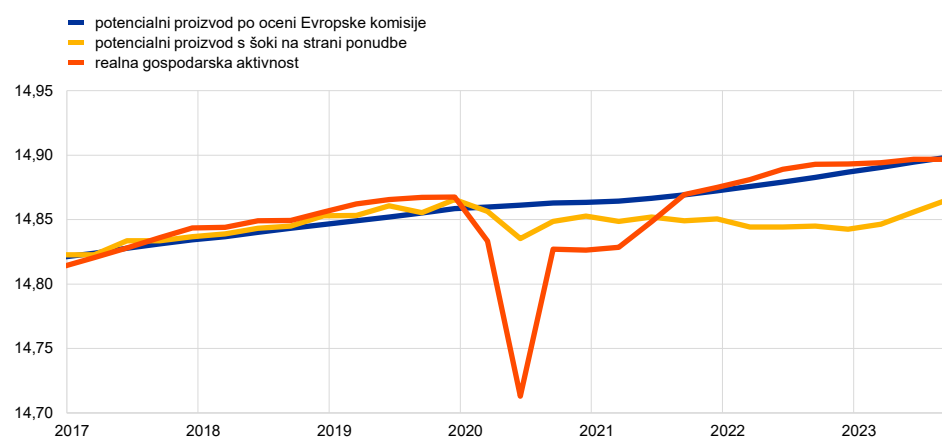
(a) Alternativne ocene proizvodne vrzeli in inflacija brez energentov in hrane

(os x: četrletja; os y: potencialni proizvod v odstotkih, letna sprememba v odstotkih)



(b) Alternativne ocene potencialnega proizvoda in realni BDP

(os x: četrletja; os y: logaritemske ravni)



Viri: jesenska gospodarska napoved Evropske komisije 2023 in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Serija »proizvodna vrzel brez šokov na strani ponudbe« prikazuje proizvodno vrzel po oceni Evropske komisije po tem, ko so bili odštet šoki na strani ponudbe, ugotovljeni z NAWM, kot so prikazani v grafu B. Serija »potencialni proizvod s šoki na strani ponudbe« prikazuje implicitno oceno potencialnega proizvoda, ki izhaja iz zgoraj omenjene ocene proizvodne vrzeli.

Anketni kazalniki prostih zmogljivosti zajemajo izkoriščenost zmogljivosti ali relativno moč povpraševanja, ne da bi bil potreben ekonomski model.

Taki kazalniki dajejo empirične smernice o tem, v kolikšni meri prehodne spremembe proizvodnih zmogljivosti na ravni podjetij vplivajo na raven potencialnega proizvoda, relevantne za inflacijo. Ankete o stopnji izkoriščenosti zmogljivosti podjetij kažejo, da je bila proizvodna zmogljivost podjetij v predelovalnih dejavnostih, storitvenih dejavnostih in gradbeništvu ob izbruhu pandemije razmeroma visoka, med pandemijo pa se njihova izkoriščenost zmogljivosti ni zmanjšala toliko, kot je

prikazano v standardnih ocenah proizvodne vrzeli.⁷ Izkoriščenost zmogljivosti je leta 2021 hitro okrevala in do začetka leta 2022 dosegla rekordno visoke vrednosti. V letih 2022–2023 se je močno zmanjšala v predelovalnih dejavnostih (vendar je ostala nad zgodovinskim povprečjem), medtem ko je v storitvenih dejavnostih in gradbeništvu ostala močna.

Kazalniki prostih zmogljivosti, pridobljeni iz anket na ravni podjetij, bolje odražajo dinamiko inflacije v zadnjih letih, vendar dajejo bolj volatilne vrednosti trendne gospodarske aktivnosti. Izkoriščenost zmogljivosti se giblje zelo podobno kot inflacija brez hrane in energentov, kar kaže nadaljnje, čeprav deloma vse manjše pritiske na rast osnovne inflacije (graf D, slika a). Ekonometrična analiza s pomočjo Phillipsove krivulje v reducirani obliki potrjuje, da anketni kazalnik prostih zmogljivosti povzroči nekoliko manjše napake v kratkoročni napovedi inflacije za zadnje obdobje visoke inflacije. Kazalniki prostih zmogljivosti, ki temeljijo na anketah na ravni podjetij, pa prikazujejo še bolj volatilno trendno gospodarsko aktivnost med pandemijo kot kazalnik prostih zmogljivosti na podlagi NAWM (graf D, slika b). Iz tega je mogoče sklepati, da ti kazalniki morda niso primerni za ocenjevanje srednjeročnega potencialnega proizvoda.

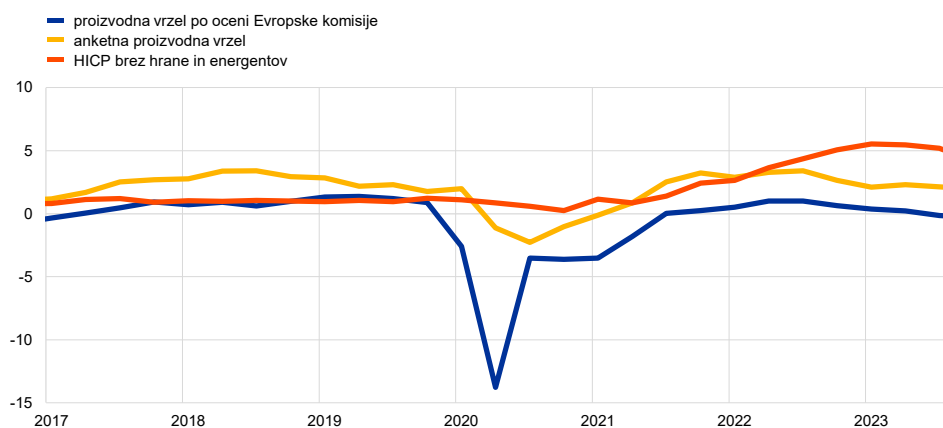
⁷ Z anketami Evropske komisije o poslovnih tendencah se merijo povprečna stopnja izkoriščenosti zmogljivosti podjetij in glavni ekonomski dejavniki, ki omejujejo proizvodnjo: povpraševanje, delovna sila, drugi inputi (material, oprema in prostor), finančne omejitve, vreme, drugo ali nič od naštetega. Medtem ko je izkoriščenost zmogljivosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih na voljo le od leta 2011, so serije za nekatere omejevalne dejavnike na voljo za oba sektorja in gradbeništvo od leta 2003. Med njimi povpraševanje kot omejevalni dejavnik proizvodnje močno korelira z izkoriščenostjo zmogljivosti. Slednja se zato uporablja kot približek za merjenje prostih zmogljivosti.

Graf D

Primerjava anketnega kazalnika prostih zmogljivosti in ocene proizvodne vrzeli, ki jo je pripravila Evropska komisija

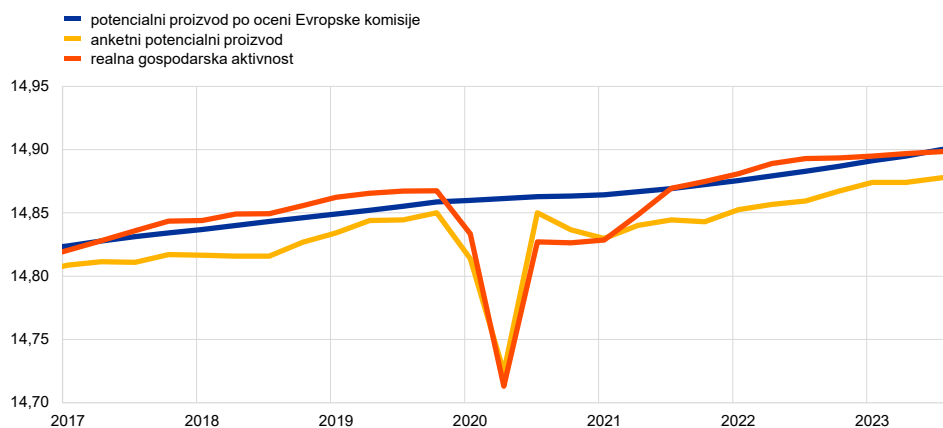
(a) Alternativni kazalniki proizvodne vrzeli ter inflacija brez energentov in hrane

(os x: četrletja; os y: odstotek potencialnega proizvoda, letna sprememba v odstotkih)



(b) Alternativni kazalniki potencialnega proizvoda in realni BDP

(os x: četrletja; os y: logaritemske ravni)



Viri: jesenska gospodarska napoved Evropske komisije 2023, strokovnjaki ECB in ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah.

Če povzamemo, alternativne ocene potencialnega proizvoda in proizvodne vrzeli lahko v določenih obdobjih dopolnjujejo srednjeročne ocene pomembnejših mednarodnih institucij. Zdi se, da predlagani dopolnilni kazalniki prostih zmogljivosti dajejo boljše kratkoročne napovedi inflacije v času začasnih šokov na strani ponudbe kot ocene proizvodne vrzeli, ki temeljijo na predpostavki enakomernega potencialnega proizvoda. Vendar pa je pri razlagi ocen, ki temeljijo na prostih zmogljivostih kot kazalnikih faze poslovnega cikla, potrebna previdnost, saj so izpeljane ocene potencialnega proizvoda bolj volatilne in lahko dajejo manj informacij o srednjeročnih obetih za rast gospodarstva.

Denarna politika in nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih

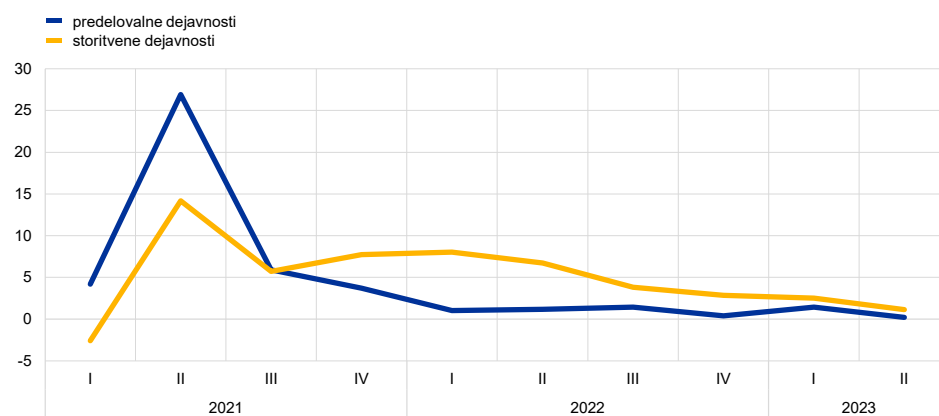
Pripravila Niccolò Battistini in Johannes Gareis

Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je upočasnila tako v predelovalnih kot tudi v storitvenih dejavnostih.¹ Od konca leta 2021 je gospodarska aktivnost, merjena kot realna bruto dodana vrednost, v sektorju tržnih storitev, tj. storitvenih dejavnostih brez javne uprave, izobraževanja, zdravstva in socialnih storitev, rasla precej hitreje kot v predelovalnih dejavnostih (graf A). To je bilo po eni strani posledica razmeroma živahnega povpraševanja po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov, na kar je spodbudno vplivalo ponovno odprtje gospodarstva po pandemiji, po drugi strani pa posledica šibkega povpraševanja, ozkih grl v svetovnih dobavnih verigah in, pozneje, zaostritve pogojev financiranja zaradi odziva denarne politike na hitro in močno rast inflacije.² V zadnjem času pa se je zmanjšala tudi aktivnost v storitvah, ki v gospodarskem ciklu navadno sledi predelovalnim dejavnostim.³ V tem okvirju obravnavamo aktivnost v predelovalnih dejavnostih v euroobmočju kot vodilni kazalnik aktivnosti v tržnih storitvah, pri čemer se osredotočamo na vlogo denarne politike.

Graf A

Gospodarska aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: »Predelovalne dejavnosti« se nanaša na realno bruto dodano vrednost v sektorju C klasifikacije NACE Rev.2 brez Irske. »Storitvene dejavnosti« se nanaša na realno bruto dodano vrednost v sektorjih od G do N in od R do U (tržne storitve) klasifikacije NACE Rev.2.

- ¹ Merilo aktivnosti v predelovalnih dejavnostih se nanaša na agregat euroobmočja, v katerega ni vključena Irska zaradi precejšnje volatilnosti tamkajšnjih proizvodov intelektualne lastnine. Glej okvir z naslovom »Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2023.
- ² Glej okvir z naslovom »Kakšno vlogo ima ponovno odpiranje gospodarstva v različnih državah in sektorjih?«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2023, okvir z naslovom »Vpliv višjih cen energentov na potrošnje storitev in proizvodov v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2022, in članek z naslovom »The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2023.
- ³ Analiza na podlagi ankete je predstavljena v okvirju z naslovom »The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2023.

Iz analize predhajanja/odloga je razvidno, da v gospodarskem ciklu aktivnost v predelovalnih dejavnostih predhaja aktivnost v storitvenih dejavnostih. Z

analizo so ocenjeni korelacijski koeficienti pri različnih predhajanjih in odlogih aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih od zadnjega četrtega leta 1999 do drugega četrtega leta 2023, in sicer za celotni vzorec in za 5-letne drseče časovne okvire. Rezultati kažejo, da naj bi predelovalne dejavnosti predhajale aktivnost v storitvenih dejavnostih, čeprav v zadnjem času v rahlo manjšem obsegu, medtem ko v obratni smeri jasnega razmerja predhajanja ni mogoče ugotoviti (graf B). Ti rezultati veljajo pri različnih obdobjih, potrjeni pa so z Grangerjevimi testi vzročnosti, iz katerih je razvidno, da se z aktivnostjo v predelovalnih dejavnostih bolje napoveduje aktivnost v storitvenih dejavnostih kot obratno. To lastnost predelovalnih dejavnosti je mogoče pojasniti z več značilnostmi blaga v razmerju do storitev, kot so večja odvisnost od tujega povpraševanja prek trgovinske menjave in konkurenčnosti, daljše dobavne verige in večji obratni kapital, potreben za proizvodnjo blaga, in večja trajnost blaga. Poleg tega input-output povezave med sektorjema navadno sprožijo učinke prelivanja, ki v povprečju večinoma prehajajo od predelovalnih dejavnosti k storitvenim.⁴ Te značilnosti pomenijo, da se aktivnost v predelovalnih dejavnostih navadno močnejše in hitreje odzove na nekatere gospodarske šoke, kot so spremembe obrestnih mer.⁵ Na splošno je na podlagi teh rezultatov mogoče sklepati, da dinamika predelovalnih dejavnosti vsebuje informacije, pomembne za kratkoročno dinamiko storitvenih dejavnosti in s tem za ostalo gospodarstvo. Vendar pa trenutno to morda še ni v celoti jasno razvidno zaradi učinkov ponovnega odprtja gospodarstva, ki so pozitivno prispevali k aktivnosti v storitvenih dejavnostih.⁶

⁴ V storitvenih dejavnostih so učinki prelivanja pomembni zlasti za poslovne storitve. Glej na primer okvir z naslovom »[Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2019. Ti učinki pa lahko potekajo tudi v drugi smeri, tj. od storitvenih k predelovalnim dejavnostim, kadar obstajajo veliki šoki, specifični za storitvene dejavnosti, kot so omejitve gibanja in ponovno odpiranje gospodarstva od začetka pandemije.

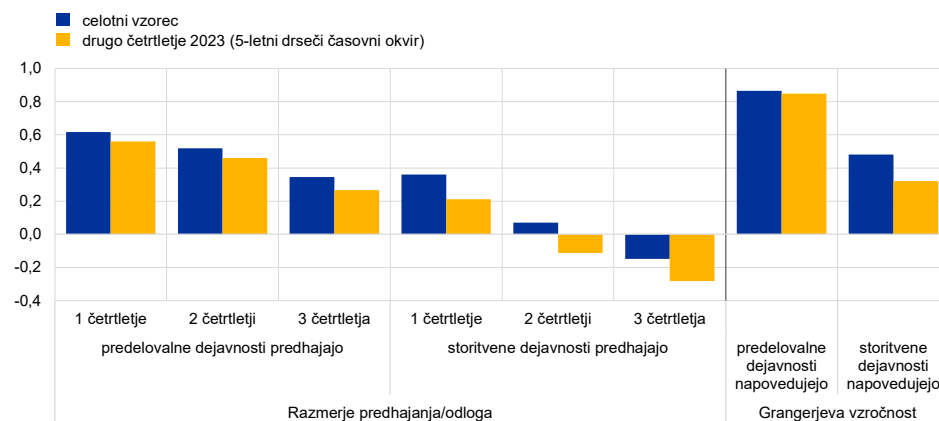
⁵ Glej na primer Dedola, L., in Lippi, F., »The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries«, *European Economic Review*, 49, št. 6, 2005, str. 1543–1569; Peersman, G., in Smets, F., »The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area«, *The Economic Journal*, 115, št. 503, 2005, str. 319–342; in Hahn, E., »[The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area](#)«, *Working Paper Series*, št. 796, ECB, 2007.

⁶ Glej okvir z naslovom »[Kakšno vlogo ima ponovno odpiranje gospodarstva v različnih državah in sektorjih?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, 2023.

Graf B

Razmerje predhajanja med aktivnostjo v predelovalnih dejavnostih in aktivnostjo v storitvenih dejavnostih

(razmerje predhajanja/odloga; korelacijski koeficient; Grangerjeva vzročnost: 1 minus p-vrednost)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Grangerjevi testi vzročnosti temeljijo na modelih vektorske avtoregresije s tremi spremenljivkami, in sicer realno bruto dodano vrednostjo v predelovalnih dejavnostih, storitvenih dejavnostih in ostalem gospodarstvu, ocenjeno med prvim četrtletjem 1999 in drugim četrtletjem 2023. Vrednost 1 minus p-vrednost se nanaša na verjetnost, da je mogoče hipotezo, da ni Grangerjeve vzročnosti, zavrniti.

Empirični model potrjuje, da šoki s strani denarne politike močnejše vplivajo na predelovalne dejavnosti kot na storitvene dejavnosti. Model Bayesove strukturne vektorske avtoregresije (BSVAR) zaradi lažjega prepoznavanja šokov s strani denarne politike (tj. nepričakovanih sprememb obrestnih mer) vključuje pristna presenečenja, ki izhajajo iz denarne politike in kot se kažejo v spremembah netveganih obrestnih mer v 1-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v času okrog objave sklepov ECB o denarni politiki. Vključuje tudi donosnost 1-letnih državnih obveznic, gospodarsko aktivnost v predelovalnih dejavnostih, storitvenih dejavnostih in ostalem gospodarstvu ter druge domače in tuje spremenljivke.⁷ Predpostavlja se, da šoki s strani denarne politike, ko nastopijo, povzročijo okrepitev gibanj obrestnih mer v zamenjavah na indeks transakcij čez noč in donosnosti državnih obveznic, v naslednjem letu pa upad gospodarske aktivnosti. Rezultati kažejo, da je vpliv šokov s strani denarne politike na predelovalne dejavnosti skoraj dvakrat močnejši in se pokaže približno dve četrtletji prej kot vpliv

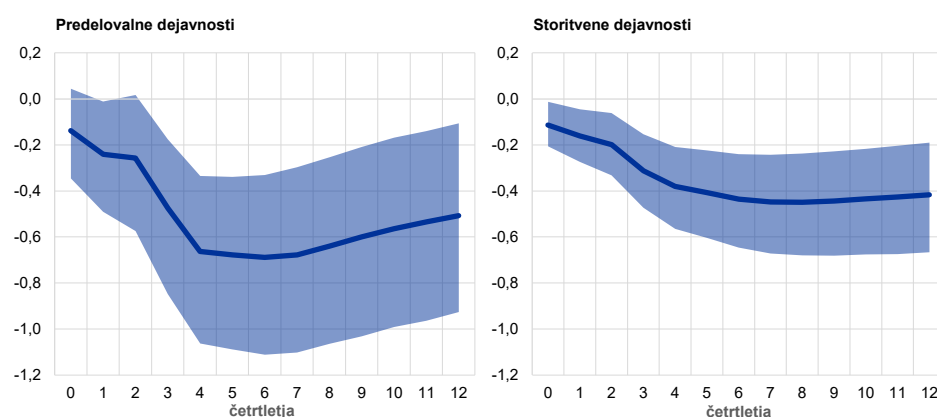
⁷ V modelu BSVAR se uporabljajo podatki za euroobmočje iz obdobja od prvega četrtletja 1999 do drugega četrtletja 2023. Model poleg pristnih presenečenj, ki izhajajo iz denarne politike, donosnosti 1-letnih državnih obveznic in realnih spremenljivk aktivnosti vključuje deflator zasebne potrošnje, efektivni devizni tečaj, tuje povpraševanje in indeks Global Supply Chain Pressure centralne banke Federal Reserve Bank of New York. Model na podlagi prilagoditve zaradi heteroskedastičnosti med pandemijo upošteva izrazito volatilnost makroekonomskih podatkov v letu 2020. Glej Lenza, M., in Primiceri, G., »How to estimate a vector autoregression after March 2020«, *Journal of Applied Econometrics*, 37, številka 4, junij/julij 2022, str. 688–699. Pristna presenečenja, ki izhajajo iz denarne politike, so identificirana z omejitvami predznaka na podlagi sprememb obrestnih mer v 1-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč in tečajev delnic v času okrog dogodkov v zvezi z denarno politiko iz podatkovne zbirke o denarni politiki euroobmočja. Zaradi presenečenja v obliki zaostritve denarne politike naj bi se zvišale obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč in znižali tečaji delnic v ozkem časovnem okviru v času okrog napovedi ukrepov denarne politike, medtem ko za presenečenje v obliki rahljanja denarne politike velja nasprotno. Ti presenečenja se nato seštejeta za zadevno četrtletje, s čimer dobimo enako četrtletno podlago kot za realne spremenljivke aktivnosti. Glej Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R., in Ragusa, G., »Measuring euro area monetary policy«, *Journal of Monetary Economics*, 108, december 2019, str. 162–179; ter Jarociński, M., in Karadi, P., »Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12, št. 2, april 2020, str. 1–43.

na storitvene dejavnosti, kar je večinoma skladno z novejšimi podatki, pridobljenimi z različnimi empiričnimi orodji (graf C).⁸ Na podlagi močnejšega in hitrejšega odziva predelovalnih dejavnosti na nepričakovane spremembe obrestnih mer je mogoče pojasniti njihovo lastnost vodilnega kazalnika v gospodarskem ciklu ter sklepati, da bi lahko imelo zaostrovanje denarne politike, poleg drugih dejavnikov, pomembno vlogo pri hitrosti upočasnjevanja aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih.

Graf C

Povprečni vpliv šokov zaradi zaostritve denarne politike na aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih

(spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Eurosistem, Altavilla et al., op. cit., in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje na modelu BSVAR temelječe funkcije impulznega odziva aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih na šok zaradi zaostritve denarne politike, ki znaša en standardni odklon. Polni črti ponazarjata mediano odzivov, osenčeno polje pa predstavlja 68-odstotni razpon verodostojnosti (odzivi so pomembni tudi pri 90-odstotni ravni verodostojnosti). Šoki s strani denarne politike so identificirani z omejitvami predznaka, pri čemer so kot instrumenti uporabljena pristna presenečenja glede denarne politike, kot se kažejo v spremembah obrestnih mer v 1-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v času okrog objave sklepov ECB o denarni politiki. Predpostavlja se, da šoki s strani denarne politike ob vplivu povzročijo okrepitev gibanj obrestnih mer v zamenjavah na indeks transakcij čez noč in donosnosti državnih obveznic odgovarjajoče zapadlosti, v naslednjem letu pa upad gospodarske aktivnosti. Pri vseh drugih šokih, vključenih v model, se predpostavlja, da imajo manjši absolutni vpliv na gibanje obrestnih mer v zamenjavah na indeks transakcij čez noč kot šoki zaradi denarne politike.

Najnovejše zaostrovanje denarne politike je v letu 2023 vse bolj vplivalo na gospodarsko aktivnost. Iz obravnavanega modela je razvidno, da je zaostrovanje, ki so ga sprožili šoki s strani denarne politike, na gospodarsko aktivnost začelo vplivati že v tretjem četrletju 2022, ko je ECB prvič zvišala obrestne mere, tj. nekaj četrletij po prvi napovedi normalizacije denarne politike ob koncu leta 2021 (graf D). Ob nadaljnjem zviševanju obrestnih mer in ko se je vpliv prejšnjih šokov sčasoma povečal, so se negativni vplivi zaostrovanja denarne politike v prvi polovici leta 2023 okrepili, pri čemer se je vpliv na predelovalne dejavnosti pojavil hitreje in je bil večji kot vpliv na storitvene dejavnosti. Iz modela je razvidno tudi, da so se vplivi denarne politike ob njihovem nadaljnjem širjenju po gospodarstvu verjetno v drugi polovici leta 2023 še povečali, deloma tudi zaradi precej zapoznelega odziva storitvenih dejavnosti. Pomembno je upoštevati, da ti rezultati opisujejo le vpliv šokov s strani denarne politike, ne pa splošnejšega zvišanja obrestnih mer, ki je posledica

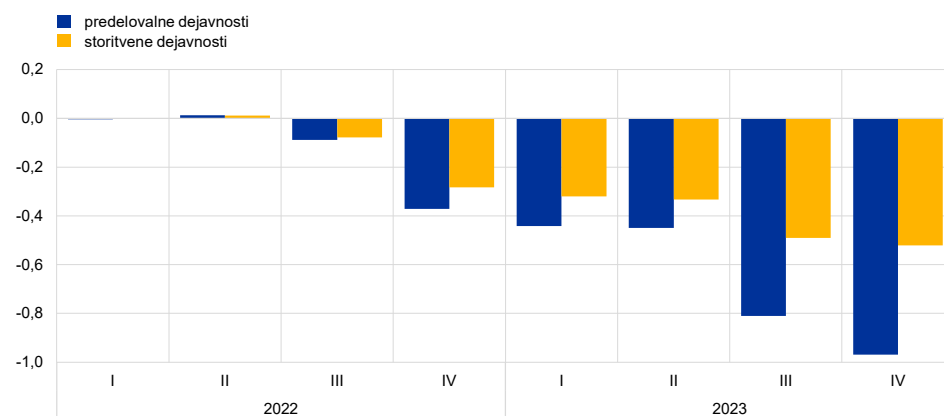
⁸ Ti rezultati so kvalitativno in kvantitativno skladni s prejšnjimi študijami, ki so pokazale, da je vpliv denarne politike na predelovalne dejavnosti močnejši, na storitvene dejavnosti pa nekoliko trajnejši. Glej Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F., in Nikallexi, K., »Monetary policy and regional inequality«, Working Paper Series, št. 2385, ECB, 2020. Glej tudi okvir z naslovom »Industry structure and the real effects of monetary policy«, Economic Bulletin, številka 7, ECB, 2023.

sistematičnega odziva denarne politike na dvig inflacije. Slednje naj bi nakazovalo večji vpliv najnovejše zaostritve denarne politike na aktivnost, ki presega vpliv identificiranih šokov s strani denarne politike.⁹

Graf D

Dejanski vpliv šokov s strani denarne politike na aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih

(spremembe v odstotkih od zadnjega četrletja 2021)



Viri: Eurostat, Eurosistem, Altavilla et al., op. cit., in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje na modelu BSVAR temelječe vplive šokov s strani denarne politike na aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih od prvega četrletja 2022 do zadnjega četrletja 2023. Vplivi v tretjem in zadnjem četrletju 2023 temeljijo na predvidenih vplivih ocenjenih šokov s strani denarne politike do drugega četrletja 2023. Podrobnosti o identifikaciji šokov s strani denarne politike so navedene v opombah k grafu C.

⁹ Ocena makroekonomskega vpliva najnovejše zaostritve denarne politike ECB na podlagi zbirke različnih modelov je predstavljena v okvirju z naslovom »A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2023.

Pripravili Johannes Gareis, Omiros Kouvavas in Pedro Neves

V luči rezultatov zadnjih anket v tem okvirju obravnavamo najnovejša gibanja razpoložljivega dohodka gospodinjstev, pri čemer se osredotočamo na nekatera konceptualna vprašanja in vprašanja v zvezi z merjenjem. Podatki iz ankete o pričakovanih gospodinjstev, ki jo je ECB opravila konec septembra 2023, kažejo, da je okrog 21% gospodinjstev v euroobmočju poročalo, da se je njihov dohodek v zadnjih 12 mesecih povečal bolj ali enako kot inflacija, medtem ko je 54% anketirancev navedlo, da se je njihov dohodek povečal manj kot inflacija, pri 25% anketirancih pa se je zmanjšal (graf A, slika a). Relativno negativna ocena najnovejše dinamike realnega dohodka v precej enaki meri velja za vse dohodkovne razrede.¹ Poleg tega je ocena skladna z rezultati ankete, ki jo je opravila Evropska komisija in kažejo, da v zadnjem času potrošniki svoj finančni položaj v zadnjih 12 mesecih ocenjujejo kot precej slabši od dolgoročnega povprečja, zlasti po močnem zvišanju inflacije zaradi izbruha vojne v Ukrajini (graf A, slika b). Vendar pa je to v nasprotju s pozitivno dinamiko razpoložljivega dohodka gospodinjstev, kot se meri v nacionalnih računih in se je v prvi polovici leta 2023 v povprečju medletno povečal za 8,6% (graf B), kar ustreza povečanju realnega razpoložljivega dohodka za 1,1% v istem obdobju.² Zaradi te razlike med rezultati ankete in podatki iz nacionalnih računov je treba podrobneje obravnavati najnovejše trende pri razpoložljivem dohodku gospodinjstev in posledice za obete glede zasebne potrošnje.

¹ Medtem ko je odstotek gospodinjstev z nizkimi dohodki, ki poročajo o zmanjšanju svojega dohodka, večji kot pri gospodinjstvih iz drugih dohodkovnih razredov, je odstotek anketirancev, ki poročajo o povečanju svojega realnega dohodka, razmeroma nizek in enakomerno porazdeljen po dohodkovnih razredih.

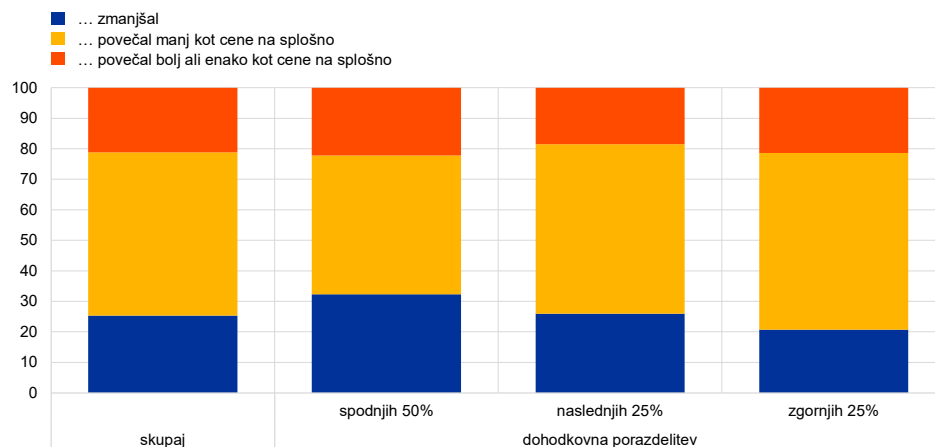
² Razpoložljivi dohodek gospodinjstev se v uradni statistiki meri v tako imenovanih sektorskih računih, ki vsebujejo podrobne podatke iz nacionalnih računov, razčlenjene po institucionalnih sektorjih, vključno z gospodinjstvi in nepridobitnimi institucijami, ki opravljajo storitve za gospodinjstva, širše opredeljeno državo ter finančnimi in nefinančnimi družbami. V tem okvirju izraz »nacionalni računi« uporabljamo, kadar se sklicujemo na uradne podatke o razpoložljivem dohodku.

Graf A

Ocene potrošnikov glede gibanja dohodka in finančnega položaja

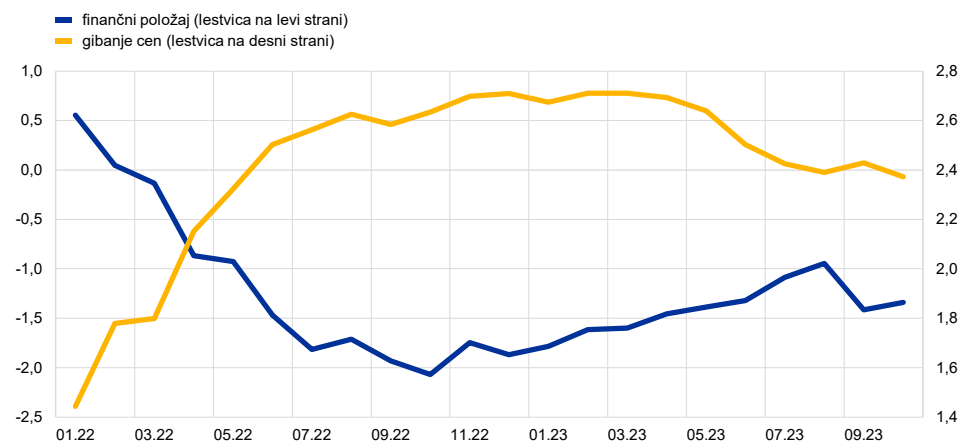
(a) Ocene glede dohodka v zadnjih 12 mesecih relativno glede na cene

(odstotek potrošnikov)



(b) Ocene glede preteklega finančnega položaja in gibanja cen

(standardizirano ravnotežje v odstotkih)



Viri: anketa o pričakovanih gospodinjstvih, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Kar zadeva sliko (a), so bili sodelujoči v anketi o pričakovanih gospodinjstvih ob koncu septembra 2023 zaproseni, naj navedejo, ali se je v zadnjih 12 mesecih njihov skupni neto dohodek povečal bolj kot cene na splošno, povečal manj kot cene na splošno, se je zmanjšal ali se je spremenil za približno enak znesek kot cene na splošno. Kar zadeva sliko (b), so ocene gospodinjstev glede njihovega preteklega finančnega položaja in gibanja cen standardizirane za obdobje 2000–2019.

Na razpoložljivi dohodek gospodinjstev sta ugodno vplivala rast dohodka od dela in nadaljnja močna rast dohodka iz kapitala in premoženja.

Sredstva za zaposlene in vse druge komponente dohodka gospodinjstev razen neto fiskalnega dohodka so se v prvi polovici leta 2023 še naprej medletno močno povečevali.

Sredstva za zaposlene so se v navedenem obdobju povečala v povprečju za 7,1%,

dohodek iz premoženja in kapitala, razen neto fiskalnega dohodka, pa za 8,3%, tako da sta obe komponenti precej prispevali k rasti razpoložljivega dohodka (graf B).

Neto fiskalni dohodek v drugi polovici leta 2022 in prvi polovici leta 2023 ni bistveno vplival na dinamiko dohodka gospodinjstev, medtem ko je v prvi polovici leta 2022 na dohodek gospodinjstev vplival negativno.³ Če podrobneje pogledamo drugi dohodek

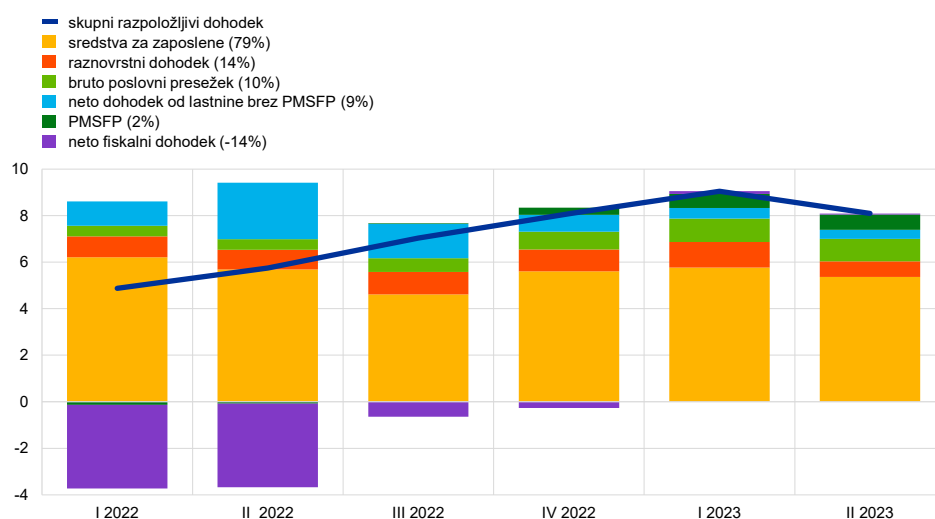
³ Negativni vpliv neto fiskalnega dohodka v prvi polovici leta 2022 je bil povezan z odpravo ukrepov pomoči zaradi koronavirusa (COVID-19), ki so od drugega četrtertja 2021 negativno vplivali na medletno rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev.

gospodinjstev (tj. dohodek iz premoženja in kapitala), vidimo, da so se v prvi polovici leta 2023 precej povečale vse ključne komponente. Raznovrstni dohodek (iz samozaposlitve) se je povečal za 6,8%, bruto poslovni presežek za 9,6% in neto dohodek od lastnine za 8,8%.⁴ Medtem ko je bila rast raznovrstnega dohodka razmeroma konstantna, se je rast bruto poslovnega presežka precej pospešila in v prvi polovici leta 2023 dosegla najvišjo stopnjo od začetka podatkovne vrste leta 1999. K neto dohodku od lastnine brez posredno merjenih storitev finančnega posredništva (PMSFP) je prispevala močna rast dividend v letu 2022.⁵ PMSFP so se nato v prvi polovici leta 2023 močno povečale in so, čeprav so predstavljale majhen delež skupnih dohodkov, k rasti razpoložljivega dohodka gospodinjstev v omenjenem obdobju prispevale 0,6 odstotne točke.

Graf B

Gibanje nominalnega dohodka gospodinjstev

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: četrtletni sektorski računi ECB in Eurostata ter izračuni ECB.

Opomba: Številke v oklepajih so deleži razpoložljivega dohodka, ki jih je mogoče pripisati navedenim dohodkovnim postavkam za leto 2022.

Gospodinjstvom niso na voljo vse komponente razpoložljivega dohodka kot pozitiven denarni tok. Merjenje razpoložljivega dohodka gospodinjstev v

⁴ Raznovrstni dohodek je tesno povezan z dohodkom iz samozaposlitve, s katerim se meri presežek (ali primanjkljaj) iz proizvodnje nekorporativnih podjetij v lasti gospodinjstev. Dohodek od lastnine je dohodek iz lastništva finančnih instrumentov ali opredmetenih neproizvedenih sredstev (zemljišče je opredmeteno neproizvedeno sredstvo, zato so najemnine iz oddajanja zemljišč v najem del dohodka od lastnine, medtem ko so najemnine iz oddajanja stanovanj, ki so opredmetena proizvedena sredstva, del raznovrstnega dohodka). Bruto poslovni presežek je predvsem pripisani tok, saj večinoma vsebuje pripisane najemnine, ki so dohodek, ki bi ga prejemale gospodinjstva z lastništvom stanovanja, če bi svoje stanovanje oddajala v najem.

⁵ Posredno merjene storitve finančnega posredništva (PMSFP) se v nacionalnih računih uporabljajo za izračun dodane vrednosti finančnih posrednikov (npr. bank) za finančne storitve, ki se izvajajo brez zaračunavanja izrecnih stroškov storitev. Neto dohodek od lastnine brez PMSFP je torej med drugim določen z dejanskimi neto obrestnimi prihodki gospodinjstev poleg razdeljenega dohodka gospodarskih družb (tj. dividend). Najnovejša gibanja neto obrestnih prihodkov gospodinjstev in podjetij v euroobmočju so obravnavana v okvirju z naslovom »Neto obrestni prihodki gospodinjstev in podjetij v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena. Gibanja podjetniškega dobička v euroobmočju, kot jih ocenjujejo podjetja, so obravnavana v okvirju z naslovom »Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja«, številka 4, ECB, 2023.

nacionalnih računih se zaradi konceptualnih razlogov razlikuje od merjenja denarnih tokov gospodinjstev, saj je namen nacionalnih računov čim celoviteje in natančneje meriti gospodarsko aktivnost, vključno z dohodkom gospodinjstev. To pomeni, da je treba združiti podatke iz številnih različnih virov in oceniti spremenljivke, za katere ni na voljo neposrednih podatkov.⁶ Posledično gospodinjstvom kot pozitiven denarni tok niso na voljo vse komponente razpoložljivega dohodka, merjenega v nacionalnih računih, in se zato ne odražajo v ocenah gospodinjstev glede njihovega dohodka (tabela A). To se nanaša predvsem na dohodek iz premoženja in kapitala, razen neto fiskalnega dohodka, na katerega sta v prvi polovici leta 2023 v primerjavi z drugo polovico leta 2022 ugodno vplivali predvsem izredno močna rast bruto poslovnega presežka in močno povečanje PMSFP, pri čemer nobena od teh komponent ni ustvarila pozitivnega denarnega toka za gospodinjstva (graf B).

Tabela A

Komponente dohodka in njihova razpoložljivost kot denarni tok

Komponenta dohodka		Nacionalni računi	Ali ustvarja denarni tok?
Dohodek od dela	Sredstva za zaposlene	Plače (v denarju in naravi)	Da
		Dejanski socialni prispevki delodajalcev	Ne
		Pripisani socialni prispevki delodajalcev	Ne
Dohodek iz premoženja in kapitala razen neto fiskalnega dohodka	Dohodek iz samozaposlitve	Raznovrstni dohodek	Da
	Dohodek od oddajanja stanovanjskih in nestanovanjskih nepremičnin v najem	Raznovrstni dohodek	Da
	Pripisane najemnine	Poslovni presežek	Ne
	Prejete obresti pred dodelitvijo PMSFP	Prejeti dohodek od lastnine	Da
	Plačane obresti pred dodelitvijo PMSFP	Plačani dohodek od lastnine	Da
	PMSFP	Raznovrstni dohodek, poslovni presežek, neto dohodek od lastnine	Ne
	Prejeti drug investicijski dohodek (npr. dividende) in najemnine (od zemljišč in podzemnih virov)	Prejeti dohodek od lastnine	Da
Dohodek od lastnine, pripisan zavarovancem	Prejeti dohodek od lastnine	Ne	
Neto fiskalni dohodek		Prejeti socialni prejemki (razen socialnih transferjev v naravi), socialni prispevki (vključno s socialnimi prispevki delodajalcev) in plačani davki na dohodek, plačani davki na premoženje	Da
		Prejeti socialni transferji v naravi	Ne

Viri: Eurostat in ocena strokovnjakov ECB.

Opomba: Prispevki (dejanski in pripisani) delodajalcev za socialno varnost ne vplivajo na razpoložljivi dohodek gospodinjstev, saj so del prejemkov zaposlenih in neto fiskalnega dohodka, zato kot del prvih dohodek povečujejo, kot del drugega pa ga zmanjšujejo.

Posredno merjene storitve finančnega posredništva (PMSFP) so storitve finančnega posredništva, ki jih izvajajo finančne institucije in niso izrecno fakturirane, a so pomembne za merjenje obsega poslovanja bank ter bi zato lahko vplivale na BDP in nacionalni dohodek.⁷ Plačila obresti gospodinjstev za

⁶ Uskladitev podatkov o dohodku iz nacionalnih računov z anketnimi podatki v okviru statistike EU o dohodkih in življenjskih pogojih (EU-SILC) je obravnavana v Törmälehto, V., »Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts«, *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

⁷ Koncept PMSFP in njihova obravnava v nacionalnih računih sta predstavljena v poglavju 14 priložnika o Evropskem sistemu računov (ESR 2010).

potrošniška in hipotekarna posojila ter prejete obresti od vlog so v nacionalnih računih evidentirani po medbančni obrestni meri refinanciranja.⁸ Vendar pa se ta obrestna mera razlikuje od obrestnih mer, ki se dejansko zaračunavajo gospodinjstvom, saj so posojilne obrestne mere navadno višje, depozitne obrestne mere pa nižje od medbančne obrestne mere. Razlika med plačanimi in prejetimi obrestmi, merjenimi v nacionalnih računih, ter dejanskimi zneski je evidentirana kot implicitni strošek storitev, ki jih gospodinjstva plačajo finančnemu sektorju, kar je v nacionalni računih prikazano kot PMSFP. PMSFP se torej v nacionalnih računih uporabljajo za izračun dodane vrednosti finančnih posrednikov (npr. bank) za finančne storitve, ki se izvajajo brez zaračunavanja izrecnih stroškov storitev. Pri sektorju gospodinjstev se posredno merjena marža dodeli potrošnji (kot finančna storitev za gospodinjstva) in razpoložljivemu dohodku (za povračilo posredne izgube dohodka zaradi manj ugodnih obrestnih mer, ki so jim gospodinjstva dejansko izpostavljeni), ne da bi to kakorkoli vplivalo na prihranke gospodinjstev.

PMSFP imajo zlasti pomembno vlogo pri dohodku in potrošnji gospodinjstev v sedanjem okolju strmega naraščanja obrestnih mer.⁹ PMSFP precej vplivajo na dinamiko razpoložljivega dohodka gospodinjstev v času velikih sprememb obrestnih mer, denimo v trenutni fazi zaostrovanja denarne politike (graf C). Ker se obrestne mere za posojila in vloge gospodinjstev navadno prilagajajo počasi, je zvišanje medbančne obrestne mere, ki ga je sprožilo zaostrovanje denarne politike od poletja 2022, povzročilo močno povečanje PMSFP za vloge in izrazito zmanjšanje PMSFP za posojila. Zaradi velikosti vlog gospodinjstev v primerjavi z njihovimi posojili je to na koncu pozitivno vplivalo na neto dohodek gospodinjstev od lastnine, pri čemer se je delež PMSFP v razpoložljivem dohodku gospodinjstev s povprečne 1,7-odstotne ravni v prvi polovici leta 2022 povečal na 2,1% v drugi polovici leta 2023.

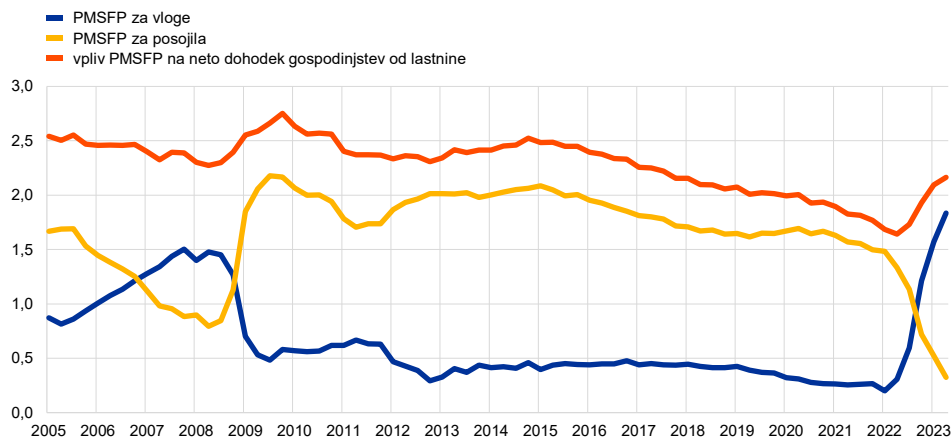
⁸ To je obrestna mera, po kateri bi bilo gospodinjstvo kot posojilodajalec in gospodinjstvo kot posojilojemalec pripravljeno skleniti transakcijo.

⁹ Ocena vpliva PMSFP v primeru Francije s poudarkom na cenah življenjskih potrebščin je predstavljena v INSEE, »Economic Outlook – Cooling«, *Conjoncture in France*, december 2022.

Graf C

Posredno merjene storitve finančnega posredništva

(odstotek razpoložljivega dohodka gospodinjstev)



Viri: četrtletni sektorski računi ECB in Eurostata ter izračuni ECB.

Opombe: PMSFP za vloge se izračunajo kot razlika med obrestmi, ki so jih gospodinjstva prejela po dodelitvi PMSFP, in dejansko prejetimi obrestmi, medtem ko so PMSFP za posojila razlika med dejansko plačanimi obrestmi in obrestmi, plačanimi po dodelitvi PMSFP. Neto vpliv PMSFP na neto obrestne prihodke gospodinjstev in s tem na neto dohodek gospodinjstev od lastnine je torej vsota PMSFP za vloge in posojila. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023.

Razpoložljivi dohodek gospodinjstev vključuje tudi pripisane najemnine, ki vplivajo na bruto poslovni presežek. Bruto poslovni presežek gospodinjstev, kot je evidentiran v nacionalnih računih, meri proizvodnjo stanovanjskih storitev za lastne potrebe gospodinjstev, zmanjšano za vmesno porabo, potrebno za proizvodnjo (npr. PMSFP za hipotekarna posojila), in davke. Proizvodnja stanovanjskih storitev za lastne potrebe gospodinjstev so pripisane najemnine, ki bi jih gospodinjstva prejela, če bi lastniška stanovanja, v katerih bivajo, oddajala v najem.¹⁰

¹⁰ Vključitev pripisanih najemnin v nacionalne račune je pomembna, da bi v celoti zajeli nepremičninske aktivnosti (najemnike in gospodinjstva, ki bivajo v lastnem stanovanju). S tem se zagotovi mednarodna primerljivost BDP in nacionalnega dohodka, saj se lahko stopnja lastništva stanovanj med državami precej razlikuje. Ker pa pripisanih najemnin ni mogoče opazovati, jih je treba oceniti.

Izredno močno povečanje bruto poslovnega presežka v prvi polovici leta 2023 je posledica višjih pripisanih najemnin in manjših PMSFP za hipotekarna posojila.

Na pripisane najemnine je verjetno pozitivno vplivalo povečanje rasti najemnin, ki se je, kot je razvidno iz indeksa najemnin, ki za namene harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin meri najemnine, ki jih najemniki dejansko plačajo, povečala s povprečne 2-odstotne ravni v drugi polovici leta 2022 na 2,6% v prvi polovici leta 2023, s čimer je dosegla rekordno visoko raven (graf D). Hkrati so se PMSFP za hipotekarna posojila verjetno precej zmanjšale vzporedno z zmanjšanjem PMSFP za skupna posojila v prvi polovici leta 2023 (graf C). Z obema dejavnikoma, tj. s povečanjem pripisanih najemnin in zmanjšanjem PMSFP za hipotekarna posojila, je mogoče pojasniti precejšnje povečanje bruto poslovnega presežka gospodinjstev v prvi polovici leta 2023.¹¹

Graf D

Rast najemnin

(medletne spremembe v odstotkih; četrletna povprečja)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za tretje četrtletje 2023 in se nanašajo na oktober 2023.

Umirjeni obeti glede zasebne potrošnje se zdijo skladni z negativno oceno potrošnikov glede najnovejših gibanj realnega dohodka.

Čeprav so PMSFP in pripisane najemnine v nacionalnih računih dodane razpoložljivemu dohodku gospodinjstev, ne prispevajo k denarnemu toku gospodinjstev in se zato ne smejo upoštevati pri ocenah gospodinjstev glede dohodka. Ni verjetno, da bi imeli ti viri dohodka kot taki pomembno vlogo v gibanju zasebne potrošnje.¹² Eden od kazalnikov rasti dohodka gospodinjstev, ki naj bi natančneje predstavljal to, kar gospodinjstva dejansko dojemajo kot dohodek, je dohodek od dela. Dejansko je na podlagi deflacioniranja sredstev za zaposlene in sredstev za zaposlene na

¹¹ Dejstvo, da so PMSFP za hipotekarna posojila dodana razpoložljivemu dohodku gospodinjstev prek neto dohodka od lastnine in odšteta od dohodka gospodinjstev prek bruto poslovnega presežka (in prek raznovrstnega dohodka pri gospodinjstvih, ki so dejansko najemodajalci), pomeni, da ne vplivajo na razpoložljivi dohodek gospodinjstev, tako da skupni vpliv PMSFP na razpoložljivi dohodek gospodinjstev dejansko določajo PMSFP za vloge in potrošniška posojila. Ta vpliv ne ustreza PMSFP, predstavljenim v grafih B in C, ki prikazujeta vpliv PMSFP na neto dohodek gospodinjstev od lastnine, za katerega so na voljo uradni podatki.

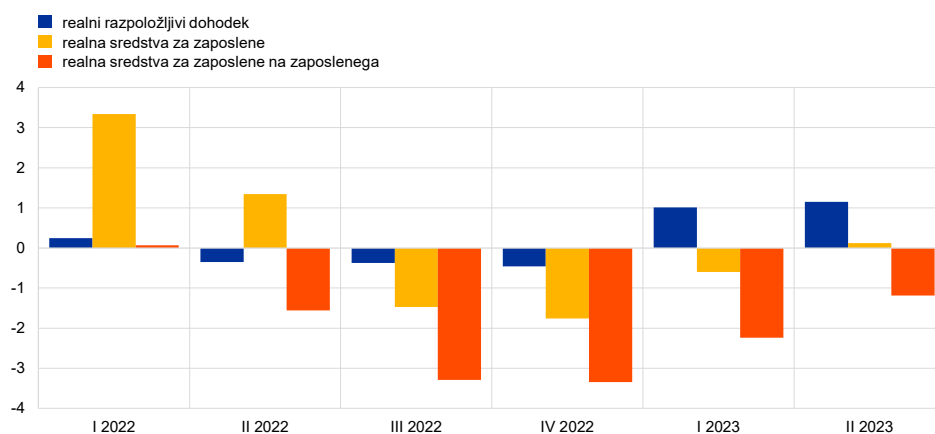
¹² To je v skladu z ugotovitvijo, da je nagnjenost k trošenju očitno največja pri najbolj likvidnih dohodkovnih postavkah (kot je dohodek od dela) in obratno. Glej de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P., in Zekaite, Z., »Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries«, *Working Paper Series*, št. 2343, ECB, december 2019.

zaposlenega s cenovnim deflatorjem zasebne potrošnje razvidno, da je bila rast realnega dohodka, kot jo najverjetneje dojemajo gospodinjstva, šibkejša kot rast realnega razpoložljivega dohodka, merjena v nacionalnih računih (graf E). To je po drugi strani skladno s pesimistično oceno potrošnikov glede najnovjših gibanj realnega dohodka, kot se kaže v anketah (in je prikazana v grafu A), in tako s slabšimi obeti glede zasebne potrošnje.¹³

Graf E

Gibanje realnega dohodka gospodinjstev

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Gibanja realnega dohodka so določena z deflaciranjem nominalnega dohodka s cenovnim deflatorjem zasebne potrošnje.

¹³ Ocena obetov glede zasebne potrošnje je predstavljena v razdelku o gibanju gospodarske aktivnosti v tej številki Ekonomskega biltena.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 2. avgusta do 31. oktobra 2023

Pripravila Denis Lungu in Kristian Tötterman

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 2. avgusta do 31. oktobra 2023 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Svet ECB je vse tri ključne obrestne mere ECB na sejah, ki sta potekali 27. julija 2023 in 14. septembra 2023, zvišal za 25 bazičnih točk. Zvišanje je začelo veljati v petem oziroma šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023. Svet ECB se je na seji 27. julija odločil tudi za zmanjšanje obrestovanja obveznih rezerv, ki jih morajo imeti banke pri svoji nacionalni centralni banki Eurosistema, na 0%. Zmanjšanje je začelo veljati na začetku šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej zmanjševala. Zmanjševanje je bilo predvsem posledica zapadlosti pete operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR s strani bank 27. septembra 2023. K temu je delno prispevalo tudi zmanjšanje imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, potem ko je Eurosistem s 1. julijem prenehal ponovno investirati glavnico zapadlih vrednostnih papirjev v okviru tega programa. Vendar pa je bilo zmanjšanje obsega zagotavljanja likvidnosti delno odtehtano z nadaljnjim zmanjševanjem neto avtonomnih dejavnikov, ki se je predvsem zaradi upada vlog države začelo s koncem obdobja negativnih obrestnih mer julija 2022.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 101,3 milijarde EUR na 1.735,0 milijarde EUR. V primerjavi s tretjim in četrtem obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023 je bilo to v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 101,3 milijarde EUR na 1.570,0 milijarde EUR (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), in sicer zaradi zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti in povečanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti. Obvezne rezerve so ostale nespremenjene na ravni 165 milijard EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali za 83,0 milijarde EUR na 2.720,6 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem zmanjšanje vlog države in drugih avtonomnih dejavnikov. Vloge države (glej »Pasiva« v tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povprečno

zmanjšale za 32,8 milijarde EUR na 222,6 milijarde EUR, večji del zmanjšanja pa se je zgodil v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Zmanjšanje je posledica nadaljnje normalizacije skupnega obsega gotovinskih rezerv nacionalnih zakladnic in, v okviru teh rezerv, prilagoditve njihovih strategij upravljanja denarnih sredstev zaradi sprememb obrestovanja vlog države pri Eurosistemu, s katerimi je postalo nalaganje sredstev na trg finančno privlačnejše.

ECB je namreč zgornjo mejo pri obrestovanju vlog države pri Eurosistemu 1. maja 2023 znižala na raven eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) minus 20 bazičnih točk. V skladu s konceptom zgornje meje se lahko nacionalne centralne banke Eurosistema odločijo, da odstopajo od zgornje meje in vloge države obrestujejo po obrestni meri, ki je nižja. Centralna banka Deutsche Bundesbank je denimo 1. oktobra 2023 za obrestovanje domačih vlog države določila 0-odstotno obrestno mero. Vendar pa je bilo zmanjšanje zadevnih vlog države, ki je bilo posledica te spremembe, odtehtano s sezonskim povečanjem pri drugih vlogah države. Tržne naložbe so bile privlačnejša možnost od vlog pri Eurosistemu tudi zaradi normalizacije razmer na repo trgu in višjih repo obrestnih mer glede na €STR. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 5,5 milijarde EUR na 1.559,8 milijarde EUR zaradi nadaljnega zmanjševanja imetij bankovcev, ki traja od konca obdobja negativnih obrestnih mer ECB. Zmanjšali so se tudi drugi avtonomni dejavniki, in sicer v povprečju za 44,7 milijarde EUR, kar je bilo posledica več sprememb pri drugih raznih sredstvih in na računu prevrednotenja.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 18 milijard EUR na 1.150,8 milijarde EUR. Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 28,5 milijarde EUR. Povečanje je bilo večinoma posledica nadaljnega zmanjšanja obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih. To je bilo po drugi strani posledica prilagoditve strategij upravljanja denarnih sredstev s strani imetnikov računov v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv, saj je bilo obrestovanje vlog v okviru teh storitev prav tako prilagojeno 1. maja 2023. Neto tuja aktiva se je zmanjšala za 10,5 milijarde EUR, s čimer je delno odtehtala omenjeno zmanjšanje drugih avtonomnih dejavnikov.

V tabeli A je pregled likvidnostnih razmer v Eurosistemu, vključno z obravnavanimi spremembami avtonomnih dejavnikov.¹

¹ 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: 2. avgust 2023–31. oktober 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 2. avgust–19. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. september–31. oktober		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.720,6	(–83,0)	2.735,5	(–48,0)	2.703,3	(–32,1)	2.803,6	(–128,3)
Bankovci v obtoku	1.559,8	(–5,5)	1.564,2	(–2,8)	1.554,7	(–9,5)	1.565,4	(+8,2)
Vloge države	222,6	(–32,8)	222,5	(–31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(–114,3)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	938,2	(–44,7)	948,8	(–13,3)	925,8	(–23,0)	982,9	(–22,3)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	9,5	(–5,1)	9,0	(–3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(–6,8)
Obvezne rezerve²⁾	165,0	(–0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(–0,7)	165,0	(–0,3)
Odpri ponudba mejnega depozita	3.615,1	(–300,3)	3.647,4	(–57,0)	3.577,4	(–70,1)	3.915,4	(–130,0)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

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

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 2. avgust 2023–31. oktober 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 2. avgust–19. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. september–31. oktober		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Autonomni dejavniki povečevanja likvidnosti	1.150,8	(+18,0)	1.139,5	(+19,6)	1.164,0	(+24,5)	1.132,8	(+61,8)
Neto tuja aktiva	927,5	(–10,5)	924,3	(–3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Neto aktiva v eurih	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Instrumenti denarne politike	5.359,5	(–406,7)	5.417,9	(–128,1)	5.291,5	(–126,4)	5.766,2	(–327,1)
Operacije odprtega trga	5.359,4	(–406,7)	5.417,8	(–128,1)	5.291,4	(–126,4)	5.766,1	(–327,2)
Kreditne operacije	568,2	(–329,3)	606,6	(–86,3)	523,5	(–83,1)	897,5	(–274,7)
Operacije glavnega refinanciranja	6,8	(+0,5)	5,6	(–5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(–1,5)	3,8	(+1,4)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	553,3	(–334,2)	592,2	(–84,4)	508,0	(–84,1)	887,5	(–281,1)
Dokončni portfelji ¹⁾	4.791,2	(–77,3)	4.811,2	(–41,8)	4.767,9	(–43,3)	4.868,6	(–52,5)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 2. avgust 2023–31. oktober 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 2. avgust–19. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. september–31. oktober		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	1.735,0	(–101,3)	1.761,4	(–67,8)	1.704,1	(–57,3)	1.836,3	(–190,4)
Neto avtonomi dejavniki ²⁾	1.570,0	(–101,3)	1.596,1	(–68,0)	1.539,6	(–56,6)	1.671,3	(–190,1)
Presežna likvidnost ³⁾	3.624,5	(–305,3)	3.656,4	(–60,2)	3.587,3	(–69,0)	3.929,8	(–136,8)

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: 2. avgust 2023–31. oktober 2023				Prejšnje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023			
	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 2. avgust– 19. september		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 20. september– 31. oktober		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Operacije glavnega refinanciranja	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Odporna ponudba mejnega posojila	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Odporna ponudba mejnega depozita	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
Indeks RepoFunds Rate Euro	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.

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

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 406,7 milijarde EUR na 5.359,5 milijarde EUR (graf A). Zmanjšanje likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja kreditnih operacij.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 329,3 milijarde EUR na 568,2 milijarde EUR. Zmanjšanje je predvsem posledica znižanja neodplačanih zneskov v okviru CUODR III zaradi (i) zapadlosti pete operacije v okviru CUODR III (66,7 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR (34,2 milijarde EUR) 27. septembra ter (ii) zapadlosti četrte operacije v okviru CUODR III (476,8 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR (29,5 milijarde EUR) 28. junija, ki so še vedno vplivali na povprečno raven kreditnih operacij v prejšnjem obravnavanem obdobju. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, ki so se v povprečju povečale za 0,5 milijarde EUR oziroma 4,3 milijarde EUR, so odtehtale le manjši del likvidnosti, umaknjene zaradi odplačil v okviru CUODR III. Omejeno povečanje pri teh operacijah je posledica ugodnega likvidnostnega položaja bank in razpoložljivosti alternativnih virov financiranja.

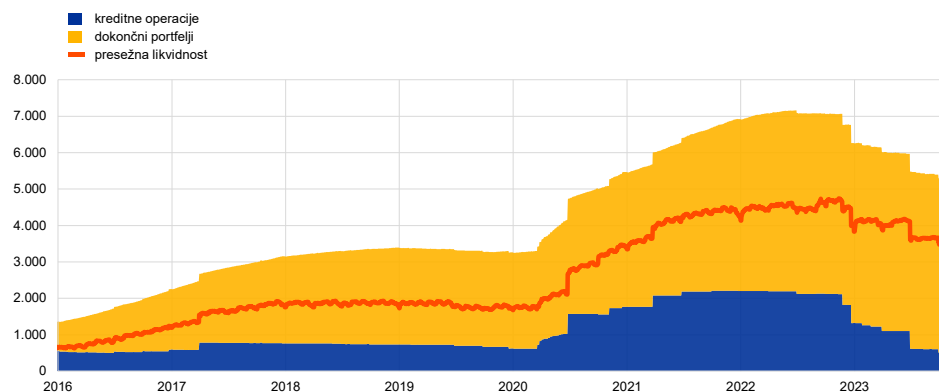
Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 77,3 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo posledica prenehanja ponovnega investiranja plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev s 1. julijem 2023. Odkar so se neto nakupi v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji konec marca 2022 prenehali izvajati, se plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, v celoti ponovno investirajo.²

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

Graf A

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

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 31. oktober 2023.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je zmanjšala za 305,3 milijarde EUR na 3.624,5 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Povprečna presežna likvidnost se je od novembra 2022, ko je dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR), postopoma zmanjšala predvsem zaradi zapadlih operacij in predčasnih odplačil v okviru CUODR III. K zmanjšanju je prispevalo tudi prenehanje ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru program nakupa vrednostnih papirjev s 1. julijem 2023.

Gibanje obrestnih mer

Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je zaradi dviga obrestnih mer ECB zvišala za 47,8 bazične točke, in sicer s 3,404% 1. avgusta (zadnji dan prejšnjega obravnavanega obdobja) na 3,882% 31. oktobra (zadnji dan sedanjega obravnavanega obdobja).³ Prenos zvišanja ključnih obrestnih mer ECB, ki je začelo veljati v avgustu in septembru 2023, na nezavarovane obrestne mere denarnega trga čez noč se je zgodil v celoti in takoj. Vpliv konca četrletja in konca meseca na obrestno mero €STR je bil septembra in oktobra rahlo izrazitejši. To je mogoče pripisati prizadevanjem bank, da bi z namenom zmanjšanja svojih obveznih rezerv v sedmem oziroma osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023 optimizirale svojo osnovo za obvezne rezerve. €STR je ob koncu septembra znašala 12 bazičnih točk manj, ob koncu oktobra pa 11,8 bazične točke

³ Na obrestno mero na dan 31. oktobra je vplival vpliv konca meseca v tem mesecu.

manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je rahlo več od povprečne razlike 10,8 bazične točke ob koncu četrtertletij in koncu mesecev v letu 2023.

Repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, se je zvišala za 49,6 bazične točke, in sicer z 3,438% 1. avgusta na 3,934% 31. oktobra. Podobno kor pri nezavarovanem denarnem trgu je bil prenos zvišanja ključnih obrestnih mer ECB na zavarovani denarni trg takojšen in popoln. Repo trg je še vedno deloval pravilno zaradi več dejavnikov, vključno z obsežnejšim neto izdajanjem od začetka leta in sprostitev mobiliziranih instrumentov zavarovanja zaradi zapadlosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ter zmanjšanjem imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev.

Neto obrestni prihodki gospodinjstev in podjetij¹

Pripravili Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik in Mika Tujula

V tem okvirju se osredotočamo na gibanje neto obrestnih prihodkov gospodinjstev in podjetij ob zviševanju obrestnih mer. Po desetletju nizkih obrestnih mer je ECB julija 2022 začela serijo dvigov ključnih obrestnih mer. Spremembe obrestnih mer denarne politike vplivajo na obrestne mere za obrestonosno premoženje, kot so na primer bančne vloge, in na obrestne mere za obrestonosne obveznosti, kot so posojila in obveznice. Te pa vplivajo na obrestne prihodke in obrestne odhodke gospodinjstev in podjetij, prav tako pa nanje vplivajo tudi obseg, preostala zapadlost in čas do prevrednotenja obrestonosnega premoženja in obveznosti. Neto obrestni prihodki, tj. prejete obresti minus plačane obresti, predstavljajo neposreden kanal, prek katerega se spremembe obrestnih mer denarne politike ECB prenašajo do varčevalcev in posojilojemalcev, in sicer prek obrestnih mer za njihovo premoženje in obveznosti.² Poleg tega obstajajo tudi spodbude v obliki obrestnih mer za nova posojila in varčevalne instrumente ter drugi transmisijski kanali, ki vplivajo na gospodinjstva in podjetja, vendar niso tema tega okvirja.³

V zadnjih letih so bili neto obrestni prihodki gospodinjstev in podjetij na agregatni ravni euroobmočja negativni. Podobno so bili tudi neto obrestni prihodki sektorjev, kakršen je sektor širše države in v mnogo manjši meri tujine, prav tako negativni. To je v ostrem nasprotju s finančnimi družbami, ki so imele visoke pozitivne neto obrestne prihodke. Od leta 2007 so plačane obresti presegle prejete obresti za do 1% BDP pri gospodinjstvih v euroobmočju in za do 2,5% pri podjetjih (graf A). Spremembe neto obrestnih prihodkov v zadnjem ciklu zviševanja obrestnih mer ECB se razlikujejo med gospodinjstvi in podjetji. Neto obrestni prihodki podjetij v euroobmočju kot delež BDP so se od konca leta 2021 znižali za 0,3 odstotne točke, medtem ko so se neto obrestni prihodki gospodinjstev zvišali za 0,1 odstotne točke. Nasprotujoče si gibanje odraža bolj postopno ponovno določanje obresti, ki jih

¹ Besedilo je bilo 30. januarja 2024 spremenjeno. Izbrisan je bil del o gibanju neto obrestnih prihodkov gospodinjstev v Španiji. V prejšnji verziji je bila v grafu C napaka pri gospodinjstvih v Španiji, kar je privedlo do pretiranih gibanj v Španiji.

² Ta okvir se osredotoča na neto obrestne prihodke pred dodelitvijo posredno merjenih storitev finančnega posredništva (PMSFP), ker to natančneje odraža učinkovite obrestne mere za posojila in vloge. Neto obrestni prihodki pa se merijo drugače v nacionalnih računih, kjer so zabeleženi po dodelitvi PMSFP, kar pomeni, da se plačane in prejete obresti izračunajo, kot da bi se vloge in posojila obrestovali na podlagi referenčne obrestne mere ali obrestne mere medbančnega refinanciranja. V nacionalnih računih se s PMSFP izračuna vrednost storitev finančnega posredništva, ki jih izvajajo finančne institucije in se ne zaračunajo izrecno. Za več informacij glej poglavje 14 [Uredbe \(EU\) št. 549/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 o Evropskem sistemu nacionalnih in regionalnih računov v Evropski uniji](#) (UL L 174, 26. 6. 2013, str. 1) in »Household Income«, *Economic Outlook*, INSEE, 15. december 2022.

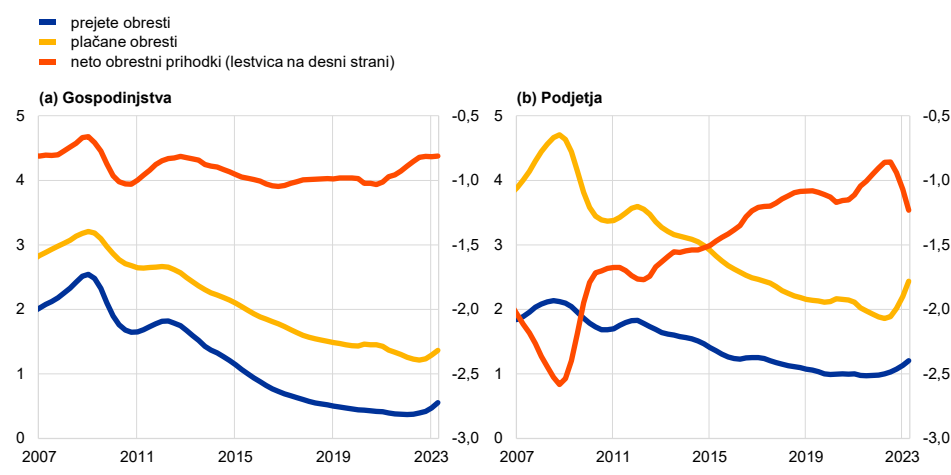
³ Več informacij o tej temi je v okvirju z naslovom »Nizke obrestne mere in neto obrestni prihodki gospodinjstev«, *Ekonomski bilten*, št. 4, ECB, 2016. Opis glavnih transmisijskih kanalov denarne politike je v Lane, P. R., »The banking channel of monetary policy tightening in the euro area«, govor na okrogli mizi o solventnosti bančnega sistema in denarni politiki v okviru delavnice z naslovom Macro, Money and Financial Frictions na konferenci NBER Summer Institute 2023, 12. julij 2023.

gospodinjstva plačujejo na neodplačani dolg v primerjavi s podjetji, kar je večinoma povezano s tem, da imajo gospodinjstva višji delež posojil s fiksno obrestno mero.⁴

Graf A

Prejete obresti, plačane obresti in neto obrestni prihodki gospodinjstev in podjetij v euroobmočju

(tokovi v štirih četrtletjih kot odstotek nominalnega bruto domačega proizvoda)



Viri: Eurostat in podatki iz četrtletnih sektorskih računov ECB ter izračuni avtorjev.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023.

Razlika med obrestnimi merami, ki se prejmejo za premoženje, in obrestnimi merami, ki se plačajo za obveznosti, pomembno prispeva k neto prihodkom.

Čeprav je nominalno neto stanje premoženja pozitivno, negativni neto obrestni prihodki gospodinjstev na agregatni ravni euroobmočja kažejo, da so povprečne obrestne mere, ki se plačajo na dolg, višje od povprečnih obrestnih mer, prejetih od vlog, in sicer zaradi storitev transformacije ročnosti, ki jih izvajajo finančne družbe, in s tem povezanih marž finančnega posredništva (graf B). Kar zadeva dinamiko, je od konca leta 2021 na neto obrestne prihodke gospodinjstev v euroobmočju pozitivno vplivala postopna prilagoditev obrestnih mer za neodplačane zneske hipotek zaradi njihovega daljšega trajanja. In to kljub hitremu zvišanju hipotekarnih obrestnih mer za nove posle. Čeprav gospodinjstva strukturo svojega portfelja premoženja aktivno spreminjajo v korist vezanih vlog in dolžniških vrednostnih papirjev, so prejete obresti nižje zaradi visokega deleža prihrankov v obliki vlog čez noč. Te imajo običajno nižje obrestne mere in so manj odzivne na spremembe ključnih obrestnih mer. Obrestna mera, izpeljana iz obrestnih prihodkov gospodinjstev, se giblje podobno kot skupna obrestna mera za vloge gospodinjstev. Slika je primerljiva pri obrestnih merah, ki jih plačajo in prejmejo podjetja, čeprav je iz prejetih obrestnih prihodkov izpeljana veliko višja obrestna mera v primerjavi s skupno obrestno mero za vloge. Te vloge predstavljajo le okrog tretjino obrestonosnega premoženja podjetij, pri čemer se jih večina nanaša na medpodjetniška posojila z višjo donosnostjo.

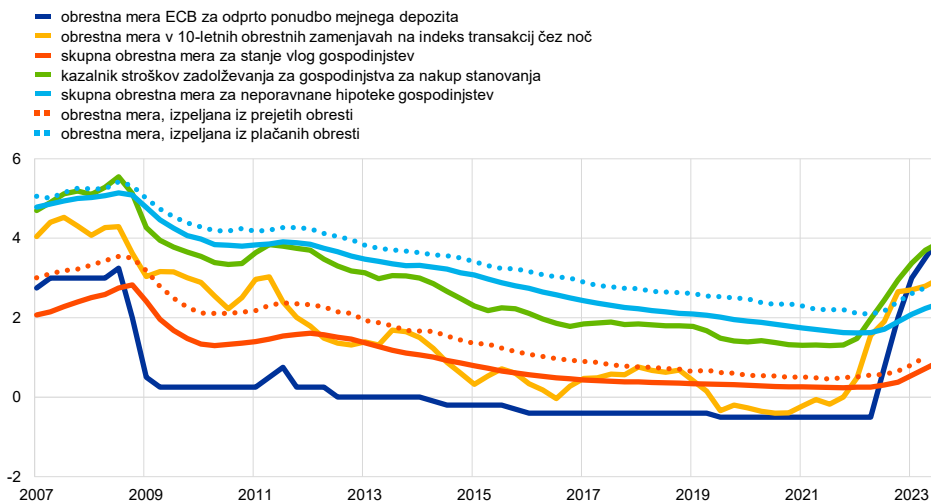
⁴ Delež posojil s fiksno obrestno mero pri gospodinjstvih in podjetjih v euroobmočju je v Lane, P. R., op. cit.

Graf B

Obrestne mere za vloge in posojila gospodinjstvom in podjetjem v euroobmočju

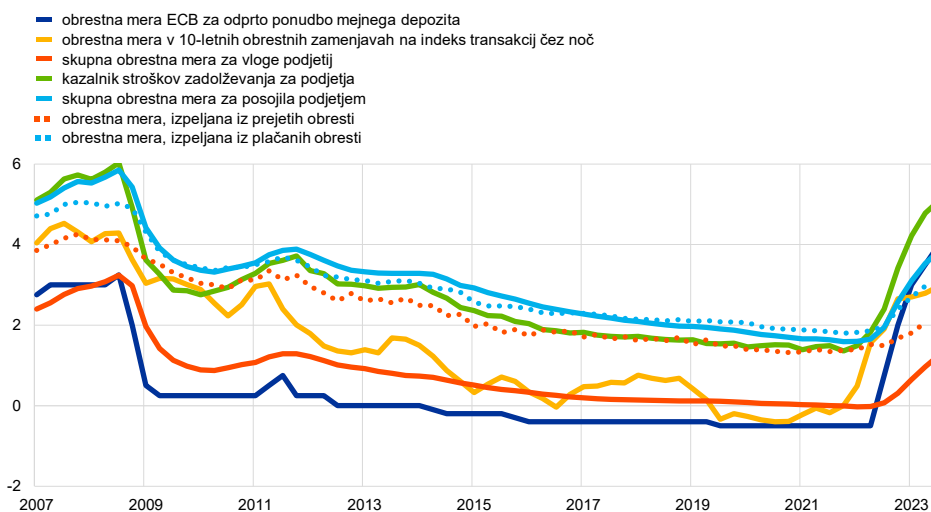
(a) Gospodinjstva

(v odstotkih na leto)



(b) Podjetja

(v odstotkih na leto)



Viri: Eurostat in podatki iz četrtletnih sektorskih računov ECB, podatki o obrestnih merah denarnih finančnih institucij (DFI), podatki o postavkah bilance stanja ter izračuni avtorjev.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023 pri izpeljanih obrestnih merah in na tretje četrtletje 2023 pri ostalih postavkah. Skupna obrestna mera za vloge gospodinjstev je tehtano povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom. Skupna obrestna mera za vloge podjetij je tehtano povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in repo pogodbe, z ustreznimi utežmi.

Neto obrestni prihodki na ravni euroobmočja prikrivajo velike razlike med državami, ki odražajo predvsem razlike v neto stanju premoženja med sektorji.

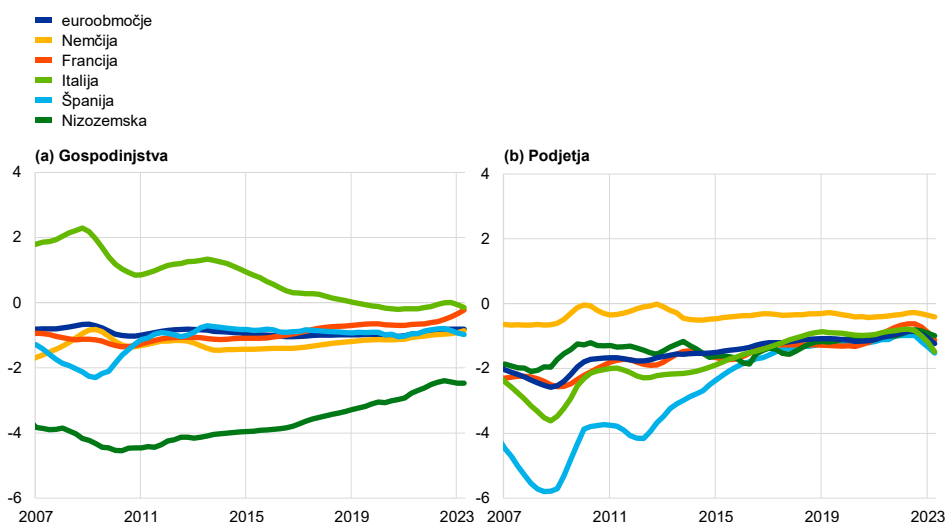
V petih največjih državah euroobmočja so neto obrestni prihodki gospodinjstev izrazito bolj negativni na Nizozemskem (graf C). Neto obrestni prihodki gospodinjstev so leta 2023 znašali okrog -2% BDP na Nizozemskem, medtem ko je bil odstotek v ostalih velikih državah euroobmočja blizu nič. Italijanska gospodinjstva so na drugi strani razpona z dolgotrajno pozitivnimi neto obrestnimi prihodki, ki so samo leta 2020 postali rahlo negativni. Kar zadeva zadnja četrtletja, so bili neto obrestni prihodki gospodinjstev razmeroma nespremenjeni v vseh največjih državah

euroobmočja. Neto obrestni prihodki podjetij v vseh državah upadajo, odkar se je leta 2022 začel cikel zviševanja obrestnih mer, kar agregatno odraža velik znesek podjetniškega dolga s kratkimi zapadlostmi ali spremenljive obrestne mere, čeprav so med državami precejšnje razlike.

Graf C

Neto obrestni prihodki v največjih državah euroobmočja

(tokovi v štirih četrtletjih kot odstotek nominalnega bruto domačega proizvoda)



Viri: Eurostat in podatki iz četrtletnih sektorskih računov ECB ter izračuni avtorjev.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023.

Na gibanje neto obrestnih prihodkov je pomembno vplivalo tudi neto obrestonosno premoženje, ki se močno razlikuje med državami. Pri

gospodinjstvih obrestonosno premoženje presega obveznosti v vseh največjih državah euroobmočja razen na Nizozemskem (graf D).⁵ Neto obrestonosno premoženje je v Italiji vztrajno višje kot v ostalih velikih državah euroobmočja, kar odraža nižjo raven dolga in višja imetja obrestonosnega premoženja, predvsem dolžniških vrednostnih papirjev širše države. Vseeno pa se je neto obrestonosno premoženje kot odstotek BDP v Italiji od konca leta 2009 zniževalo. To je bila posledica zmanjšanja imetij dolžniških vrednostnih papirjev, s čimer je mogoče pojasniti približevanje neto obrestnih prihodkov skupni vrednosti euroobmočja. Na Nizozemskem je s preteklo razširjenostjo hipotek, pri katerih se sproti odplačujejo samo obresti, mogoče pojasniti, zakaj obveznosti presegajo obrestonosno premoženje in zakaj so neto obrestni prihodki nižji od neto obrestnih prihodkov euroobmočja kot celote. V Španiji se neto obrestonosno premoženje zvišuje od svetovne finančne krize, kar odraža znižanje zadolženosti, ki je skupaj z visokim deležem posojil s spremenljivo obrestno mero in z zniževanjem obrestnih mer privedlo do izboljšanja neto obrestnih prihodkov. Kar zadeva podjetja, obrestonosne obveznosti presegajo premoženje v vseh največjih državah euroobmočja. Neto

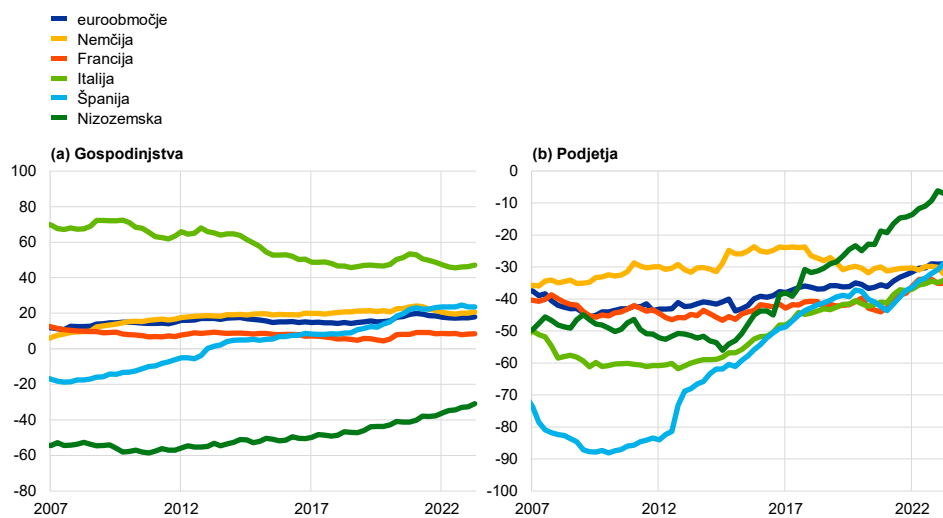
⁵ Gospodinjstva lahko poleg vlog in dolžniških vrednostnih papirjev varčujejo tudi z nakupom delnic, delnic investicijskih skladov, življenjskega zavarovanja, pokojninskih produktov in nepremičnin. Neto stanje premoženja gospodinjstev, torej razlika med skupnim premoženjem in skupnimi dolžniškimi obveznostmi, je v drugem četrtletju 2023 v petih največjih državah euroobmočja znašalo med 420% in 607% BDP.

obrestonosno premoženje kot odstotek BDP je v zadnjem desetletju v Nemčiji in Franciji ostalo razmeroma nespremenjeno, v Španiji, Italiji in na Nizozemskem pa se je vztrajno povečevalo. V Španiji in Italiji je izboljševanje neto obrestnih prihodkov od leta 2012 mogoče pojasniti predvsem z znižanjem zadolženosti ter z visokim deležem dolga s spremenljivo obrestno mero in z nižjimi obrestnimi merami.

Graf D

Neto obrestonosno premoženje v euroobmočju in v največjih državah euroobmočja

(neodplačani zneski kot odstotek tokov nominalnega bruto domačega proizvoda v štirih četrtletjih)



Viri: Eurostat, podatki iz četrtletnih sektorskih računov ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: Neto obrestonosno premoženje je skupno obrestonosno premoženje institucionalnega sektorja minus njegove dolžniške obveznosti. Obrestonosno premoženje vključuje imetja vlog, dolžniške vrednostne papirje v neposrednem imetju in odobrena posojila. V primeru gospodinjstev dolžniške obveznosti vključujejo posojila, prejeta iz vseh institucionalnih sektorjev. Pri podjetjih dolžniške obveznosti vključujejo tudi izdane dolžniške vrednostne papirje. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023.

Če povzamemo, je učinek zvišanja obrestnih mer na neto obrestne prihodke odvisen od tega, ali institucionalni sektor na neto osnovi deluje kot posojilodajalec ali posojilojemalec. Zviševanje obrestnih mer zaradi višjih stroškov financiranja negativno vpliva na institucionalne sektorje, ki si morajo sredstva izposojati. Nasprotno pa neto varčevalci zaslužijo več, ker jim dobiček lahko prinašajo višje obrestne mere za njihovo premoženje. Poleg tega se prejete in plačane obrestne mere za premoženje in obveznosti spreminjajo le postopno, in sicer kadar se instrumenti s spremenljivo obrestno mero prevrednotijo in stari instrumenti s fiksno obrestno mero zapadejo. Neto obrestni prihodki gospodinjstev v euroobmočju so se od konca leta 2021 povečali za 0,1% BDP in so rahlo spodbudili zasebno potrošnjo zaradi mejne nagnjenosti k trošenju iz obrestnih prihodkov.

Vseeno pa je bil njihov pozitiven učinek na potrošnjo manjši od negativnega učinka višjih obrestnih mer, ki se prenaša prek drugih kanalov. Nasprotno so se neto obrestni prihodki podjetij od konca leta 2021 znižali za 0,3% BDP, zato so se znižale naložbe zaradi občutljivosti na denarne tokove.

Pripravili Ramón Adalid, Max Lampe in Silvia Scopel

Zaradi cikla zviševanja ključnih obrestnih mer, ki se je začel sredi leta 2022, so banke zvišale svoje depozitne obrestne mere. Do zdaj je ECB v ciklu zaostrovanja vse tri ključne obrestne mere zvišala za 450 bazičnih točk. V primerjavi z ravnmi ob koncu maja 2022, tj. tik preden je bila na junijski tiskovni konferenci napovedana namera o dvigu obrestnih mer, so se obrestne mere za nove vezane vloge zvišale za 372 bazičnih točk, obrestne mere za vloge čez noč pa za 50 bazičnih točk.

Kljub temu so depozitne obrestne mere še vedno nekoliko nižje, kot je bilo običajno v preteklosti, če jih primerjamo s ključnimi obrestnimi merami, zlasti za gospodinjstva in predvsem za njihove vloge čez noč. Kadar so obrestne mere pozitivne, obrestovanje vezanih vlog navadno tesno sledi ključni obrestni meri.¹ Oktobra 2023 je bila podjetjem in gospodinjstvom v euroobmočju za novo sklenjene vezane vloge do dveh let v povprečju ponujena letna obrestna mera v višini 3,70% oziroma 3,27%. To pomeni, da je razmik glede na ključno obrestno mero pri vezanih vlogah podjetij znašal –30, pri vezanih vlogah gospodinjstev pa –73 bazičnih točk. V oktobru je bil razmik pri vezanih vlogah podjetij znotraj dolgoročnega razpona, medtem ko je bil pri vezanih vlogah gospodinjstev nekoliko večji, vendar ne brez primere, saj je bil približno tak kot na začetku leta 2001, na vrhuncu cikla zviševanja v obdobju 2000–2001. Nasprotno kot pri vezanih vlogah obrestovanje vlog čez noč, kadar so obrestne mere precej višje od nič, navadno ostaja precej manjše od ključne obrestne mere, saj je mogoče z vpoglednimi vlogami opravljati plačila ter so likvidne in praktične (graf A, slika a).² Tudi s tem povezano obrestovanje se spreminja počasi, kar pomeni, da se v ciklih zaostrovanja iz tega izhajajoči razmik glede na ključno obrestno mero običajno povečuje. Povečevanje je skladno z idejo, da dajejo visoki stroški zamenjave bankam tržno moč, zlasti na trgu vpoglednih vlog.³ V oktobru 2023 je bil negativni razmik pri teh vlogah precej večji kot v obdobju 2007–2008, ko so se obrestne mere na vrhuncu cikla zviševanja stabilizirale, vendar manj v primerjavi z najvišjo vrednostjo, doseženo v ciklu leta 2000. Vendar pa je treba upoštevati, da so k obrestovanju vlog v obdobju 2007–2008 verjetno delno prispevale likvidnostne potrebe bank, ko se je svetovna finančna kriza začela širiti. Hkrati je videti, da na dinamiko v sedanjem ciklu delno vplivajo tudi majhne potrebe

¹ Ključna obrestna mera je obrestna mera, s katero centralna banka signalizira naravnost denarne politike. Obrestna mera glavnega refinanciranja je bila uporabljena kot referenčna obrestna mera za izračun razmikov glede na depozitne obrestne mere v prvem desetletju eura, saj je bila v okolju zelo majhne presežne likvidnosti obrestna mera v operacijah glavnega refinanciranja glavno referenčno merilo za tržne obrestne mere. Nasprotno so v večjem delu zadnjega desetletja depozitne obrestne mere primerjane z obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, ki je v sedanjem okolju obsežne presežne likvidnosti postala glavna referenčna točka za tržne obrestne mere.

² Glej Drechsler, I., Savov, A., in Schnabl, P., »The deposits channel of monetary policy«, *The Quarterly Journal of Economics*, 132, št. 4, 2017, str. 1819–1876.

³ Glej Polo, A., »Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission«, *Staff Working Paper*, št. 933, Bank of England, 2021.

bank po financiranju ob šibki kreditni aktivnosti in manjši konkurenci v nekaterih segmentih depozitnega trga.⁴

Akumulirane spremembe depozitnih obrestnih mer so bile relativno šibke, delno zato, ker so bile te obrestne mere v obdobju negativnih obrestnih mer pred sedanjim ciklom višje od ključne obrestne mere, pa tudi zaradi dejansko šibkejšega prenosa na obrestne mere za vloge čez noč gospodinjstev.

Razmerje med zvišanjem depozitnih obrestnih in zvišanjem ključnih obrestnih mer je merilo, s katerim se pogosto primerja intenzivnost prenosa obrestnih mer na depozitne obrestne mere med cikli zaostrovanja. To razmerje navadno imenujemo količnik beta za vloge. Vendar pa je to merilo občutljivo na izhodišče, zlasti če se razmik med depozitno obrestno mero in ključno obrestno mero v tej točki razlikuje od običajne ravni v preteklosti. Tako je bilo tudi v sedanjem ciklu zaostrovanja, saj so bili sredi leta 2022 razmiki med depozitnimi obrestnimi merami in ključnimi obrestnimi merami negativni (graf A, slika a, desni graf). Negativni razmiki pri vlogah so posledica dejstva, da banke zaradi pravnih ovir in tveganj sodnih postopkov ali zaskrbljenosti glede morebitnega dvigovanja vlog niso bile pripravljene negativnih obrestnih mer prenesti na svoje imetnike vlog.⁵ S koncem obdobja negativnih in zelo nizkih obrestnih mer so se razmiki med ključno obrestno mero in depozitnimi obrestnimi merami lahko vrnili k preteklim vzorcem, kar je pomenilo obdobje, v katerem so se zaradi zvišanja ključnih obrestnih mer depozitne obrestne mere le malenkostno zvišale. Zato je pomembno, da se obdobje nizkih ključnih obrestnih mer izloči, kadar se za primerjavo intenzivnosti prenosa na depozitne obrestne mere glede na pretekla obdobja uporabljajo količniki beta za vloge. Lahko bi denimo izločili obdobje, v katerem je bila ključna obrestna mera nižja od 2%, kar je raven z začetka prejšnjega cikla. S tem bi se količniki beta za vloge zvišali pri vseh vlogah čez noč in pri vezanih vlogah gospodinjstev. Dejstvo, da imajo podjetja in gospodinjstva trenutno večji delež vlog čez noč kot nekoč, je še en dejavnik, ki vpliva na skupne količnike beta za vloge, tj. tiste, s katerimi se zvišanje depozitnih obrestnih mer za različne vrste vlog tehta na podlagi njihovega stanja (graf B, slika b). Če za združevanje obrestovanja vlog čez noč in vezanih vlog uporabimo deleže vlog iz cikla zaostrovanja v obdobju 2005–2007 (namesto sedanjih deležev), se iz tega izhajajoči koeficient beta za vloge približa tistemu iz prejšnjih ciklov zviševanja obrestnih mer, čeprav ostaja nekoliko nižji (graf A, slika b). To je predvsem posledica resnično šibkejšega prenosa zvišanja ključnih obrestnih mer na vloge čez noč gospodinjstev.

⁴ Glej Mayordomo, S., in Roibás, I., »[The pass-through of market interest rates to bank interest rates](#)«, *Documentos Ocasionales*, št. 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Glej članek z naslovom »[Negative rates and the transmission of monetary policy](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2020.

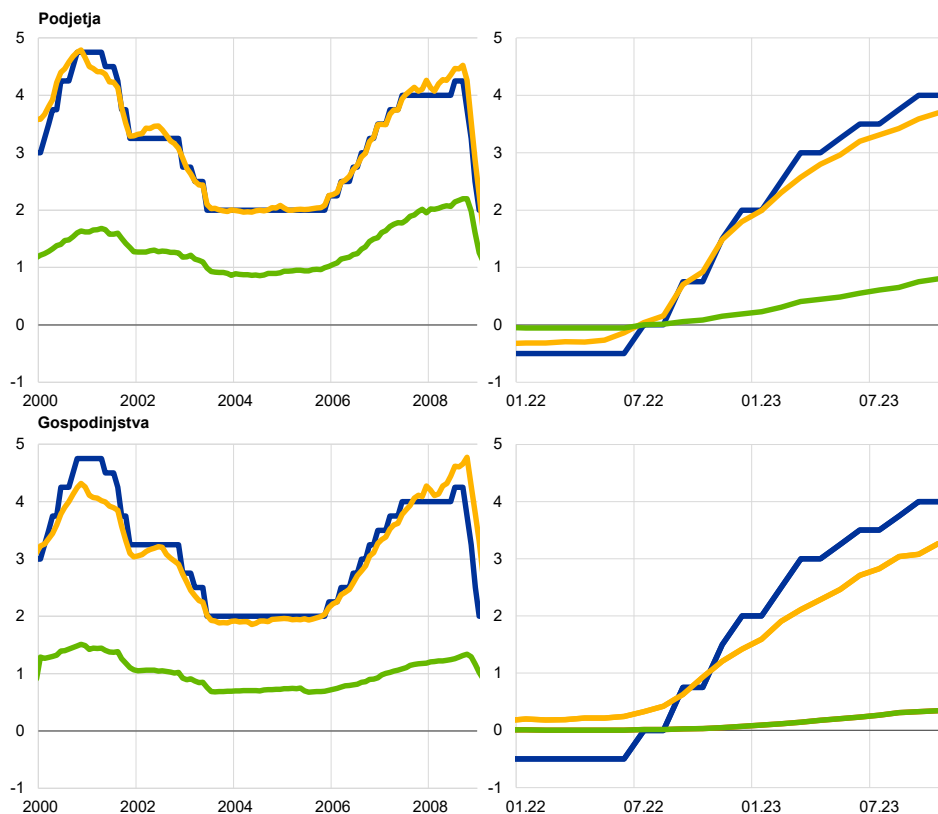
Graf A

Prenos obrestnih mer v euroobmočju

(a) Raven obrestnih mer

(v odstotkih na leto)

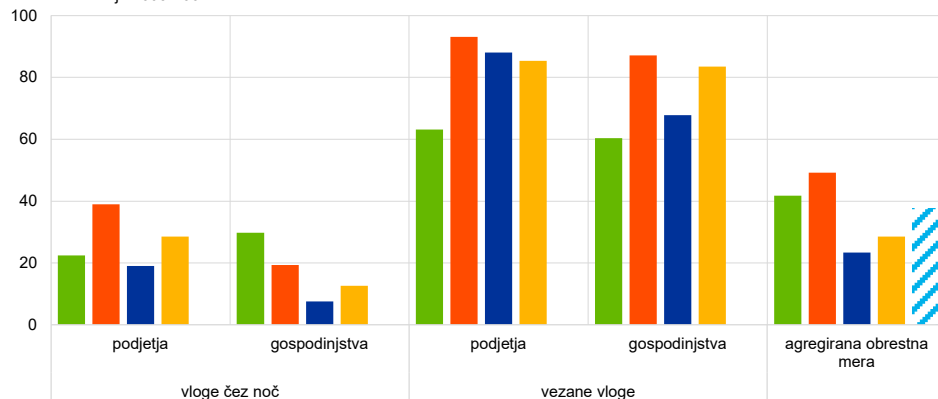
- relevantna ključna obrestna mera ECB
- vezane vloge
- vloge čez noč



(b) Količniki beta za vloge

(v odstotkih)

- cikel 1999-2000
- cikel 2005-2007
- sedanji cikel
- sedanji cikel (od takrat, ko je ključna obrestna mera dosegla 2%)
- sedanji cikel (od takrat, ko je ključna obrestna mera dosegla 2%) z utežmi, ki temeljijo na vlogah čez noč in vezanih vlogah iz obdobja 2005-2007



Vir: ECB.

Opombe: Obrestne mere za vezane vloge so obrestne mere za novo sklenjene pogodbe z ročnostjo do dveh let. Količniki beta za vloge so opredeljeni kot razmerje med zvišanjem depozitnih obrestnih mer in zvišanjem ključnih obrestnih mer. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Večje obrestovanje vezanih vlog in obveznic po daljšem obdobju nizkih ali negativnih obrestnih mer je spodbudilo premike iz vlog čez noč in drugih nizko obrestovanih vlog k tem instrumentom.

V obdobju nizkih obrestnih mer so bili oportunitetni stroški imetja vlog čez noč zelo nizki, zaradi česar so gospodinjstva in podjetja skoraj vsa nova denarna stanja nakopičila v vlogah čez noč (graf B, slika a). Zaradi sedanjega zaostrovanja denarne politike ter prenosa na depozitne obrestne mere in donosnost drugih finančnih instrumentov so se oportunitetni stroški imetja vlog čez noč povečali na podobne ravni kot v prejšnjih ciklih zviševanja obrestnih mer. To je povzročilo, da so podjetja in gospodinjstva precejšnji delež svojega neobičajno velikega stanja vlog čez noč preusmerila v vezane vloge in obveznice. Stanje vlog čez noč se je v primerjavi s sredino leta 2022 zmanjšalo, vendar je glede na pretekle ravni še vedno veliko. To je pri gospodinjstvih še očitnejše kot pri podjetjih (graf B, slika b),⁶ s čimer bi bilo mogoče pojasniti umirjanje preusmerjanja vlog podjetij v zadnjih dveh četrletjih.

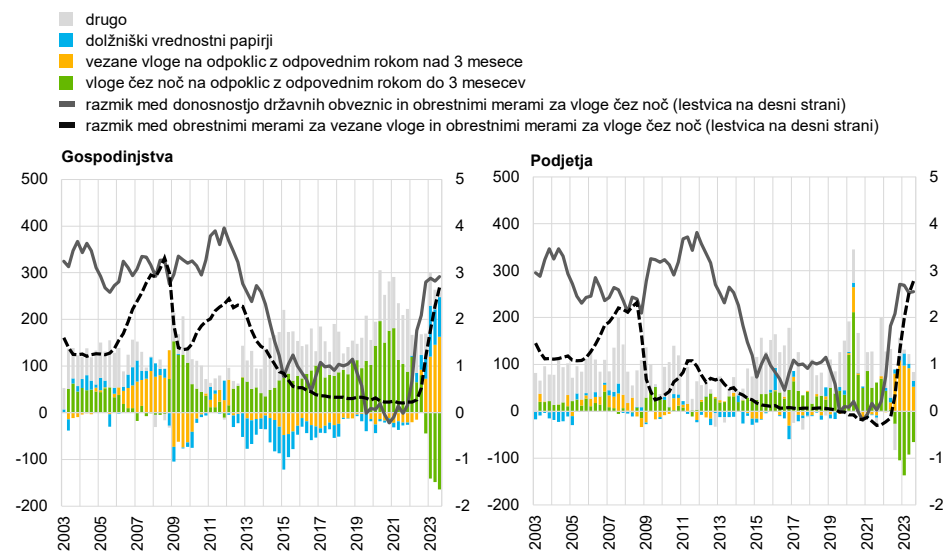
⁶ Zadnje četrletje 2005 je izbrano kot relevantno referenčno obdobje za primerjavo, ker se je takrat začel cikel zaostrovanja v letu 2005. Če bi za referenčno vrednost uporabili povprečje v daljšem obdobju (kot je tisto, uporabljeno v grafu A, slika a, desni graf), to ne bi spremenilo ugotovitve, da je utež vlog čez noč še vedno precej večja kot v preteklosti, zlasti pri sektorju gospodinjstev.

Graf B

Prestrukturiranje portfeljev

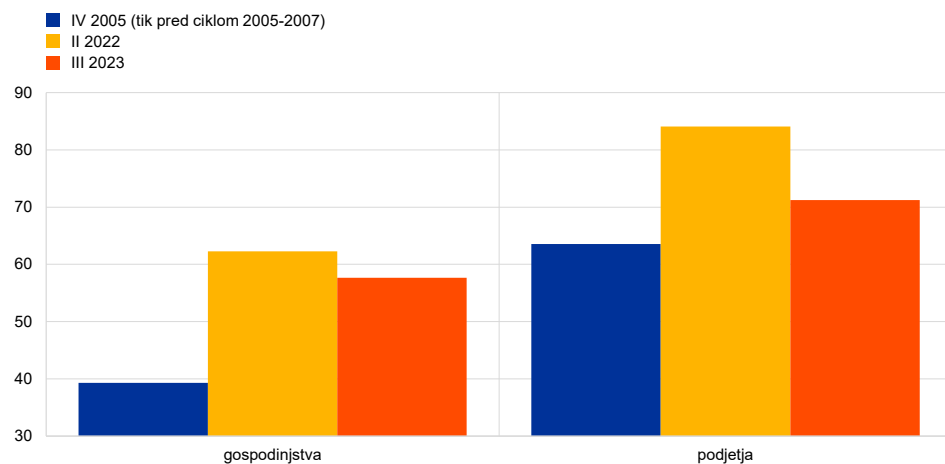
(a) Finančne naložbe podjetij in gospodinjstev

(lestvica na levi strani: četrtletni tokovi, v milijardah EUR; lestvica na desni strani: odstotne točke)



(b) Vloge čez noč

(odstotni delež vseh imetij vlog)



Vir: ECB.

Na splošno spremembe denarne politike – poleg tega, da vplivajo na portfeljske odločitve podjetij in gospodinjstev – vplivajo na ustvarjanje denarja na več načinov. Prvič, prek ustvarjanja kreditov, saj se, kadar banke odobrijo kredit, to takoj pokaže v povečanju stanja vlog posojilojemalcev, ki jih lahko nato uporabijo za svoja plačila in druge transakcije.⁷ Drugič, podobno se stanje širokega denarja poveča, kadar centralna banka kupi finančne instrumente od rezidentov euroobmočja, ki niso banke, pa tudi kadar nerezidenti kupijo blago, storitve in

⁷ To ne pomeni, da lahko banke ustvarjajo neomejene količine vlog. Prvič, čisto mogoče je, da bodo vloge končale pri drugih bankah. Drugič, banke morajo, da bi lahko odobrile kredit, med drugim upoštevati svoj širši položaj financiranja in solventnosti ter tveganje, ki izhaja iz izpostavljenosti, in upoštevati regulativne omejitve.

finančne instrumente od rezidentov euroobmočja, ki niso banke.⁸ K ustvarjanju denarja lahko prispevajo tudi krediti, ki ji centralna banka odobri bankam, če se z njimi nadomesti financiranje z obveznicami, s čimer se sprostijo sredstva, ki jih lahko imetniki vlog obdržijo na svojih računih.

Zaradi sedanjega zaostrovanja denarne politike je ustvarjanje širšega denarja oslabele in se pomaknilo v negativno območje na rekordno nizko raven. Od začetka sedanjega cikla zaostrovanja so višje obrestne mere prispevale k občutnemu zmanjšanju povpraševanja po posojilih in ponudbe posojil. S tem se je drastično zmanjšal obseg kreditov, ki so tipičen vir ustvarjanja denarja. Poleg tega je zmanjšanje bilance Eurosistema prispevalo k obsežnejšemu zmanjševanju ponudbe kreditov ter je na agregat M3 neposredno zaviralno vplivalo prek dveh kanalov: (i) odplačil v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ki banke spodbujajo k izdajanju dolgoročnih obveznic, s čimer se denarna stanja zmanjšajo, saj te obveznice kupijo imetniki vlog, in (ii) postopnega unovčenja portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, s čimer se denar umakne iz obtoka.⁹ Zato se je prispevek posojil podjetjem in gospodinjstvom k letnemu agregatu M3 zmanjšal s 4 odstotnih točk sredi leta 2022 na okrog nič v oktobru 2023, medtem ko izdajanje bančnih obveznic trenutno prispeva okrog 1,5 odstotne točke k zmanjševanju letnega obsega agregata M3. Neposredni prispevek Eurosistemovih nakupov je postal negativen, in sicer se je v oktobru 2023 zmanjšal na -1 odstotno točko s slabih 6 odstotnih točk na začetku leta 2022. Vendar pa so to večinoma odtehtali nakupi državnih obveznic, ki so jih opravili tuji vlagatelji, čeprav denarno dinamiko trenutno nekoliko zavirajo nakupi obveznic, ki jih opravljajo gospodinjstva. Neto denarne prilive iz tujine je od konca leta 2022 nadalje podpiralo tudi povečevanje presežka tekočega in kapitalskega računa, h kateremu prispeva tudi vse šibkejše domače povpraševanje po tujem blagu (graf C, slika a).

⁸ Agregat M3 obsega predvsem kratkoročne in likvidne obveznosti, ki jih izdajo denarne finančne institucije in so v imetju nederavnega sektorja.

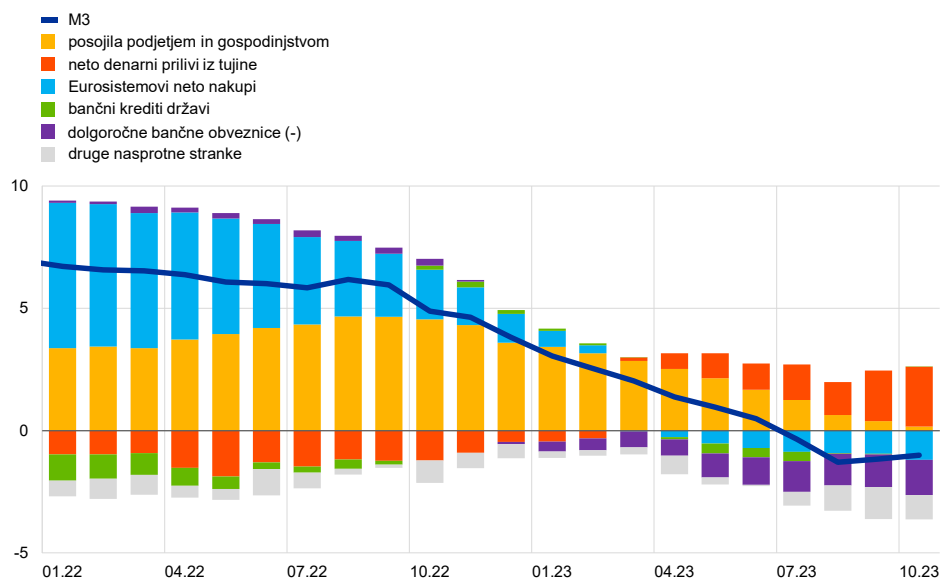
⁹ Glej Lane, P., »[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)«, panelna razprava o solventnosti bančništva in denarni politiki, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12. julij 2023.

Graf C

Denarni agregati

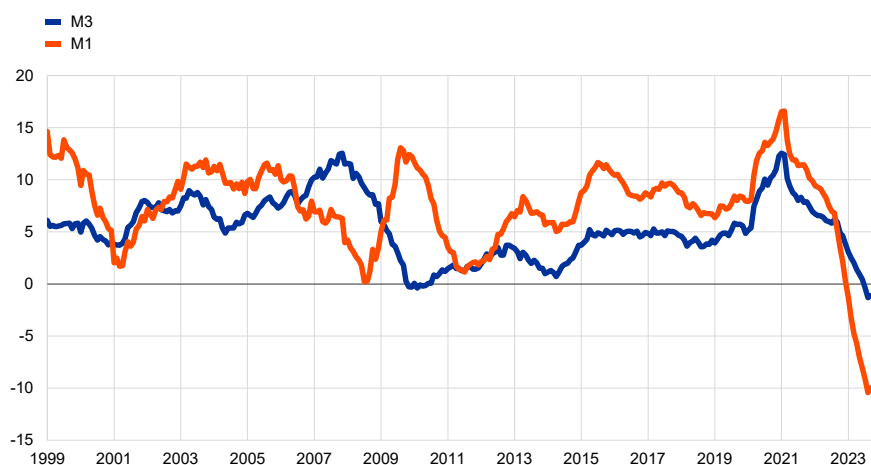
(a) Viri ustvarjanja denarja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki k medletnim spremembam v odstotkih)



(b) Denarni agregati

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2023.

Preusmerjanje vlog in krčenje obsega širokega denarja sta povzročila negativno rast ožjega denarnega agregata M1 v obsegu, kakršnega še ni bilo.

Ker so vloge čez noč glavna komponenta agregata M1, se je zaradi preusmerjanja s teh vlog obseg tega agregata skrčil, kot še nikoli prej (za okrog 10% od poletja; graf C, slika b). Ker je bila rast agregata M1 v preteklih obdobjih dober napovedovalec rasti realnega BDP, je to povzročilo zaskrbljenost glede nadaljnje upočasnitve gospodarske aktivnosti.¹⁰ Ta povezava delno deluje prek potrošnje, prihrankov in naložb, saj je M1 relevanten pokazatelj stopnje likvidnosti v

¹⁰ Glej okvir z naslovom »The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2019.

gospodarstvu. Vendar v trenutnih razmerah nadaljnje preusmerjanje z vlog čez noč in prejšnja močna rast agregata M1 od leta 2015 – ki je bila večinoma povezana s kombinacijo neto nakupov vrednostnih papirjev in nizkih obrestnih mer – verjetno povzročata, da je običajni signal nejasen. Z drugimi besedami, zmanjšanje agregata M1 zaradi preusmerjanja portfeljev z vlog čez noč naj bi načeloma imelo bolj omejen vpliv na to, koliko lahko akterji trošijo. Na BDP naj bi zato negativno vplivalo manj kot tipično zmanjšanje obsega agregata M1, zlasti ker je stanje vlog čez noč še vedno razmeroma veliko glede na pretekla gibanja. Vendar to ne pomeni, da je treba zmanjšanje agregata M1 povsem zanemariti, zlasti če ga spremljajo napetosti na finančnih trgih in povečano povpraševanje po likvidnosti.

Članek

1 Central bank money settlement of wholesale transactions in the face of technological innovation

Prepared by Holger Neuhaus and Mirjam Plooij

1 Introduction

Through its TARGET Services, the Eurosystem facilitates the settlement of wholesale financial transactions in central bank money, the safest and most liquid settlement asset. The possibility to settle such transactions in central bank money (that is, in the form of reserves held by financial institutions at the central bank) helps to reduce risks to the financial system and to support financial stability and trust in the currency. The provision of settlement infrastructures is part of how the Eurosystem carries out its basic task of promoting the smooth operation of payment systems.¹

The Eurosystem is continuing to modernise its settlement infrastructures and adapt them to changing user needs. The Eurosystem is committed to providing euro central bank money for settlement via infrastructures that are fit for purpose and that make use of a single central bank money liquidity pool; even if banks hold several accounts within the TARGET Services, they should be able to manage their liquidity across these accounts such that they function, in effect, as a single pool. In line with this commitment, the Eurosystem has consolidated, from a technical and functional perspective, its wholesale payments (formerly TARGET2, now replaced by T2) and securities settlement services (T2S). It also plans to launch a unified system – the Eurosystem Collateral Management System – for managing assets used as collateral in Eurosystem credit operations, replacing the current systems used by national central banks.

The Eurosystem is analysing the potential impact of emerging technologies, including distributed ledger technology (DLT), on the settlement of wholesale financial transactions. This work was initiated in response to increasing interest within the financial industry in the possible applications of DLT in areas such as securities-related transactions settlement on a delivery versus payment (DvP) basis and cross-currency payments settlement on a payment versus payment (PvP) basis. Should there be a significant adoption of DLT by market participants, this may require changes on the side of the central banks, to ensure that wholesale transactions can continue to be settled in central bank money.

The initial analysis by the Eurosystem consisted of market outreach and analysing possible responses in the event of a significant uptake of DLT. The

¹ Article 127 of the [Treaty on the Functioning of the European Union](#) (OJ C 326, 26.10.2012, p. 47).

Eurosystem asked financial market stakeholders for their views on the potential future use of DLT for wholesale financial transactions, and how these transactions could potentially be settled in central bank money. Should the use of DLTs become more prevalent for wholesale financial transactions, possible Eurosystem responses could include enabling market DLT platforms to interact smoothly with Eurosystem infrastructures based on existing technology, or making central bank money available in a new form that can be recorded and transferred on a DLT platform. These responses are not mutually exclusive.

Following this initial analysis, the Eurosystem has started exploratory practical work. The aim of this work is to gain further insights into how the interaction between existing or new DLT-based infrastructures for settlement in central bank money and market DLT platforms could be facilitated. The exploratory work consists of experiments, in which only mock transactions will be settled in a test environment, and trials, in which a limited number of actual transactions will be settled.

This article discusses the rationale for the Eurosystem exploring central bank money settlement of transactions registered on DLT platforms, the results of its analysis so far and the envisaged next steps. Section 2 provides background on the role of central bank money in the settlement of wholesale financial transactions. Section 3 discusses market developments regarding the use of new technologies, such as DLT, for wholesale financial transactions. Section 4 discusses the implications of a potential market uptake of DLT for the Eurosystem's wholesale central bank money settlement infrastructures. Section 5 outlines the Eurosystem's plans to further explore how wholesale financial transactions recorded on DLT platforms could be settled in central bank money.

2 Central bank money at the heart of the financial system

The importance of central bank money settlement

Financial market infrastructures (FMIs) – that is, payment systems, central securities depositories, securities settlement systems, central counterparties and trade repositories – are the backbone of the financial system. These facilitate financial transactions between the customers of different financial institutions, and between financial institutions themselves. The safe and efficient functioning of systemically important market infrastructures is pertinent for financial stability.

To preserve and strengthen financial stability, international standards prescribe that an FMI should conduct its settlements in central bank money where practical and available. This is laid down in the 12 Principles for financial market infrastructures established by the BIS's Committee on Payment and

Settlement Systems and the International Organization of Securities Commissions.² Central bank money refers to central bank liabilities, issued for use as money. Digitally, central bank money is made available to commercial banks in the form of reserves (that is, funds held in accounts at the central bank). Commercial banks in turn issue their own liabilities, namely commercial bank money, to their customers. When the customer of one bank makes a transfer to the customer of another bank, this can be settled via a funds transfer between the banks' accounts at the central bank. Interbank transactions could also be settled in commercial bank money. In this case, credit and liquidity risks may arise, for example if the settlement bank becomes insolvent. The 12 Principles therefore require FMIs that settle in commercial bank money to strictly control and minimise credit and liquidity risks arising from commercial settlement banks. Using central bank money (whenever practicable and available) for settlements within FMIs makes the use of commercial bank money by banks' clients safer by reducing exposures between banks that could ultimately result in losses for their clients. While the clients will pay or receive payment in the commercial bank money of their respective banks, the use of central bank money in payments between their respective banks reinforces and demonstrates the convertibility of commercial bank and central bank money at par. This supports public trust in the currency as the value of a euro is the same, regardless of its issuer.³

Using central bank money is particularly relevant for the settlement of wholesale financial transactions, typically carried out between banks and other financial market participants, which stand out because of their high value. The average transaction value in T2, the Eurosystem's large-value payment system, is €5.5 million. While half of the transactions in T2 are below €6,500, at the upper end of the distribution much higher transaction values can be found. For example, in 2022 almost 219 payments with a value of more than €1 billion were made per day, even though these accounted for only 0.05% of payment flows (in terms of number of transactions).⁴ Moreover, the structure of the wholesale financial market can lead to a concentration of payment activities and associated exposures within individual banks. Settling wholesale financial transactions in central bank money, rather than in commercial bank money, reduces risks associated with such a concentration.

Wholesale central bank money services or “wholesale central bank digital currency”?

Central bank digital currencies (CBDCs) are a hotly debated topic. In such discussions, a distinction is often made between retail and wholesale CBDCs. The former is relatively well understood, since a digital form of central bank money available to the general public is a new concept, and it can be clearly distinguished

² See Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “[Principles for financial market infrastructures](#)”, Bank for International Settlements and OICV-IOSCO, April 2012.

³ See Committee on Payment and Settlement Systems, “[The role of central bank money in payment systems](#)”, Bank for International Settlements, August 2003.

⁴ See “[TARGET Annual Report 2022](#)”, ECB, Frankfurt am Main, June 2023.

from other types of money, such as central bank money in physical form (cash) and existing digital forms of money that are either not central bank money or not available to the general public. The concept of wholesale CBDCs lends itself to misunderstandings.

Wholesale CBDC is often presented as a new concept, but central bank money has in fact been available in digital form for wholesale transactions for decades. The Eurosystem enables this through its TARGET Services, which ensure the free flow of cash, securities and collateral across Europe.

The debate is therefore not about whether to provide digital central bank money for wholesale transactions, but about possible technological changes in how this money is provided. For this reason, the Eurosystem has announced that it is exploring new technologies for wholesale central bank money settlement, rather than wholesale CBDC. Therefore, the latter term will not be used in the remainder of this article.⁵

Other central banks around the world are also exploring the potential use of new technologies for wholesale central bank money settlement. A BIS survey⁶ of 86 central banks, carried out in late 2022, showed that the majority of these banks were involved in researching wholesale CBDC (to use the terminology of the survey), with many of these also involved in practical experimentation. Some central banks are now taking the next step of testing real transactions with market participants. The Swiss National Bank, for example, recently announced a pilot project involving six commercial banks, in which it will make central bank money available on a regulated third-party platform.⁷ Likewise, the Monetary Authority of Singapore announced a pilot project with live transactions between commercial banks, allowing them to issue commercial bank money tokens to their customers and settle associated interbank transactions in central bank money.⁸

Regular improvement of TARGET Services

The role of central bank money as the preferred settlement asset for wholesale financial transactions requires reliable and up-to-date infrastructures. As the following paragraphs recall, the Eurosystem therefore makes continuous efforts to modernise its market infrastructure services, ensuring that they are future-proof and can meet the needs and expectations of market participants.

Over the past two decades, the Eurosystem has made significant progress in integrating and modernising its wholesale settlement infrastructures. Through the transition from the national real-time gross settlement systems to TARGET in

⁵ See “Eurosystem to explore new technologies for wholesale central bank money settlement”, *Press Release*, ECB, 28 April 2023.

⁶ See Kosse, A. and Mattei, I., “Making headway – Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto”, *BIS Papers*, No 136, Bank for International Settlements, July 2023.

⁷ See “SNB launches pilot project with central bank digital currency for financial institutions”, *Press Release*, Swiss National Bank, 2 November 2023.

⁸ See “Shaping the Financial Ecosystem of the Future”, Speech by Mr Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at the Singapore FinTech Festival 2023, 16 November 2023.

1999, and then to TARGET2 in 2007, the Eurosystem created the first pan-European integrated market infrastructure for wholesale payments. This service was complemented by TARGET2-Securities (T2S), in order to harmonise post-trade services for securities transactions. T2S provides a common platform through which securities and cash can be transferred on a DvP basis. In 2018 TARGET Instant Payment Settlement (TIPS) was launched to allow instant retail payments between banks across the EU to be settled in central bank money in real time on a 24/7/365 basis.

Moreover, in December 2017 the Eurosystem began a major project to consolidate the technical and functional aspects of TARGET2 and T2S, resulting in the launch of the new T2 platform in March 2023. This consolidation further harmonises and integrates TARGET Services through a move to the ISO 20022 message standard, a global standard for financial information that is being increasingly adopted by FMIs worldwide, as it facilitates the exchange of richer and more structured data compared with most current proprietary standards.⁹ Moreover, the T2 platform contains a set of common components that are shared across TARGET Services, such as a harmonised interface for participants to access the Services. The consolidated platform also offers enhanced cyber resilience and enables participants to steer, manage and monitor liquidity across all TARGET Services. It will be complemented by the Eurosystem Collateral Management System, a unified system for managing assets used as collateral in Eurosystem credit operations.

The Eurosystem is continuing its efforts to develop TARGET Services. The governance arrangements for the TARGET Services, including the change and release management processes, allow the Eurosystem to enhance capacity and resilience where needed, and to respond to business, regulatory and technological developments. Exploring the possible use of, or interactions with, new technologies is part of these continuous efforts to improve the Eurosystem's market infrastructures.

3 Potential use of new technologies such as DLT for settling wholesale financial transactions in central bank money

New technologies: DLT

The emergence of DLT could potentially change the market for, and environment of, wholesale financial transactions. A series of private and public initiatives has emerged globally, with the aim of exploring new business opportunities and improving the functioning of market processes through the use of DLT. The potential large-scale adoption of DLT by market participants, for instance for securities transactions, would require the provision of central bank money in a way

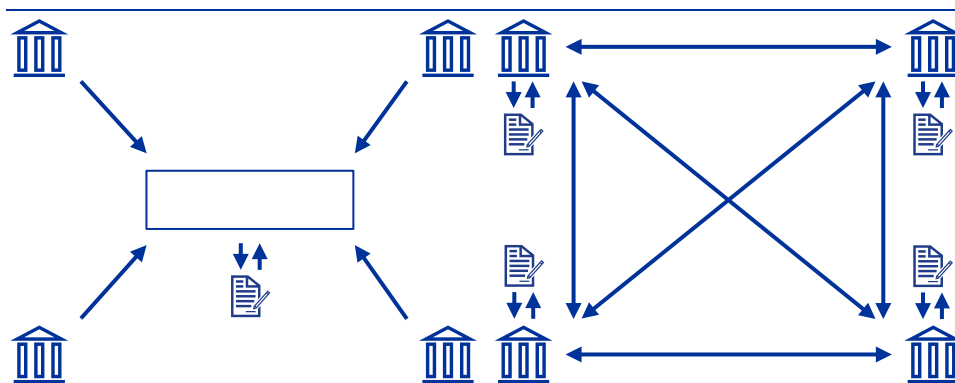
⁹ See Committee on Payments and Market Infrastructures, "[Harmonised ISO 20022 data requirements for enhancing cross-border payments](#)", *Report to the G20*, Bank for International Settlements, October 2023.

that is compatible with the new DLT ecosystems, in order to support the settlement of the cash leg of those transactions.

DLT refers to a family of technologies that enable participating entities to validate data and to update a shared ledger, without relying on central coordination. In contrast to existing payments and securities settlement systems, which are generally based on centralised infrastructures where market participants connect to a central database, in DLT networks a database is shared across a network and its data are accessible to the network's members, who can also actively participate in the network's operation. Figure 1 contrasts centralised ledgers (as typically used in existing FMIs) and distributed ledgers.

Figure 1

Differences between centralised and distributed ledgers



Source: Santander InnoVentures, Oliver Wyman and Anthemis, "The Fintech 2.0 Paper: rebooting financial services", 2015.

In a DLT network, any kind of asset (financial or otherwise) can, in principle, be registered in the form of a digital token that could be directly exchanged between participants without the need for a trusted third party to manage accounts. Such a token is a unit of digital information that may represent a real-world asset, such as a security that is registered in a central securities depository. Alternatively, the digital token may be the asset itself, for example a security issued directly as a DLT token.

Many DLT platforms include the possibility to programme "smart contracts".

Smart contracts are automatable, "contractual" arrangements embedded in computer software, which the latter can validate, execute and record automatically, as soon as certain predefined conditions have been met, based on information from the distributed ledger itself or a predefined (external) source. The use of such smart contracts could make processes more seamless, depending on the concrete setup of the infrastructure and the smart contracts themselves; for example, frictions could arise due to the need to retrieve information from an external source or to execute transactions across multiple (DLT or non-DLT) platforms that cannot interoperate smoothly.

Market experiences with DLT for wholesale financial transactions

In recent years, a number of market participants in the financial sector have been increasingly exploring the opportunities of DLTs to generate new business models and to improve the functioning of market processes. The Eurosystem has gathered information on relevant market initiatives from market stakeholders and their associations (through surveys and meetings). National central banks of the Eurosystem have provided further information on market and public sector initiatives related to the use of new technologies such as DLT in wholesale payments and securities settlement (including national initiatives, initiatives focusing on the EU or euro area, and global initiatives).

Based on market experiences, two success factors emerge: cooperation between financial institutions in shared projects, and having a clear business case that is built on market needs. Cooperation allows market players to pool their resources and minimise costs or possible losses, while simultaneously avoiding the risk of being left behind in the event of the successful uptake of DLTs. Key to developing a clear business case is the early involvement of potential users to identify use cases that they consider promising – for example, to address existing inefficiencies.

Factors that may contribute to the failure of a DLT project are varied and include both internal and external factors. Internal factors include erroneous design choices (technology readiness, complexity of the project) and suboptimal vendor management. External factors that have been reported by market stakeholders as potential contributors to the failure of a DLT project include the absence of reliable solutions for the settlement of the cash leg of DLT transactions in central bank money, as well as adverse regulatory developments (for instance, April 2022 guidance from the U.S. Securities and Exchange Commission restricts, in practice, the ability of US entities and groups to hold digital assets in custody).¹⁰ Possibly the most important element, however, is the reverse of one of the key success factors: the absence of a clear business case for using DLT. If existing inefficiencies are not technology-based, a change to a different technology may not be the appropriate solution.

Potential benefits and challenges of DLT

Market stakeholders that consider using DLT for wholesale transactions see potential for this technology to improve efficiency by reducing reliance on intermediaries. The main potential benefits explored by market stakeholders relate to the distributed nature of DLT platforms; this enables the shared operation of the relevant platform by its participants, together with the possibility of automating processes through smart contracts. Activities for which participants currently rely on centralised operators could then be conducted by the participants themselves.

¹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, “[Staff Accounting Bulletin No. 121](#)”, 11 April 2022.

On a DLT platform, two-leg transactions (that is, DvP or PvP settlement) could be technically automated without the need to rely on intermediaries. Particularly in a DLT context, this type of technical automation is often referred to as atomic settlement. While DvP and PvP transactions can be conducted with current technology, proponents of DLTs argue that smart contracts can function as a technical solution to ensure that either both or neither of the legs of the transactions are executed, and that both legs are executed as close to simultaneously as possible, without relying on a central validating entity. In addition, the legal finality of DvP/PvP would need to be ensured, as is the case today. Proponents argue that with such atomicity there would be less counterparty risk, fewer delays linked to multiple layers of matching and validation, fewer intermediaries and, therefore, lower costs.

As well as permitting the automation of two-leg transactions, DLT platforms could also allow market participants to define and set conditions for operations in the system, without needing to rely on intermediaries. These could be, for example, conditions for the execution of transactions or the generation of information flows. Like atomic settlement, this feature can be enabled using smart contracts. From a technical perspective, any authorised user of a DLT platform could deploy smart contracts and automate processes directly, if the operator allows it.

The need for reconciliation could be reduced through the use of a shared ledger, which is inherent in DLT. Market stakeholders expect that this feature of DLT could make reconciliation processes (aligning different systems and databases managed separately by each market participant and intermediary) easier, thereby fostering the traceability and auditability of transactions. Some stakeholders also point to the potential for improving the transparency of parties that do not currently have visible transactions in FMIs (including Eurosystem market infrastructures), such as auditors, corporate clients or even the general public (for example, to verify green investments).

In addition, many market stakeholders expect that DLT-based solutions would provide 24/7 instant settlement and the possibility of broader access to FMIs. They have these expectations for both market-operated and central bank-operated systems. These characteristics are, however, less closely linked to the technology itself than the three aspects mentioned above. The ability to operate 24/7 is not DLT-specific. Indeed, the Eurosystem already operates a 24/7 settlement system, TIPS, which is not based on DLT. Similarly, restrictions on access to TARGET Services are not due to technological limitations. Any decision on granting such access to additional parties would be a policy decision, not a technological one, and may be driven primarily by monetary policy implementation and financial stability considerations rather than by market infrastructure considerations.

Market feedback on the future of DLT

The majority of market stakeholders surveyed by the Eurosystem expect a significant uptake of DLT for wholesale payments and securities settlement,

with an indicative time horizon of between five and ten years. Those market stakeholders who expect DLT uptake for wholesale financial transactions generally believe this will take place across the board, in all forms of asset settlements. In their view, DLT settlement could potentially become systemically relevant for securities in general, as part of an overall industry move towards DLTs, in which increasing numbers of assets are registered on a DLT platform.

Those market stakeholders who see potential for DLT for wholesale financial transactions believe that this technology could significantly benefit segments they deem to be characterised by clear inefficiencies and constraints. In their view, international payments (cross-border, cross-currency and correspondent banking payments) could be improved in terms of speed and availability, and the settlement and servicing of illiquid/non-listed instruments could benefit from improved liquidity management and transparency of the registers. Instruments currently not serviced by FMI (such as over-the-counter traded securities or credit claims) could, in the future, be registered on DLT platforms, thereby possibly making previously non-tradeable assets tradeable.

At the current stage of market explorations, there is considerable uncertainty about the future landscape of DLTs used for wholesale payments and securities settlement. In the longer term, some market stakeholders expect consolidation to only a few major platforms, possibly with an important role for a central bank-run platform. A few expect a fragmented landscape with many (over 50) DLT platforms being used for different types of assets. Most market stakeholders, however, anticipate a landscape between these two extremes, expecting no more than ten DLT platforms to be significant for wholesale financial transactions. In the meantime, market participants will have to make technological choices; while a range of different DLT platforms is available, it is not yet clear which platforms would be most suitable for scalable applications of DLT. Moreover, while sharing a database across a network promotes transparency, the broad adoption of DLT will require the assurance of sufficient privacy for users' data.

The use of multiple DLT platforms, as well as the coexistence of DLT platforms with other infrastructures, may lead to market fragmentation. As noted above, the use of multiple DLT platforms that cannot smoothly interoperate can hamper the seamless processing of transactions. With a view to the overall efficiency of the market, it is therefore important for market stakeholders and the Eurosystem to consider how such an outcome can be averted. As is the case for existing technologies, the ability to agree on industry standards will be important.

Avoiding fragmentation does not necessarily imply a move to a single platform; interoperability and harmonisation can also play an important role. Central banks could bring value through their involvement in harmonising certain aspects of the DLT ecosystem to help bring about interoperability (for example, through regulation and harmonisation of protocols and data taxonomies).

4 Implications of market DLT uptake for Eurosystem TARGET Services and settlement in central bank money

Implications of market DLT uptake

Market stakeholders do not often mention central bank money settlement itself as a service to be improved through the use of DLT. Instead, their interest in new central bank money settlement solutions is driven by their explorations of DLT for other parts of the transaction chain, such as securities settlement.

Should there be a significant industry uptake of DLT for wholesale financial transactions, it would be important to ensure that central bank money can continue to be used to settle the cash leg of such transactions. The Eurosystem has therefore been exploring the suitability of its current services in such a scenario, and whether new solutions might be better able to meet the needs of market participants that are using DLT to register and transfer financial assets. These new solutions may, but need not, involve the provision of central bank money in the form of DLT tokens.

Many market stakeholders state that, in the absence of a DLT-compatible central bank money settlement solution, they would look for alternatives. In such a situation, market stakeholders may consider using alternative settlement assets, such as commercial bank money or stablecoins. Such alternatives would not provide the same level of safety as central bank money. A partial move from central bank money to other settlement assets could also increase liquidity fragmentation and have adverse implications for financial stability.

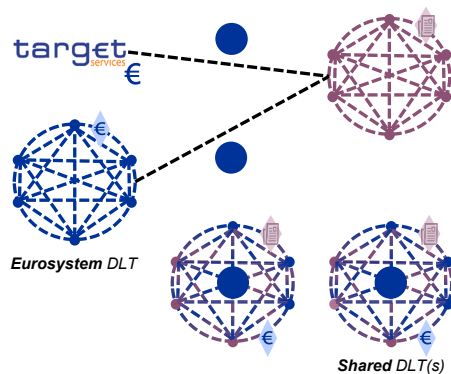
At the same time, some market stakeholders argue that the speed of DLT adoption, if not its success, might to some extent depend on the involvement of the central banking community. The ability to settle transactions in central bank money could be a requirement for certain market participants, preventing them from adopting DLT as long as a suitable central bank money settlement solution is not in place. In addition, central bank involvement could be perceived as support for DLT as an innovation in financial services.

Possible Eurosystem responses

The Eurosystem has analysed possible responses to a potential market DLT uptake for settling wholesale financial transactions and has identified four conceptual solutions. Each of these solutions would enable euro central bank money settlement between banks for transactions where transfers are made using DLT. Figure 2 depicts these four conceptual solutions in a stylised manner. This figure and the paragraphs below describe the example of a securities transaction, but similar solutions could also be used for foreign exchange transactions.

Figure 2

Conceptual solutions for central bank money settlement of wholesale transactions registered on DLT platforms



Source: ECB.

Notes: Blue lines, dots and icons represent central bank money (CeBM). Purple lines, dots and icons represent securities.

A first option would be to create a technical interface between a DLT platform on the market side and a non-DLT infrastructure (such as the existing TARGET Services) on the Eurosystem side. This technical interface should enable communication between those two infrastructures so that either both or neither of the legs (the securities leg on the market DLT platform and the cash leg in the Eurosystem infrastructure) are settled. Such solutions are referred to as *Trigger/Bridge* solutions.

A second option would be to offer a Eurosystem DLT platform for euro central bank money settlement, combined with a technical interface between that platform and market DLT platforms. This is conceptually very similar to the first option: again, the securities leg would settle on the market DLT platform, and the cash leg in a Eurosystem infrastructure. The key difference is that in this case the Eurosystem infrastructure would be based on DLT. This type of solution is referred to as a full-DLT *Interoperability* solution.

A third option would be to offer a Eurosystem DLT platform where both euro central bank money and securities are settled. This is conceptually similar to the existing T2S platform, but based on DLT. This type of solution is referred to as a full-DLT *Integration* solution.

A fourth option would be to use a platform (or several platforms) jointly operated by the Eurosystem and other parties for the settlement of both euro central bank money and securities. This type of solution is referred to as a full-DLT *Distribution* solution.

Same-platform settlement solutions, such as the Integration and Distribution solutions described above, are similar to the concept of a “unified ledger” proposed by the BIS in its 2023 Annual Economic Report.¹¹ In a unified ledger,

¹¹ See Bank for International Settlements, “[Blueprint for the future monetary system: improving the old, enabling the new](#)”, *BIS Annual Economic Report*, 20 June 2023.

as researched and theoretically described by the BIS, various types of assets (central bank money, commercial bank money and other assets) are represented in the form of programmable tokens to enable seamless automation and integration of complex transactions. This would not, however, imply one global ledger for all assets and use cases. As noted by the BIS, there could be a multiplicity of individual unified ledgers, potentially connected to each other and to existing systems.

The governance of platforms with a wider scope in terms of assets, participants or use cases would presumably be more complex than for platforms with a narrower scope. Issuers and holders of different types of assets will each have their own requirements and may need to play their part in the governance arrangements for the platform. The design of such platforms and their governance would therefore be likely to take more time, and if the requirements of different users and operators of a platform are too divergent, it may not be possible to come to an agreement that suits all of them.

In any solution that may ultimately be implemented, the Eurosystem will need to ensure that both the provision of euro central bank money for settlement and the settlement itself take place under the ultimate control of the Eurosystem. With regard to the current TARGET Services, the Eurosystem is responsible for the overall direction, management and control, including common cost and pricing methodology, security and policies, for example regarding which entities are allowed to hold central bank money for wholesale purposes. The provision of any new Eurosystem solution for the central bank money settlement of DLT-based transactions must not come at the expense of the Eurosystem's control over the central bank money issues.

The solutions described here are not mutually exclusive. Any solution for the provision of central bank money settlement would be relevant only if and when DLT becomes more widely adopted by market participants. It could be an option to initially offer one solution in response to short-term demand, while another – more complex – solution is launched, potentially offering more advanced functionalities or catering for more use cases. It is also conceivable that different use cases may call for different solutions, in which case multiple solutions may coexist in the long term.

The conceptual solutions described above have already been developed and tested, individually, by some national central banks within the Eurosystem. In the Trigger solution developed by the Deutsche Bundesbank, euro central bank money settlement would take place in the existing TARGET Services, specifically in T2. In the TIPS Hash-Link solution developed by the Banca d'Italia, settlement would take place in an infrastructure based on TIPS, which is currently used for settling instant retail payments (that is, payments between individuals and non-financial institutions). Finally, in the full-DLT solutions developed by the Banque de France, euro central bank money settlement would take place on a DLT platform, operated

by the central bank or jointly with other parties. Further information on these solutions can be found in publications from the respective national central banks.¹²

5 Next steps: Eurosystem exploratory work

In April 2023 the Eurosystem announced that it would embark on a Eurosystem-level exploration of how wholesale financial transactions recorded on DLT platforms could be settled in central bank money. This Eurosystem-coordinated work will build on the previous experiments by individual national central banks and the earlier market outreach and analysis carried out at Eurosystem level.

Together with interested market players, the Eurosystem intends to test three cross-platform settlement solutions.¹³ These solutions will be provided by the three national central banks mentioned above. The Eurosystem as a whole will analyse the results of these explorations, using common metrics for all three solutions. Through this coordinated analysis, the Eurosystem aims to gain further insights into the merits of these solutions in terms of their ability to allow users to reap the envisaged benefits of DLTs and to support various wholesale use cases.

The envisaged exploratory work includes experiments, in which only mock transactions will be settled in a test environment, and trials, in which a limited number of real transactions will be settled. These trials could be used, for example, by participants in the EU's DLT Pilot Regime, a temporary regulatory regime for infrastructures for the trading, clearing and settlement of DLT-based financial instruments.¹⁴

With this initiative, the Eurosystem aims to expand its knowledge and gain consistent and coordinated feedback on the solutions from market players. Some of the previous explorations by individual national central banks also involved market players. However, so far market players have not been able to test all three solutions and compare their merits for the use cases relevant to them. The Eurosystem-coordinated exploratory work will give them the opportunity to do so.

This exploratory work does not prejudice any future decision on the potential implementation of any of the solutions offered in trials and experiments. The Eurosystem will use insights from the exploratory work when developing its vision for

¹² See Deutsche Bundesbank, "Digital money: options for payments", *Monthly Report*, April 2021; Diehl, M. and Drott, C., "Empowering central bank money for a digital future", *SUERF Policy Note*, Issue No 312, June 2023; La Rocca, R., Mancini, R., Benedetti, M., Caruso, M., Cossu, S., Galano, G., Mancini, S., Marcelli, G., Martella, P., Nardelli, M. and Oliviero, C., "Integrating DLTs with market infrastructures: analysis and proof-of-concept for secure DvP between TIPS and DLT platforms", *Research Papers*, No 26, Banca d'Italia Markets, Infrastructures, Payment Systems, July 2022; Banque de France, "Wholesale Central Bank Digital Currency experiments with the Banque de France: Results and key findings", November 2021; and Banque de France, "Wholesale central bank digital currency experiments with the Banque de France: New insights and key takeaways", July 2023.

¹³ A [Call for Expression of Interest](#) to participate in these trials and experiments has been published on the ECB's website.

¹⁴ [Regulation \(EU\) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, and amending Regulations \(EU\) No 600/2014 and \(EU\) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU](#) (OJ L 151, 2.6.2022, p. 1).

the future wholesale financial transactions ecosystem. It will also further monitor and assess to what extent market players are indeed adopting DLT to overcome existing inefficiencies or to create new business opportunities. The impact of a potential uptake of DLT on the structure of the market, including the risk of market fragmentation, also requires further analysis. Without pre-empting any future Eurosystem decision on whether to implement a solution using new technology, it is clear that any solution must support market integration.

The ultimate goal of these efforts is to ensure that central bank money remains a monetary anchor that supports the stability, integration and efficiency of the European financial system. The Eurosystem acknowledges the demand for central bank money as the safest settlement asset and thus remains committed to providing settlement in central bank money for wholesale transactions through infrastructures that are fit for purpose. The forthcoming exploratory work will be helpful for determining how (that is, in which way and form) central bank money settlement could be usefully offered in a scenario where DLT is widely adopted by the financial industry.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-2.9	-2.2	-10.4	-4.1	2.2	-6.1	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.6	0.3
2021	6.5	5.8	8.7	2.6	8.4	5.9	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.0	3.0	3.4	9.5	6.7	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4
2022 Q4	0.5	0.6	0.1	0.2	0.8	-0.1	10.1	7.5	7.1	10.8	3.8	1.8	10.0
2023 Q1	1.0	0.6	0.3	1.2	2.3	0.1	8.6	7.2	5.8	10.2	3.6	1.3	8.0
Q2	0.6	0.5	0.2	0.9	0.5	0.1	6.5	6.9	4.0	8.4	3.3	0.1	6.2
Q3	0.7	1.3	0.0	-0.7	1.3	-0.1	6.2	6.7	3.5	6.7	3.2	.	5.0
2023 June	-	-	-	-	-	-	5.7	6.6	3.0	7.9	3.3	0.0	5.5
July	-	-	-	-	-	-	5.9	6.7	3.2	6.8	3.3	-0.3	5.3
Aug.	-	-	-	-	-	-	6.4	6.8	3.7	6.7	3.2	0.1	5.2
Sep.	-	-	-	-	-	-	6.2	6.6	3.7	6.7	3.0	0.0	4.3
Oct.	-	-	-	-	-	-	5.6	6.5	3.2	4.6	3.3	-0.2	2.9
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	3.1	.	.	.	2.4

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)							Merchandise imports ¹⁾				
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47.3	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.1	45.3	-4.1	-4.1	-4.0
2021	54.7	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.0	52.1	11.3	9.9	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.6	4.3	0.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	0.8	2.8	-1.3
Q2	51.7	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	-0.2	-0.2	-0.2
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.0	47.6	0.6	-0.4	1.7
Q4	48.4	46.5	48.5	50.1	47.9	48.2	48.7	48.3	47.0	-1.8	-1.9	-1.7
2022 July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	50.9	48.6	1.1	0.6	1.8
Aug.	49.2	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.0	47.5	1.0	-0.4	2.5
Sep.	49.8	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.1	46.5	0.6	-0.4	1.7
Oct.	49.2	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	-0.1	-0.8	0.7
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	-1.0	-1.5	-0.4
Dec.	47.9	45.0	49.0	49.7	48.3	49.3	48.6	47.7	46.7	-1.8	-1.9	-1.7

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
	1	2	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	11,517.2	11,106.0	5,951.3	2,579.7	2,534.3	1,236.1	689.6	601.8	40.6	411.2	5,222.9	4,811.7
2021	12,475.1	11,979.7	6,351.9	2,737.4	2,728.4	1,390.3	761.2	570.3	162.0	495.5	6,171.6	5,676.2
2022	13,492.2	13,248.4	7,062.9	2,899.4	3,019.7	1,561.8	847.0	603.7	266.4	243.7	7,436.2	7,192.5
2022 Q4	3,457.9	3,383.8	1,828.1	742.7	774.6	398.3	219.0	155.6	38.3	74.1	1,912.6	1,838.5
2023 Q1	3,526.3	3,391.4	1,853.8	738.7	783.5	405.2	223.5	153.1	15.3	134.9	1,898.2	1,763.3
Q2	3,570.4	3,432.4	1,871.5	751.3	788.2	404.3	226.3	155.6	21.4	138.0	1,863.6	1,725.7
Q3	3,591.7	3,452.8	1,895.1	759.3	795.0	406.7	229.0	157.3	3.4	138.9	1,834.4	1,695.5
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100.0	98.2	52.3	21.5	22.4	11.6	6.3	4.5	2.0	1.8	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0.1	-0.5	-0.8	0.5	-0.4	-0.6	-0.8	0.6	-	-	-0.3	-1.1
2023 Q1	0.1	-0.6	0.0	-0.5	0.4	0.8	2.0	-2.8	-	-	-0.3	-1.6
Q2	0.1	0.8	0.0	0.2	-0.1	-0.8	0.3	1.4	-	-	-1.1	0.0
Q3	-0.1	-0.1	0.3	0.3	0.0	-0.3	0.4	0.4	-	-	-1.1	-1.2
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6.1	-5.7	-7.7	1.0	-5.9	-3.4	-11.6	-3.9	-	-	-9.1	-8.5
2021	5.9	4.7	4.4	4.2	3.5	5.9	8.0	-6.5	-	-	11.5	9.2
2022	3.4	3.5	4.2	1.6	2.6	1.4	4.9	2.8	-	-	7.2	7.9
2022 Q4	1.8	1.2	1.3	0.7	0.9	-0.2	7.1	-3.9	-	-	4.6	3.3
2023 Q1	1.3	0.6	1.3	-0.2	1.8	-1.0	5.6	3.5	-	-	2.7	1.5
Q2	0.6	0.7	0.6	0.1	1.2	-1.3	4.7	2.5	-	-	-0.4	-0.3
Q3	0.0	-0.5	-0.4	0.5	-0.1	-0.9	1.8	-0.4	-	-	-2.8	-3.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q4	-0.1	-0.5	-0.4	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.4	-	-
2023 Q1	0.1	-0.6	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.6	0.7	-	-
Q2	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.7	-0.6	-	-
Q3	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6.1	-5.5	-4.1	0.2	-1.3	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.6	-	-
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.4	3.5	2.2	0.4	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-
2022 Q4	1.8	1.1	0.7	0.1	0.2	0.0	0.4	-0.2	0.1	0.8	-	-
2023 Q1	1.3	0.6	0.7	0.0	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.4	0.7	-	-
Q2	0.6	0.7	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.1	-0.1	-	-
Q3	0.0	-0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.4	0.5	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10,378.7	175.2	2,009.2	549.4	1,807.3	546.9	486.6	1,210.9	1,203.5	2,066.4	323.2	1,138.5
2021	11,192.0	186.6	2,220.3	594.6	2,021.6	598.5	515.1	1,247.2	1,297.7	2,173.0	337.6	1,283.1
2022	12,153.0	213.1	2,456.7	655.3	2,330.2	633.3	523.6	1,304.0	1,396.7	2,269.7	370.4	1,339.2
2022 Q4	3,134.3	55.8	639.2	169.3	600.9	161.8	138.2	335.5	359.8	579.7	94.2	323.5
2023 Q1	3,197.7	56.3	663.7	178.1	604.7	164.0	144.4	344.5	364.2	581.1	96.7	328.6
Q2	3,232.4	54.4	662.9	179.2	610.7	168.5	149.1	349.1	371.0	589.3	98.2	338.0
Q3	3,245.7	55.3	653.4	180.9	612.7	170.0	150.3	352.9	373.3	597.4	99.5	346.0
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100.0	1.8	20.2	5.4	19.2	5.2	4.3	10.7	11.5	18.7	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	-1.2	0.0
2023 Q1	0.2	1.0	-1.1	1.9	0.2	0.9	-0.4	0.9	0.1	0.3	2.0	-0.7
Q2	0.0	0.1	-0.4	-0.9	0.0	1.4	0.6	-0.2	0.5	0.1	0.6	1.0
Q3	0.0	-0.9	-1.0	-0.1	0.0	1.0	-0.1	0.2	0.1	0.2	1.6	-0.7
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5.9	-1.8	-6.0	-5.3	-13.9	2.2	-0.5	-0.9	-5.4	-2.9	-18.1	-7.3
2021	5.8	1.1	8.8	2.9	7.9	9.3	5.6	1.9	6.6	3.5	4.3	7.1
2022	3.5	-3.2	1.3	1.1	7.5	5.8	0.2	2.3	4.7	1.9	11.9	2.5
2022 Q4	2.2	-3.2	1.5	-0.6	2.9	4.2	0.4	1.7	3.0	2.1	7.4	-0.9
2023 Q1	1.7	0.2	-0.1	0.7	2.5	5.1	0.2	1.9	1.8	1.7	6.6	-2.5
Q2	0.7	1.0	-1.0	-0.2	0.2	4.7	0.6	1.1	1.4	1.2	3.2	-0.5
Q3	0.1	0.3	-2.8	0.7	-0.4	3.5	0.4	1.1	1.0	0.9	2.9	-0.4
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q4	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
2023 Q1	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-
Q2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5.9	0.0	-1.2	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.5	-0.6	-
2021	5.8	0.0	1.8	0.2	1.4	0.5	0.3	0.2	0.8	0.7	0.1	-
2022	3.5	-0.1	0.3	0.1	1.4	0.3	0.0	0.3	0.5	0.4	0.4	-
2022 Q4	2.2	-0.1	0.3	0.0	0.5	0.2	0.0	0.2	0.3	0.4	0.2	-
2023 Q1	1.7	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-
Q2	0.7	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
Q3	0.1	0.0	-0.6	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.8	24.8	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.4	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.0	25.0	6.6
2022	100.0	86.2	13.8	2.9	14.2	6.4	24.4	3.2	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1.4	-1.5	-1.1	-2.5	-1.9	0.7	-3.9	1.9	0.4	0.7	-2.0	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	0.0	3.2	0.3	4.5	0.6	0.4	2.9	2.1	0.9
2022	2.3	2.4	1.2	-0.9	1.2	3.1	3.4	5.8	0.0	2.9	3.0	1.6	1.4
2022 Q4	1.5	1.7	0.8	-1.3	1.0	2.1	1.8	4.7	0.5	3.2	2.0	1.3	0.9
2023 Q1	1.6	1.7	1.4	-1.4	1.3	1.5	2.3	4.7	1.2	2.6	2.0	1.2	1.1
Q2	1.4	1.4	1.4	-2.3	1.1	0.7	2.0	3.8	1.2	2.7	2.1	1.1	0.3
Q3	1.3	1.3	1.5	-1.1	0.8	1.1	2.2	2.4	1.3	1.7	1.5	1.2	-0.1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.1	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.7	23.1	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.2	3.5	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8.0	-7.3	-11.2	-3.5	-7.6	-6.1	-14.7	-1.8	-2.2	-5.4	-8.2	-2.0	-12.7
2021	5.9	5.7	6.7	1.1	5.1	9.8	6.8	7.9	3.0	5.9	8.2	3.9	6.5
2022	3.4	3.5	3.0	-1.5	0.9	3.2	7.5	5.9	-0.1	4.6	4.0	0.6	5.8
2022 Q4	2.1	2.2	1.9	-1.3	1.1	3.0	3.1	5.0	1.2	3.8	2.8	1.0	2.6
2023 Q1	2.0	2.3	0.6	-1.0	1.7	1.4	2.9	4.4	1.3	1.9	2.3	1.3	2.1
Q2	1.5	1.6	1.0	-2.7	1.3	1.1	1.7	3.8	1.5	2.2	2.3	1.5	1.0
Q3	1.3	1.3	1.1	-1.3	0.6	1.4	1.8	1.7	1.2	2.0	1.5	1.3	0.9
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6.7	-5.9	-10.2	-0.9	-5.8	-6.7	-11.3	-3.7	-2.6	-6.0	-6.4	-3.1	-10.0
2021	4.4	4.1	6.3	0.9	5.1	6.4	6.4	3.2	2.3	5.4	5.1	1.7	5.6
2022	1.1	1.1	1.7	-0.5	-0.3	0.1	4.0	0.2	-0.1	1.7	1.0	-0.9	4.3
2022 Q4	0.6	0.5	1.1	0.0	0.2	0.9	1.3	0.3	0.7	0.5	0.8	-0.4	1.7
2023 Q1	0.3	0.6	-0.8	0.5	0.4	-0.1	0.6	-0.3	0.1	-0.7	0.3	0.1	1.1
Q2	0.1	0.2	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	0.0	0.3	-0.5	0.2	0.4	0.7
Q3	0.0	0.0	-0.4	-0.3	-0.1	0.3	-0.4	-0.7	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.9

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 ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.2		48.8			
2020	162.758	3.5	12.964	8.0	3.0	10.381	7.0	2.584	18.2	6.644	7.6	6.320	8.3	1.8
2021	165.051	3.4	12.787	7.8	3.2	10.303	6.9	2.483	16.9	6.517	7.4	6.270	8.1	2.4
2022	167.815	3.1	11.338	6.8	2.7	9.080	6.0	2.259	14.6	5.687	6.4	5.651	7.2	3.1
2022 Q4	168.610	3.0	11.205	6.6	2.5	8.947	5.9	2.258	14.4	5.592	6.2	5.613	7.1	3.1
2023 Q1	169.441	3.0	11.102	6.6	2.5	8.909	5.8	2.193	13.9	5.580	6.2	5.522	7.0	3.1
Q2	169.791	3.0	10.962	6.5	2.3	8.714	5.7	2.248	14.1	5.532	6.1	5.430	6.8	3.0
Q3	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.6	-	6.2	-	6.9	2.9
2023 May	-	-	10.995	6.5	-	8.755	5.7	2.240	14.1	5.516	6.1	5.478	6.9	-
June	-	-	10.974	6.5	-	8.733	5.7	2.241	14.1	5.542	6.1	5.432	6.8	-
July	-	-	11.156	6.6	-	8.834	5.7	2.322	14.6	5.632	6.2	5.524	6.9	-
Aug.	-	-	11.042	6.5	-	8.716	5.7	2.326	14.6	5.584	6.2	5.458	6.9	-
Sep.	-	-	11.100	6.5	-	8.748	5.7	2.352	14.7	5.589	6.2	5.512	6.9	-
Oct.	-	-	11.120	6.5	-	8.722	5.7	2.398	14.9	5.583	6.2	5.537	6.9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
						1								2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.2	-4.3	-4.4	-5.3	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-9.8	-24.3
2021	8.9	9.8	9.6	11.7	8.1	1.5	6.0	5.1	0.9	7.8	9.6	8.1	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.3	5.5	5.4	-3.7	2.4	0.7	-2.8	2.5	6.3	10.0	-4.3
2022 Q1	1.6	2.1	1.0	0.3	6.3	-1.4	6.1	6.0	-1.5	11.5	12.4	12.4	-12.3
Q2	2.0	2.6	-0.3	4.5	3.3	-1.8	2.7	1.1	-2.8	3.2	7.6	13.3	-16.2
Q3	3.4	4.0	-1.7	9.9	3.1	-1.7	0.8	-0.6	-1.6	-0.7	3.1	9.2	1.5
Q4	2.2	3.5	-4.4	7.2	8.9	-9.3	0.3	-2.8	-5.1	-1.9	3.4	6.2	15.3
2023 May	-2.4	-2.0	-5.5	2.7	-3.4	-6.7	0.4	-2.1	-2.8	-1.5	-0.9	4.3	20.3
June	-1.1	-0.4	-6.3	4.9	-0.9	-7.3	-0.5	-0.8	-2.6	0.7	-0.9	3.3	19.0
July	-2.2	-1.9	-5.1	0.7	-1.4	-6.0	1.3	-0.8	-2.1	1.3	-1.6	3.6	16.5
Aug.	-5.3	-5.1	-5.2	-7.0	-2.7	-5.8	0.0	-1.8	-2.4	0.0	-7.3	2.8	23.6
Sep.	-6.8	-6.9	-4.7	-9.4	-5.9	-6.0	-0.3	-2.9	-0.9	-3.4	-6.7	2.5	8.8
Oct.	-6.6	-7.1	-4.1	-9.7	-7.6	-0.5	-	-1.2	-1.5	0.1	-6.4	-	14.1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 May	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	-2.2	0.4	0.4	0.2	0.5	0.5	2.6	-0.2
June	-0.1	1.1	-1.0	-0.1	-1.2	0.5	-1.1	0.1	0.1	0.2	-0.4	-0.9	2.2
July	-1.3	-4.2	0.1	-3.1	0.6	1.2	0.8	-0.1	0.2	0.2	-0.5	0.5	3.6
Aug.	0.6	0.2	-0.3	0.4	0.2	-0.2	-1.1	-0.7	-0.5	-0.8	-2.2	0.5	4.6
Sep.	-1.0	-0.6	-0.4	0.3	-1.3	-1.5	0.4	-0.1	1.0	-0.9	0.4	-0.1	0.0
Oct.	-0.7	-0.5	-0.6	-1.4	0.5	1.1	-	0.1	-1.1	0.8	-0.8	-	-2.2

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	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
1999-20	99.7	-4.3	80.7	-10.8	-12.4	-7.0	7.3	-	51.4	52.5	52.7	52.6
2020	88.0	-13.2	74.3	-14.2	-7.0	-12.6	-15.9	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.7	9.4	81.8	-7.5	4.2	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	101.9	4.8	82.0	-21.9	5.2	-3.8	9.3	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2022 Q4	95.3	-0.9	81.4	-24.3	3.1	-4.7	4.9	90.4	47.1	45.9	49.0	48.2
2023 Q1	99.2	0.0	81.3	-19.6	1.2	-1.0	9.3	90.0	48.2	49.8	52.8	52.0
Q2	96.9	-5.1	80.6	-17.0	-0.8	-4.1	7.5	90.3	44.7	46.4	54.5	52.3
Q3	93.9	-9.3	79.7	-16.3	-4.9	-5.1	4.8	90.4	43.2	43.1	49.2	47.5
2023 June	95.3	-7.1	-	-16.1	-2.6	-6.0	5.8	-	43.4	44.2	52.0	49.9
July	94.6	-9.1	80.0	-15.1	-3.7	-4.5	5.5	90.6	42.7	42.7	50.9	48.6
Aug.	93.7	-9.9	-	-16.0	-5.3	-5.1	4.5	-	43.5	43.4	47.9	46.7
Sep.	93.4	-8.9	-	-17.7	-5.8	-5.7	4.2	-	43.4	43.1	48.7	47.2
Oct.	93.5	-9.2	79.4	-17.8	-5.5	-7.4	4.6	90.1	43.1	43.1	47.8	46.5
Nov.	93.8	-9.5	-	-16.9	-4.8	-7.0	4.9	-	44.2	44.6	48.7	47.6

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 ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19.6	95.5	-0.1	4.2	-1.5	5.5	4.9	45.8	24.6	78.4	3.8	-11.9	2.6
2021	17.5	95.1	2.1	3.8	19.3	8.6	8.8	49.0	27.1	76.0	5.5	9.8	3.4
2022	13.7	92.8	-0.2	2.5	12.2	1.5	7.0	48.9	24.8	71.7	3.0	8.7	1.9
2022 Q3	14.0	94.3	-0.4	2.7	9.8	3.0	9.3	49.2	25.2	73.6	3.9	24.0	2.7
Q4	13.7	92.8	-0.5	2.5	5.3	1.5	7.0	48.9	24.8	71.7	3.0	1.2	1.9
2023 Q1	13.5	90.9	1.0	2.3	5.5	2.8	5.5	48.5	24.9	69.6	2.4	-1.0	1.3
Q2	13.8	89.4	1.2	2.1	2.1	4.5	4.4	48.1	24.6	68.8	1.7	18.4	0.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q4	1,377.4	1,384.8	-7.4	755.1	756.4	313.0	268.8	266.1	277.0	43.2	82.5	58.8	34.0
2023 Q1	1,390.3	1,352.7	37.6	752.5	697.3	324.0	299.2	273.2	281.1	40.6	75.1	36.0	30.9
Q2	1,394.1	1,332.8	61.3	721.6	668.0	326.9	294.8	301.9	285.0	43.7	85.0	25.2	21.3
Q3	1,382.6	1,299.0	83.7	727.9	636.5	319.6	292.6	293.2	287.1	41.9	82.7	26.8	14.4
2023 Apr.	444.3	435.8	8.5	225.7	216.4	107.3	99.4	97.2	91.5	14.1	28.5	7.1	8.0
May	470.7	455.0	15.7	244.2	229.4	110.2	99.2	100.9	98.6	15.4	27.7	5.8	6.4
June	479.1	442.0	37.0	251.6	222.2	109.3	96.2	103.9	94.9	14.3	28.7	12.2	7.0
July	444.7	423.1	21.6	232.4	208.3	104.0	93.2	94.3	93.5	14.1	28.1	7.9	6.1
Aug.	476.6	445.7	30.8	254.5	218.2	107.9	100.2	100.0	100.0	14.1	27.3	8.5	4.5
Sep.	461.3	430.1	31.2	241.0	209.9	107.7	99.2	98.9	93.7	13.7	27.3	10.3	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Sep.	5,544.4	5,369.3	175.1	2,957.1	2,758.3	1,283.5	1,155.5	1,134.4	1,130.2	169.4	325.3	146.7	100.7
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Sep.	39.2	38.0	1.2	20.9	19.5	9.1	8.2	8.0	8.0	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
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>													
2022 Q4	15.3	20.3	736.0	361.4	139.1	221.7	609.3	799.9	481.9	114.6	170.4	521.1	97.1
2023 Q1	8.5	1.1	721.7	346.3	138.1	224.0	595.8	728.9	429.0	114.4	161.9	503.4	78.6
Q2	-1.9	-13.7	708.0	332.6	143.5	216.4	586.1	706.5	409.9	113.5	164.4	502.9	74.0
Q3	-5.7	-22.3	701.7	.	.	.	582.1	677.9	.	.	.	483.9	.
2023 Apr.	-3.5	-11.8	233.3	110.1	47.2	71.9	193.2	240.8	141.2	37.9	55.3	169.2	25.5
May	-2.4	-13.0	238.2	110.7	49.3	72.6	195.1	237.4	137.3	39.2	55.4	169.7	24.1
June	-0.1	-16.0	236.4	111.8	46.9	71.9	197.8	228.3	131.5	36.4	53.8	164.1	24.4
July	-3.1	-18.2	232.5	109.4	46.2	71.3	194.4	229.0	131.6	37.8	53.7	164.0	26.7
Aug.	-4.4	-24.6	235.2	110.6	48.7	71.8	194.0	224.0	128.7	36.6	52.5	161.0	27.3
Sep.	-9.4	-23.9	234.0	.	.	.	193.7	224.8	.	.	.	159.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	1.7	2.9	107.5	104.2	109.1	114.7	107.2	120.5	117.3	120.5	122.4	120.7	144.6
2023 Q1	1.6	-1.4	106.6	102.4	105.6	116.9	106.1	116.9	114.9	120.8	116.1	117.8	143.9
Q2	-2.9	-6.0	105.0	100.0	108.5	113.1	105.4	116.4	114.6	122.1	118.1	119.7	157.3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Mar.	2.5	-6.1	106.5	103.0	107.0	115.4	106.6	113.4	111.4	119.6	114.0	116.0	135.7
Apr.	-6.2	-5.9	103.2	98.8	107.4	112.1	103.4	118.1	116.2	124.4	118.8	121.3	158.8
May	-3.0	-5.5	106.8	100.7	111.3	114.5	107.3	117.9	115.2	126.2	120.4	121.7	151.8
June	0.1	-6.4	105.0	100.5	106.8	112.6	105.5	113.1	112.4	115.6	115.2	116.1	161.2
July	-1.6	-5.7	102.9	99.5	105.1	109.8	103.0	115.4	113.9	120.5	118.2	119.0	168.2
Aug.	-2.3	-11.8	105.0	100.2	110.8	110.7	105.2	112.0	110.6	116.8	116.3	116.4	173.2

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 ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2023	100.0	100.0	69.8	56.5	43.5	100.0	15.5	4.5	26.3	10.2	43.5	86.8	13.2
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
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2022 Q4	120.8	10.0	5.1	14.0	4.3	2.3	3.7	3.0	1.6	4.6	1.5	10.0	9.5
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.8	3.3	2.6	1.6	-6.0	1.2	8.1	7.3
Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.8	0.6	-4.3	1.3	6.1	6.8
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	1.0	1.2	1.3	0.7	1.3	1.0	5.0	4.5
2023 June	123.5	5.5	5.5	5.5	5.4	0.3	0.4	0.8	0.2	-0.7	0.4	5.2	7.7
July	123.4	5.3	5.5	4.8	5.6	0.4	0.4	1.0	0.3	-0.2	0.4	5.2	6.3
Aug.	124.0	5.2	5.3	4.9	5.5	0.5	0.4	-0.2	0.3	3.3	0.2	5.3	5.2
Sep.	124.4	4.3	4.5	4.0	4.7	0.3	0.4	0.3	-0.1	1.5	0.3	4.6	2.2
Oct.	124.5	2.9	4.2	1.7	4.6	0.1	0.2	0.4	0.0	-1.1	0.3	3.2	0.6
Nov. ³⁾	123.9	2.4	3.6	.	4.0	-0.3	0.1	0.9	-0.1	-2.2	-0.1	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2023	20.0	15.5	4.5	36.5	26.3	10.2	9.5	5.6	7.3	2.2	15.2	9.2
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
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2022 Q4	13.5	13.4	13.7	14.2	6.2	33.9	3.0	2.1	5.6	-0.7	7.1	2.8
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8
Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1
Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2
2023 June	11.6	12.4	9.0	2.2	5.5	-5.6	3.7	2.7	7.4	0.0	7.2	4.3
July	10.8	11.3	9.2	1.6	5.0	-6.1	3.7	2.7	7.1	0.0	7.5	4.3
Aug.	9.7	10.3	7.8	2.2	4.7	-3.3	3.7	2.8	6.2	0.0	7.3	4.3
Sep.	8.8	9.4	6.6	1.4	4.1	-4.6	3.7	2.7	3.9	0.0	6.7	4.1
Oct.	7.4	8.4	4.5	-1.4	3.5	-11.2	3.6	2.8	3.9	0.3	6.4	4.1
Nov. ³⁾	6.9	7.1	6.4	.	2.9	-11.5	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	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	16.6	5.9	27.9			
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	0.9	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	3.3	1.8	32.2	5.6	8.1	0.5
2022	153.8	34.3	16.9	14.1	20.3	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	11.5	7.0	0.6
2022 Q4	161.9	27.2	14.5	13.1	15.4	7.6	15.3	19.9	9.3	56.1	11.6	2.9	-2.8
2023 Q1	156.2	10.9	9.0	9.8	8.7	7.2	14.1	17.4	8.5	11.5	10.0	0.4	-4.8
Q2	147.2	-1.4	0.9	3.7	-1.1	5.7	9.4	9.6	6.5	-13.1	7.0	-1.7	-10.0
Q3	145.9	-10.5	-0.3	1.1	-4.4	4.5	6.4	5.5	4.5	-28.9	5.0	.	.
2023 May	146.4	-1.6	0.6	3.4	-1.5	5.7	9.4	9.4	6.4	-13.5	-	-	-
June	145.8	-3.4	-1.1	2.5	-2.8	5.3	8.4	8.1	5.8	-16.5	-	-	-
July	145.0	-7.6	-0.8	1.6	-4.0	4.8	7.4	6.6	5.0	-24.2	-	-	-
Aug.	146.0	-11.5	0.0	1.1	-4.5	4.5	6.4	5.5	4.5	-30.6	-	-	-
Sep.	146.8	-12.4	0.0	0.5	-4.8	4.1	5.4	4.3	3.9	-31.2	-	-	-
Oct.	147.1	-9.4	-1.5	-0.2	-5.3	3.7	4.2	2.8	3.0	-25.0	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private 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	
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.3	-2.7	37.0	1.5	3.3	-0.2	-0.9	-0.3	-1.7
2021	109.7	2.2	2.9	2.2	1.8	3.9	5.9	7.9	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	114.8	4.6	6.8	6.7	4.3	7.8	12.5	17.6	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2022 Q4	117.4	5.6	6.8	8.6	5.7	7.6	10.0	12.8	86.6	5.4	13.9	-2.1	5.2	12.6	-2.7
2023 Q1	119.6	6.1	5.6	8.0	4.1	6.5	5.4	4.1	75.8	-10.5	-5.8	-14.6	-11.5	-7.7	-15.6
Q2	120.9	6.1	4.0	6.9	4.5	4.6	0.4	-3.6	71.6	-18.0	-16.1	-19.9	-18.4	-16.4	-20.8
Q3	121.8	5.8	3.0	5.8	3.8	3.6	-1.8	-7.0	79.8	-13.7	-14.5	-12.9	-14.8	-15.2	-14.3
2023 June	-	-	-	-	-	-	-	-	69.0	-15.4	-15.6	-15.3	-15.7	-15.6	-15.9
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72.5	-13.5	-13.7	-13.2	-15.0	-15.1	-14.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.8	-15.7	-15.9	-15.6	-16.5	-16.0	-17.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88.1	-11.9	-13.9	-9.8	-12.9	-14.4	-11.1
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86.2	-12.6	-14.9	-10.2	-13.2	-14.6	-11.3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.9	-9.5	-10.7	-8.3	-10.4	-11.4	-9.1

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4.4	5.5	-	-2.9	27.9	56.5	56.1	-	50.0
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.1	11.5	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.4	52.9	27.2	42.5	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2022 Q4	40.2	51.9	29.0	41.6	78.1	65.8	74.3	63.7	62.0
2023 Q1	23.8	43.6	25.9	27.1	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
Q2	7.4	29.9	18.1	11.8	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.3	22.1	16.2	5.8	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
2023 June	4.3	25.1	16.1	7.8	74.9	39.5	61.3	47.0	56.3
July	3.4	23.0	16.5	5.0	73.5	35.8	61.0	45.0	56.1
Aug.	3.0	22.5	16.7	6.1	72.9	39.7	62.2	46.2	55.6
Sep.	3.3	20.6	15.5	6.4	73.6	41.9	62.7	45.8	54.7
Oct.	3.5	19.8	15.8	7.8	72.5	42.5	62.0	46.4	54.1
Nov.	2.3	17.5	17.6	9.4	68.9	42.7	62.5	47.2	54.5

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2020	100.0	3.1	3.6	1.5	2.8	3.9	1.8
2021	101.0	1.0	1.1	0.6	0.9	1.2	1.3
2022	105.7	4.6	3.9	6.9	4.9	3.9	2.9
2022 Q4	114.2	5.9	5.3	7.9	5.8	6.0	3.1
2023 Q1	102.6	5.2	4.9	6.2	5.6	4.4	4.4
Q2	113.8	4.5	4.6	4.0	4.5	4.3	4.4
Q3	.	.	.	.	.	.	4.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110.3	4.6	2.4	2.0	5.2	7.9	-0.2	0.8	1.3	3.4	6.2	16.7
2021	110.1	-0.2	1.8	-3.7	5.6	-1.9	1.2	-1.5	5.0	1.1	0.9	-0.1
2022	113.8	3.4	7.4	3.5	6.2	2.1	3.2	2.9	4.7	3.5	3.4	-3.0
2022 Q4	116.5	4.7	7.8	3.1	7.8	4.2	4.0	3.3	4.2	5.1	4.9	-1.3
2023 Q1	118.9	5.9	4.3	7.1	5.5	6.5	4.5	6.0	4.8	7.1	3.7	0.0
Q2	119.6	6.3	2.6	7.4	6.4	7.8	4.7	4.9	5.8	6.9	4.8	3.1
Q3	121.5	6.6	4.0	9.6	5.7	7.8	4.2	5.3	3.8	6.7	4.8	3.2
Compensation per employee												
2020	107.1	-0.3	3.2	-2.3	-1.0	-3.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	2.1	-1.5
2021	111.6	4.2	2.7	4.7	5.2	5.5	5.8	3.3	6.6	4.7	2.3	3.3
2022	116.6	4.5	5.0	3.6	4.1	6.2	3.3	3.0	4.2	5.2	3.8	7.0
2022 Q4	119.1	5.0	5.8	3.5	4.9	5.4	3.5	3.1	2.6	6.1	5.7	5.1
2023 Q1	121.1	5.5	6.0	5.6	4.6	6.7	4.9	5.0	4.0	6.9	4.2	5.5
Q2	121.8	5.5	6.1	5.2	5.5	6.0	5.5	4.3	4.2	6.2	4.9	6.0
Q3	123.3	5.2	5.4	5.8	5.3	5.1	5.3	4.3	3.1	6.2	4.4	6.3
Labour productivity per person employed												
2020	97.1	-4.7	0.8	-4.2	-5.9	-10.4	0.2	-0.9	-1.5	-3.5	-3.9	-15.6
2021	101.4	4.4	0.9	8.8	-0.3	7.5	4.6	4.9	1.5	3.6	1.3	3.4
2022	102.5	1.1	-2.3	0.1	-2.0	4.0	0.1	0.2	-0.5	1.7	0.3	10.3
2022 Q4	102.3	0.3	-1.9	0.5	-2.6	1.1	-0.4	-0.1	-1.5	1.0	0.7	6.5
2023 Q1	101.8	-0.4	1.7	-1.4	-0.8	0.2	0.4	-1.0	-0.7	-0.2	0.5	5.5
Q2	101.8	-0.8	3.4	-2.1	-0.8	-1.7	0.8	-0.6	-1.5	-0.6	0.1	2.9
Q3	101.5	-1.2	1.4	-3.5	-0.4	-2.5	1.1	-0.9	-0.6	-0.5	-0.3	3.0
Compensation per hour worked												
2020	114.0	5.9	5.9	3.3	5.1	7.6	3.1	1.8	4.9	5.9	4.9	7.1
2021	114.1	0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	2.7	1.2	2.2	0.1	0.8	-1.5
2022	118.0	3.4	6.3	4.0	4.4	1.9	3.2	3.1	2.9	3.9	4.8	3.4
2022 Q4	120.7	4.5	7.4	3.3	4.3	3.9	3.5	2.6	1.9	5.2	6.1	3.8
2023 Q1	122.0	4.9	4.7	5.2	4.4	5.5	5.1	4.9	4.4	6.2	4.0	4.5
Q2	122.6	5.2	6.5	4.9	5.1	6.2	5.4	4.2	4.8	5.9	4.4	4.9
Q3	124.5	5.2	5.1	5.7	5.2	5.4	5.5	4.6	4.3	6.1	4.3	4.9
Hourly labour productivity												
2020	104.7	2.1	1.7	1.6	0.8	1.0	4.1	1.7	4.8	3.1	-0.9	-6.2
2021	104.7	0.0	0.0	3.5	-6.3	1.0	1.3	2.5	-3.7	-1.5	-0.4	-2.1
2022	104.7	0.0	-1.7	0.4	-2.1	0.0	-0.1	0.3	-2.3	0.7	1.3	5.8
2022 Q4	104.6	-0.3	-1.9	0.3	-3.5	-0.2	-0.7	-0.9	-2.0	0.1	1.1	4.7
2023 Q1	103.8	-0.7	1.2	-1.7	-0.7	-0.3	0.7	-1.1	0.0	-0.5	0.4	4.4
Q2	103.7	-0.9	3.8	-2.3	-1.2	-1.5	0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.3	2.1
Q3	103.6	-1.2	1.7	-3.4	-0.6	-2.2	1.8	-0.8	-0.9	-0.6	-0.5	2.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.36	-0.04
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023 May	3.08	3.15	3.37	3.68	3.86	5.02	-0.05
June	3.24	3.34	3.54	3.83	4.01	5.06	-0.07
July	3.40	3.47	3.67	3.94	4.15	5.10	-0.05
Aug.	3.64	3.63	3.78	3.94	4.07	5.30	-0.06
Sep.	3.75	3.76	3.88	4.03	4.15	5.31	-0.05
Oct.	3.90	3.86	3.97	4.11	4.16	5.31	-0.02
Nov.	3.90	3.84	3.97	4.06	4.02	5.32	-0.02

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023 May	3.07	3.02	2.64	2.29	2.38	-0.63	-1.55	-0.53	2.65	2.02	2.23	2.65
June	3.39	3.45	3.12	2.58	2.51	-0.94	-1.59	-0.96	3.21	2.45	2.25	2.56
July	3.48	3.42	3.02	2.53	2.54	-0.87	-1.43	-0.86	3.04	2.31	2.33	2.70
Aug.	3.46	3.38	2.95	2.52	2.57	-0.81	-1.30	-0.80	2.96	2.24	2.39	2.77
Sep.	3.70	3.51	3.16	2.78	2.88	-0.64	-0.89	-0.63	3.14	2.56	2.69	3.17
Oct.	3.82	3.39	2.99	2.68	2.82	-0.56	-0.53	-0.48	2.87	2.41	2.67	3.19
Nov.	3.78	3.26	2.81	2.41	2.53	-0.74	-0.83	-0.72	2.67	2.14	2.33	2.88

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	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
2023 May	456.4	4,319.3	975.3	301.8	180.5	116.0	178.9	824.6	858.8	379.9	296.5	835.4	4,146.2	30,147.5
June	455.5	4,324.4	952.1	302.2	170.0	112.7	179.3	835.9	904.5	376.5	277.4	806.2	4,345.4	32,754.5
July	460.1	4,364.5	964.7	305.9	172.9	111.0	185.8	838.3	899.6	375.8	277.8	814.8	4,508.1	32,694.1
Aug.	453.9	4,296.8	966.3	297.6	167.8	115.8	188.6	816.5	867.9	362.6	269.1	828.5	4,457.4	32,167.4
Sep.	447.3	4,227.2	963.8	286.2	161.2	123.9	189.5	787.3	835.7	363.4	280.6	825.2	4,409.1	32,725.6
Oct.	430.8	4,104.0	922.9	274.1	155.6	123.1	186.7	748.8	810.5	344.5	269.0	775.7	4,269.4	31,381.0
Nov.	448.0	4,275.0	963.3	282.6	162.0	123.3	192.5	790.5	885.3	368.0	279.3	742.2	4,460.1	32,960.3

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	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 ³⁾		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
2022 Nov.	0.04	0.75	1.21	1.81	5.79	15.97	6.27	6.55	7.11	3.96	2.95	3.04	3.30	2.55	3.11	2.89
Dec.	0.07	0.80	1.42	1.91	5.92	15.90	6.51	6.42	6.98	3.99	3.08	3.16	3.29	2.61	3.18	2.95
2023 Jan.	0.09	0.86	1.60	2.08	6.32	15.99	7.20	6.97	7.58	4.28	3.47	3.32	3.39	2.77	3.39	3.10
Feb.	0.11	1.17	1.91	2.20	6.54	16.08	7.21	7.08	7.78	4.58	3.67	3.48	3.52	2.94	3.55	3.24
Mar.	0.14	1.20	2.11	2.26	6.71	16.07	7.63	7.23	7.90	4.70	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37
Apr.	0.17	1.25	2.28	2.42	6.97	16.23	8.06	7.43	8.11	4.91	4.13	3.85	3.61	3.19	3.81	3.48
May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.14	16.34	8.16	7.60	8.31	5.08	4.24	3.98	3.65	3.31	3.93	3.58
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.27	16.27	7.02	7.49	7.99	5.12	4.40	4.07	3.71	3.41	4.05	3.70
July	0.27	1.42	2.82	2.86	7.49	16.40	8.38	7.73	8.41	5.23	4.55	4.14	3.72	3.45	4.09	3.76
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.10	7.59	16.47	8.72	7.83	8.49	5.36	4.69	4.21	3.79	3.51	4.16	3.85
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.76	16.54	8.47	7.83	8.56	5.40	4.72	4.24	3.86	3.57	4.24	3.89
Oct. ^(p)	0.35	1.59	3.27	3.31	7.90	16.54	8.25	7.87	8.54	5.58	4.81	4.28	3.78	3.60	4.27	3.91

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	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
2022 Nov.	0.15	1.49	2.34	2.90	3.34	3.76	4.01	3.12	3.37	3.06	2.89	3.30	3.29	3.11
Dec.	0.19	1.80	2.61	3.20	3.74	3.99	4.19	3.47	3.56	3.28	3.29	3.59	3.29	3.41
2023 Jan.	0.23	1.99	2.72	3.57	4.13	4.20	4.39	3.77	3.92	3.45	3.41	3.75	3.39	3.63
Feb.	0.31	2.30	2.81	3.81	4.40	4.54	4.71	4.06	4.09	3.70	3.69	3.54	3.58	3.86
Mar.	0.41	2.57	2.95	4.11	4.70	4.83	4.88	4.33	4.48	3.84	4.08	4.32	3.88	4.22
Apr.	0.44	2.80	3.11	4.39	4.87	4.74	4.96	4.60	4.58	3.98	4.32	4.37	3.69	4.39
May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.04	5.07	5.16	4.76	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.57
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.24	5.43	5.26	4.95	4.99	4.14	4.71	4.88	4.11	4.78
July	0.60	3.31	3.58	4.88	5.52	5.52	5.43	5.13	5.02	4.30	4.86	5.01	4.32	4.94
Aug.	0.65	3.42	3.53	5.02	5.46	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.58	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct. ^(p)	0.80	3.70	3.81	5.31	5.66	5.87	5.73	5.49	5.28	4.52	5.22	5.08	4.54	5.26

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		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	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1,489.4	430.3	126.3	51.6	96.7	836.1	722.5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,406.7	427.2	126.9	50.1	87.9	764.7	674.9	387.1	138.3	79.1	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,372.3	467.6	143.1	51.9	94.7	667.0	621.7	481.7	182.5	117.2	48.2	48.1	133.9	97.1
2023 June	1,486.2	584.5	135.1	50.4	93.7	672.9	634.3	518.1	223.5	116.5	37.0	45.7	132.4	107.1
July	1,489.0	580.9	138.2	51.3	99.2	670.7	634.6	509.5	187.0	119.0	36.5	56.6	146.9	122.5
Aug.	1,514.6	593.6	141.8	51.5	98.9	680.4	647.9	518.7	230.4	121.8	40.2	40.5	126.0	108.3
Sep.	1,530.3	592.1	136.0	50.3	91.8	710.4	676.2	519.8	213.7	115.7	42.2	46.8	143.6	126.5
Oct.	1,517.2	578.7	135.5	47.8	94.8	708.2	671.7	486.6	199.0	115.0	36.3	51.0	121.6	92.2
Nov.	1,518.8	597.1	128.4	44.4	90.9	702.4	667.4	467.5	191.6	114.3	38.1	40.8	120.9	100.3
Long-term														
2020	19,284.3	4,076.4	3,096.8	1,254.1	1,545.4	10,565.6	9,778.7	.	.	.	.	.	.	.
2021	19,923.4	4,182.2	3,377.3	1,340.4	1,599.7	10,764.2	9,943.2	316.2	67.9	83.3	33.6	23.1	141.9	128.4
2022	17,895.4	3,972.7	3,253.3	1,338.6	1,396.7	9,272.7	8,560.9	298.8	78.5	73.0	29.1	16.6	130.6	121.2
2023 June	18,690.0	4,203.2	3,353.2	1,381.1	1,428.6	9,705.0	8,984.9	400.4	114.2	82.5	31.1	31.2	172.5	160.8
July	18,779.8	4,299.8	3,359.5	1,373.0	1,433.5	9,687.1	8,967.0	347.4	140.9	55.7	15.8	18.8	132.0	127.2
Aug.	18,807.3	4,315.0	3,349.4	1,355.9	1,429.5	9,713.3	8,990.8	206.3	52.5	47.9	12.0	8.4	97.4	93.9
Sep.	18,666.1	4,304.1	3,385.6	1,361.5	1,431.8	9,544.6	8,831.0	353.7	92.6	93.8	21.3	29.3	137.9	128.1
Oct.	18,700.6	4,348.3	3,382.1	1,357.8	1,433.3	9,536.8	8,824.6	338.2	94.3	72.1	19.7	14.9	156.8	150.6
Nov.	19,083.2	4,421.5	3,407.2	1,337.3	1,468.0	9,786.4	9,065.1	300.2	87.1	81.0	17.5	27.0	105.1	100.1

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				
Outstanding amount											
2020	20,773.7	4,506.7	3,223.1	1,305.7	1,642.1	11,401.8	10,501.2	8,521.7	473.8	1,339.2	6,707.7
2021	21,330.1	4,609.3	3,504.2	1,390.5	1,687.6	11,528.9	10,618.1	10,412.4	600.0	1,555.8	8,255.6
2022	19,267.8	4,440.3	3,396.4	1,390.5	1,491.3	9,939.7	9,182.6	8,744.5	524.9	1,356.6	6,862.3
2023 June	20,176.2	4,787.7	3,488.3	1,431.5	1,522.3	10,377.9	9,619.2	9,672.3	587.2	1,478.2	7,606.3
July	20,268.8	4,880.7	3,497.7	1,424.4	1,532.7	10,357.8	9,601.5	9,823.8	619.1	1,524.4	7,679.7
Aug.	20,321.9	4,908.6	3,491.2	1,407.4	1,528.4	10,393.7	9,638.7	9,553.7	582.2	1,496.3	7,474.7
Sep.	20,196.4	4,896.2	3,521.6	1,411.8	1,523.6	10,255.0	9,507.2	9,190.6	576.1	1,430.2	7,183.9
Oct.	20,217.7	4,927.0	3,517.6	1,405.6	1,528.1	10,245.0	9,496.2	8,871.6	562.5	1,431.3	6,877.3
Nov.	20,602.0	5,018.6	3,535.6	1,381.7	1,559.0	10,488.8	9,732.4	9,425.7	611.2	1,468.1	7,346.0
Growth rate ¹⁾											
2023 Apr.	4.5	8.4	2.6	-1.2	0.7	4.1	4.8	0.0	-2.2	0.5	0.1
May	4.6	9.2	3.5	2.1	0.6	3.6	4.5	-0.2	-2.6	0.5	-0.1
June	5.4	10.4	4.4	3.3	0.9	4.3	5.1	-0.9	-2.4	1.7	-1.3
July	6.1	12.3	4.2	2.0	1.8	4.7	5.3	-1.0	-2.1	0.9	-1.2
Aug.	6.0	12.3	4.1	1.8	1.1	4.6	5.3	-1.0	-2.0	1.0	-1.2
Sep.	6.5	11.3	5.1	3.7	1.6	5.5	6.2	-0.9	-3.1	0.9	-1.0
Oct.	6.1	10.8	5.1	3.2	2.1	5.0	5.5	-1.3	-3.0	0.7	-1.5
Nov.	5.6	10.4	4.2	0.0	2.0	4.4	4.9	-1.2	-4.0	0.8	-1.4

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99.7	93.7	93.8	90.1	74.5	88.5	119.2	93.9	
2021	99.6	93.7	93.5	89.4	68.4	86.6	120.5	94.3	
2022	95.3	90.8	93.4	84.4	63.8	81.8	116.1	90.9	
2022 Q4	95.7	92.1	95.0	85.1	63.0	82.5	116.7	91.9	
2023 Q1	97.1	93.0	96.8	86.9	65.8	84.5	119.4	93.3	
Q2	98.2	93.8	98.0	88.1	65.0	84.9	121.4	94.6	
Q3	98.9	94.9	98.8	.	.	.	123.5	95.9	
2023 June	98.2	93.8	98.1	-	-	-	121.8	94.7	
July	99.2	95.0	98.9	-	-	-	123.7	96.2	
Aug.	99.0	95.1	98.8	-	-	-	123.7	96.1	
Sep.	98.5	94.7	98.5	-	-	-	123.0	95.5	
Oct.	98.0	94.2	98.5	-	-	-	122.5	95.0	
Nov.	98.7	94.4	99.4	-	-	-	123.4	95.2	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2023 Nov.	0.7	0.3	0.9	-	-	-	0.7	0.2	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2023 Nov.	3.1	2.3	4.6	-	-	-	5.8	3.5	

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	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
2020	7.875	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2022 Q4	7.258	24.389	7.438	410.825	144.238	4.727	0.870	4.9208	10.938	0.983	1.021
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
Q2	7.644	23.585	7.450	372.604	149.723	4.537	0.869	4.9488	11.469	0.978	1.089
Q3	7.886	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
2023 June	7.765	23.695	7.449	370.602	153.149	4.461	0.859	4.9600	11.677	0.976	1.084
July	7.948	23.892	7.451	379.035	155.937	4.443	0.859	4.9411	11.634	0.966	1.106
Aug.	7.910	24.108	7.452	385.047	157.962	4.460	0.859	4.9411	11.812	0.959	1.091
Sep.	7.797	24.380	7.457	386.429	157.795	4.598	0.862	4.9656	11.842	0.960	1.068
Oct.	7.720	24.584	7.460	385.333	158.038	4.512	0.868	4.9682	11.647	0.955	1.056
Nov.	7.809	24.485	7.458	379.195	161.844	4.402	0.870	4.9703	11.547	0.963	1.081
			<i>Percentage change versus previous month</i>								
2023 Nov.	1.1	-0.4	0.0	-1.6	2.4	-2.4	0.3	0.0	-0.9	0.9	2.3
			<i>Percentage change versus previous year</i>								
2023 Nov.	6.7	0.5	0.3	-6.8	11.5	-6.3	0.2	1.1	6.1	-2.1	5.9

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q3	32,465.6	31,763.8	701.8	12,872.8	10,594.4	11,264.6	12,769.9	-6.2	7,198.8	8,399.6	1,135.7	16,707.6
2022 Q4	31,081.7	30,739.0	342.7	12,254.8	10,097.5	11,099.6	12,826.2	18.4	6,594.6	7,815.3	1,114.3	15,753.9
2023 Q1	31,574.0	31,465.0	109.0	12,250.4	10,030.2	11,332.9	13,397.1	-9.7	6,866.9	8,037.7	1,133.6	16,080.5
2023 Q2	31,743.6	31,561.2	182.4	12,156.5	9,895.5	11,712.9	13,712.2	-35.7	6,804.2	7,953.6	1,105.7	16,059.1
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q2	227.4	226.1	1.3	87.1	70.9	83.9	98.2	-0.3	48.7	57.0	7.9	115.1
<i>Transactions</i>												
2022 Q4	-514.6	-569.8	55.2	-249.8	-282.3	100.9	88.8	0.2	-375.2	-376.3	9.3	-
2023 Q1	404.4	369.2	35.2	50.0	15.3	63.5	161.0	15.6	293.7	193.0	-18.4	-
2023 Q2	26.5	-45.9	72.4	-98.1	-117.7	205.7	135.0	-5.1	-77.8	-63.2	1.9	-
2023 Q3	77.1	-10.7	87.8	-14.3	0.1	50.5	77.0	11.9	31.3	-87.7	-2.2	-
2023 Apr.	13.8	5.9	7.9	-36.5	-32.2	68.3	1.3	-1.5	-14.6	36.8	-1.9	-
2023 May	-10.9	-1.4	-9.5	-54.2	3.6	38.0	-12.1	7.4	-3.3	7.1	1.4	-
2023 June	23.5	-50.4	73.9	-7.4	-89.1	99.4	145.8	-11.0	-59.9	-107.1	2.4	-
2023 July	126.2	119.0	7.2	-10.1	18.8	40.4	27.4	-0.8	96.4	72.8	0.4	-
2023 Aug.	96.2	54.9	41.3	7.4	-0.2	23.7	25.5	8.9	54.9	29.6	1.3	-
2023 Sep.	-145.3	-184.7	39.4	-11.6	-18.6	-13.6	24.1	3.8	-120.0	-190.2	-3.9	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Sep.	-6.5	-257.2	250.7	-312.2	-384.7	420.7	461.8	22.5	-128.1	-334.2	-9.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Sep.	0.0	-1.8	1.8	-2.2	-2.7	3.0	3.3	0.2	-0.9	-2.4	-0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	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												
2020	1,364.0	8,905.5	10,269.5	1,028.8	2,448.9	3,477.7	13,747.1	102.2	624.5	9.4	736.1	14,483.2
2021	1,470.4	9,825.2	11,295.6	918.8	2,504.9	3,423.7	14,719.3	118.7	644.1	25.3	788.1	15,507.4
2022	1,539.5	9,763.4	11,302.9	1,382.1	2,563.9	3,946.0	15,248.9	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.7
2022 Q4	1,539.5	9,763.4	11,302.9	1,382.1	2,563.9	3,946.0	15,248.9	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.7
2023 Q1	1,542.2	9,456.4	10,998.5	1,633.7	2,548.0	4,181.7	15,180.2	102.6	676.7	91.5	870.7	16,050.9
Q2	1,535.3	9,178.0	10,713.3	1,865.1	2,518.0	4,383.1	15,096.3	114.4	695.9	83.8	894.2	15,990.6
Q3	1,535.5	8,985.4	10,521.0	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,072.6	131.0	714.4	76.0	921.4	15,994.0
2023 May	1,537.0	9,274.6	10,811.6	1,770.9	2,529.1	4,300.1	15,111.6	112.4	690.1	91.3	893.8	16,005.5
June	1,535.3	9,178.0	10,713.3	1,865.1	2,518.0	4,383.1	15,096.3	114.4	695.9	83.8	894.2	15,990.6
July	1,534.5	9,084.0	10,618.5	1,922.2	2,506.8	4,428.9	15,047.4	121.8	694.6	77.8	894.2	15,941.6
Aug.	1,534.0	9,008.9	10,542.9	1,993.8	2,485.1	4,478.9	15,021.9	122.0	699.5	84.3	905.8	15,927.7
Sep.	1,535.5	8,985.4	10,521.0	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,072.6	131.0	714.4	76.0	921.4	15,994.0
Oct. ^(p)	1,536.0	8,867.8	10,403.8	2,169.0	2,453.2	4,622.2	15,026.0	144.3	711.3	90.4	946.0	15,972.1
Transactions												
2020	139.5	1,266.9	1,406.4	-33.3	85.9	52.6	1,459.0	19.8	110.1	2.2	132.0	1,591.1
2021	107.7	910.7	1,018.4	-121.0	65.7	-55.3	963.1	12.3	20.3	13.2	45.8	1,008.9
2022	69.2	-45.8	23.4	428.9	55.5	484.3	507.7	3.9	2.4	76.6	82.8	590.5
2022 Q4	1.9	-331.4	-329.5	205.9	10.1	216.0	-113.6	6.2	43.0	0.7	50.0	-63.6
2023 Q1	1.3	-346.4	-345.1	245.9	-10.8	235.1	-110.0	-22.1	30.4	43.7	52.1	-57.9
Q2	-6.9	-276.7	-283.6	226.7	-30.1	196.6	-87.0	11.9	19.2	-5.3	25.8	-61.3
Q3	0.2	-201.9	-201.8	224.0	-52.3	171.8	-30.0	16.0	18.2	-8.7	25.6	-4.4
2023 May	-0.1	-98.1	-98.1	74.3	-9.7	64.7	-33.4	8.9	13.4	5.0	27.3	-6.1
June	-1.7	-92.1	-93.8	94.3	-11.1	83.2	-10.6	2.4	5.8	-5.1	3.1	-7.5
July	-0.9	-91.0	-91.9	58.6	-11.1	47.5	-44.4	7.7	-1.4	-5.0	1.3	-43.2
Aug.	-0.4	-82.4	-82.9	75.9	-21.7	54.2	-28.7	-0.1	4.8	4.8	9.4	-19.2
Sep.	1.5	-28.5	-27.0	89.5	-19.4	70.1	43.1	8.5	14.8	-8.4	14.9	58.0
Oct. ^(p)	0.5	-115.4	-114.9	83.7	-12.4	71.3	-43.7	13.4	-3.2	13.6	23.8	-19.9
Growth rates												
2020	11.4	16.4	15.8	-3.1	3.6	1.5	11.8	24.5	21.2	-	21.7	12.3
2021	7.9	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.3	158.5	6.2	7.0
2022	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8
2022 Q4	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8
2023 Q1	1.4	-5.7	-4.7	69.2	1.3	20.0	1.0	-17.6	15.2	538.5	23.8	2.0
Q2	0.4	-9.3	-8.0	85.7	-0.3	24.0	-0.6	-2.4	14.4	325.9	22.4	0.5
Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.5	19.9	-1.2
2023 May	0.7	-8.1	-7.0	80.9	0.3	22.6	-0.1	-10.8	15.3	423.4	23.6	1.0
June	0.4	-9.3	-8.0	85.7	-0.3	24.0	-0.6	-2.4	14.4	325.9	22.4	0.5
July	0.1	-10.5	-9.1	85.2	-1.0	23.9	-1.4	-1.7	16.7	226.2	21.1	-0.4
Aug.	-0.2	-11.9	-10.4	85.9	-2.3	23.8	-2.4	-1.2	16.9	162.5	20.4	-1.3
Sep.	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.5	19.9	-1.2
Oct. ^(p)	-0.4	-11.5	-10.0	72.9	-3.9	21.4	-2.2	15.9	14.4	266.8	22.9	-1.0

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
Outstanding amounts													
2020	2,966.3	2,514.2	308.7	140.0	3.5	7,664.8	4,965.6	438.4	2,260.0	0.9	1,118.2	237.4	498.6
2021	3,230.1	2,804.8	289.4	128.4	7.4	8,087.9	5,380.8	374.1	2,332.3	0.7	1,273.6	229.0	546.9
2022	3,360.6	2,722.2	497.0	134.9	6.4	8,373.7	5,536.8	444.9	2,391.1	0.9	1,301.8	236.9	560.6
2022 Q4	3,360.6	2,722.2	497.0	134.9	6.4	8,373.7	5,536.8	444.9	2,391.1	0.9	1,301.8	236.9	560.6
2023 Q1	3,332.4	2,596.4	594.8	132.6	8.6	8,377.5	5,433.2	566.2	2,377.1	0.9	1,227.5	230.5	572.6
Q2	3,333.1	2,502.8	687.3	132.1	11.0	8,364.0	5,311.6	701.6	2,350.0	0.8	1,185.3	229.1	564.0
Q3	3,323.4	2,439.0	737.6	131.9	14.8	8,351.4	5,205.9	847.5	2,297.1	0.8	1,215.4	212.6	565.3
2023 May	3,316.0	2,530.6	642.4	132.0	11.1	8,369.5	5,353.9	654.3	2,360.4	0.9	1,214.9	227.4	559.2
June	3,333.1	2,502.8	687.3	132.1	11.0	8,364.0	5,311.6	701.6	2,350.0	0.8	1,185.3	229.1	564.0
July	3,310.4	2,468.0	700.1	131.6	10.7	8,363.4	5,269.6	755.0	2,338.0	0.8	1,180.3	216.6	564.1
Aug.	3,311.3	2,448.4	720.1	132.1	10.8	8,360.0	5,238.0	804.5	2,316.7	0.8	1,160.9	217.5	560.3
Sep.	3,323.4	2,439.0	737.6	131.9	14.8	8,351.4	5,205.9	847.5	2,297.1	0.8	1,215.4	212.6	565.3
Oct. (p)	3,325.7	2,407.7	773.8	131.4	12.9	8,345.7	5,149.8	909.0	2,286.2	0.7	1,205.7	210.7	546.5
Transactions													
2020	511.4	465.7	55.5	-6.9	-3.0	612.6	561.7	-53.7	104.6	0.0	158.9	20.9	35.5
2021	249.9	274.5	-21.3	-6.9	3.6	422.2	411.3	-65.0	76.1	-0.2	160.0	-10.4	46.0
2022	119.9	-90.8	206.2	5.9	-1.4	296.5	167.9	74.6	53.9	0.1	3.2	8.2	14.6
2022 Q4	6.0	-106.3	112.5	1.5	-1.7	30.7	-52.9	75.1	8.6	-0.1	-151.3	-6.2	11.6
2023 Q1	-37.3	-136.4	97.5	-0.6	2.3	-25.3	-132.2	115.9	-9.1	0.1	-73.9	-5.1	8.2
Q2	1.0	-92.1	91.3	-0.5	2.4	-13.4	-121.4	135.2	-27.1	-0.1	-43.3	-1.2	-11.3
Q3	-13.1	-65.8	49.2	-0.2	3.7	-14.7	-111.1	149.3	-52.9	0.0	29.8	-17.3	1.1
2023 May	-15.3	-37.5	21.2	0.1	0.8	-2.9	-40.5	47.1	-9.4	0.0	-1.5	-1.6	-3.2
June	20.3	-24.7	44.8	0.1	0.0	-4.4	-41.6	47.6	-10.4	-0.1	-29.1	1.9	4.8
July	-20.8	-33.4	13.3	-0.4	-0.2	0.0	-41.7	53.7	-12.0	0.0	-2.8	-12.4	0.1
Aug.	-0.8	-20.9	19.6	0.4	0.0	-4.9	-36.7	53.1	-21.3	0.0	-19.2	0.6	-4.0
Sep.	8.5	-11.5	16.3	-0.2	3.9	-9.8	-32.7	42.5	-19.7	0.0	51.8	-5.5	5.0
Oct. (p)	4.2	-30.0	36.4	-0.4	-1.9	-5.4	-56.0	61.5	-10.9	-0.1	-8.9	-1.8	-18.8
Growth rates													
2020	20.6	22.5	21.6	-4.6	-45.1	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	15.9	9.6	7.7
2021	8.4	10.9	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.7	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.1	2.3	19.9	0.5	3.6	2.7
2022 Q4	3.7	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.1	2.3	19.9	0.5	3.6	2.7
2023 Q1	1.2	-9.4	105.8	3.1	-18.7	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.8	-8.4	0.3	3.2
Q2	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.1	-0.3	20.9	-14.1	0.5	-2.4
Q3	-1.3	-14.1	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.5	-3.4	-14.5	-16.3	-12.3	1.8
2023 May	0.4	-11.9	119.5	2.3	10.6	1.3	-3.6	83.2	0.3	18.6	-10.4	-1.4	-3.1
June	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.1	-0.3	20.9	-14.1	0.5	-2.4
July	-0.6	-14.1	118.3	1.9	12.7	0.6	-5.7	111.8	-1.1	6.4	-15.2	-9.3	-1.8
Aug.	-2.2	-15.6	107.5	0.8	37.5	0.2	-6.7	124.2	-2.4	-1.0	-18.8	-7.5	-2.4
Sep.	-1.3	-14.1	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.5	-3.4	-14.5	-16.3	-12.3	1.8
Oct. (p)	-2.0	-14.3	73.2	0.7	45.8	-0.5	-8.3	134.0	-4.0	-28.7	-10.7	-15.9	-2.9

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 ¹⁾

(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 ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5,898.2	996.3	4,889.9	14,325.2	11,917.4	12,294.2	4,709.1	6,132.1	908.1	168.1	1,543.2	864.5
2021	6,531.5	994.3	5,535.3	14,805.8	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,577.2	888.1
2022	6,361.6	1,004.6	5,332.0	15,390.1	12,990.2	13,183.7	5,131.4	6,632.1	1,079.1	147.6	1,563.7	836.3
2022 Q4	6,361.6	1,004.6	5,332.0	15,390.1	12,990.2	13,183.7	5,131.4	6,632.1	1,079.1	147.6	1,563.7	836.3
2023 Q1	6,353.2	995.3	5,333.0	15,426.3	13,019.5	13,214.7	5,136.1	6,665.6	1,076.5	141.4	1,556.9	849.9
Q2	6,275.3	986.6	5,263.3	15,426.5	12,982.2	13,210.7	5,126.9	6,634.3	1,078.5	142.5	1,575.1	869.3
Q3	6,211.1	989.2	5,196.9	15,428.9	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.2	137.2	1,576.8	874.6
2023 May	6,269.2	990.4	5,253.1	15,439.5	12,999.3	13,229.3	5,133.3	6,632.0	1,092.7	141.3	1,577.8	862.4
June	6,275.3	986.6	5,263.3	15,426.5	12,982.2	13,210.7	5,126.9	6,634.3	1,078.5	142.5	1,575.1	869.3
July	6,239.5	984.3	5,229.8	15,438.4	12,988.8	13,215.7	5,125.2	6,628.6	1,099.6	135.4	1,573.3	876.4
Aug.	6,256.9	987.3	5,244.5	15,414.5	12,963.8	13,186.6	5,119.9	6,632.8	1,079.9	131.2	1,573.7	877.1
Sep.	6,211.1	989.2	5,196.9	15,428.9	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.2	137.2	1,576.8	874.6
Oct. ^(p)	6,195.8	987.3	5,183.3	15,451.1	13,008.2	13,223.1	5,112.6	6,641.6	1,119.0	135.1	1,562.6	880.2
Transactions												
2020	1,037.1	12.8	1,024.1	736.4	538.3	558.9	288.5	209.1	22.6	18.0	170.0	28.1
2021	663.0	-0.9	673.6	563.0	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	78.0	9.2
2022	175.9	9.4	165.7	634.1	623.7	679.9	269.4	242.2	125.5	-13.4	16.9	-6.4
2022 Q4	31.1	3.0	27.5	19.4	-8.4	37.1	-7.0	26.9	-16.5	-11.8	15.7	12.1
2023 Q1	-72.9	-17.5	-55.3	2.5	3.7	7.8	-2.2	14.8	-3.0	-5.9	-9.7	8.5
Q2	-75.1	-8.6	-67.0	0.9	-32.0	-1.0	-5.2	-28.6	0.8	1.0	17.6	15.3
Q3	-19.4	1.6	-20.7	8.0	-0.2	-11.6	-8.5	1.6	12.1	-5.3	2.4	5.8
2023 May	-57.2	6.8	-64.4	9.8	-13.2	10.6	3.9	-34.2	20.0	-2.8	16.5	6.5
June	10.8	-3.7	14.7	-8.3	-10.3	-13.1	-3.6	3.9	-11.9	1.3	-1.9	3.9
July	-34.9	-2.4	-32.6	15.0	11.0	8.5	0.7	-4.8	22.1	-7.0	-2.1	6.0
Aug.	14.9	2.4	12.9	-23.5	-24.1	-27.9	-3.9	4.2	-20.1	-4.3	0.3	0.3
Sep.	0.6	1.6	-0.9	16.5	12.9	7.8	-5.3	2.2	10.1	6.0	4.1	-0.5
Oct. ^(p)	-17.2	0.9	-18.3	31.5	36.5	33.2	2.3	9.8	26.2	-1.8	-13.3	8.3
Growth rates												
2020	22.1	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.5	10.2	11.4	3.3
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.2	1.0
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.3	-7.9	1.1	-0.6
2022 Q4	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.3	-7.9	1.1	-0.6
2023 Q1	-0.1	-1.5	0.1	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	5.0	-9.7	-1.3	2.0
Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.6	-12.2	1.0	4.5
Q3	-2.1	-2.1	-2.2	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
2023 May	-2.2	-1.7	-2.3	2.2	2.1	2.8	3.2	1.5	3.4	-13.0	2.3	2.5
June	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.6	-12.2	1.0	4.5
July	-2.8	-2.3	-3.0	1.3	1.1	1.6	1.6	0.7	3.2	-15.0	1.1	5.4
Aug.	-2.1	-2.1	-2.1	0.6	0.1	0.7	0.1	0.4	0.4	-13.9	1.7	5.2
Sep.	-2.1	-2.1	-2.2	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
Oct. ^(p)	-2.6	-1.8	-2.8	0.4	0.0	0.4	-0.9	0.2	4.7	-14.2	1.3	5.0

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households 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⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans ⁴⁾					Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4,709.1	4,830.6	897.6	1,008.9	2,802.6	6,132.1	6,401.8	700.5	4,724.9	706.7
2021	4,864.8	4,995.8	889.0	1,005.2	2,970.7	6,372.6	6,637.3	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,131.4	5,139.0	967.2	1,078.9	3,085.3	6,632.1	6,831.4	717.2	5,214.6	700.3
2022 Q4	5,131.4	5,139.0	967.2	1,078.9	3,085.3	6,632.1	6,831.4	717.2	5,214.6	700.3
2023 Q1	5,136.1	5,150.3	940.7	1,092.7	3,102.6	6,665.6	6,870.6	723.6	5,236.0	706.0
Q2	5,126.9	5,147.0	924.2	1,088.2	3,114.5	6,634.3	6,868.1	726.0	5,207.9	700.4
Q3	5,114.6	5,124.5	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,863.0	731.6	5,210.5	691.4
2023 May	5,133.3	5,151.1	926.2	1,095.2	3,111.9	6,632.0	6,871.2	726.0	5,204.6	701.5
June	5,126.9	5,147.0	924.2	1,088.2	3,114.5	6,634.3	6,868.1	726.0	5,207.9	700.4
July	5,125.2	5,144.4	919.8	1,088.6	3,116.8	6,628.6	6,863.4	727.4	5,205.0	696.2
Aug.	5,119.9	5,124.1	902.0	1,085.2	3,132.8	6,632.8	6,863.9	729.8	5,209.0	693.9
Sep.	5,114.6	5,124.5	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,863.0	731.6	5,210.5	691.4
Oct. ^(p)	5,112.6	5,120.1	896.8	1,087.4	3,128.4	6,641.6	6,861.9	731.0	5,222.6	687.9
Transactions										
2020	288.5	325.6	-53.8	138.4	203.9	209.1	193.4	-11.7	210.7	10.2
2021	176.9	208.8	-1.6	2.3	176.1	261.7	266.8	10.7	255.0	-3.9
2022	269.4	309.1	78.6	77.5	113.3	242.2	249.7	22.6	218.5	1.1
2022 Q4	-7.0	22.2	-28.7	18.4	3.4	26.9	35.8	4.9	22.6	-0.5
2023 Q1	-2.2	5.7	-24.1	11.1	10.9	14.8	22.0	4.6	15.0	-4.7
Q2	-5.2	-1.2	-15.0	-3.0	12.8	-28.6	-0.6	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.5	-18.8	-21.8	-3.3	16.6	1.6	-2.2	7.6	2.7	-8.8
2023 May	3.9	1.2	-6.5	0.9	9.4	-34.2	-1.9	1.4	-33.2	-2.4
June	-3.6	-2.3	-0.5	-6.6	3.4	3.9	-1.5	0.5	4.1	-0.7
July	0.7	-0.9	-3.1	0.6	3.2	-4.8	-3.7	2.3	-2.9	-4.2
Aug.	-3.9	-18.7	-18.9	-3.2	18.2	4.2	0.6	2.7	3.9	-2.3
Sep.	-5.3	0.8	0.1	-0.6	-4.9	2.2	1.0	2.6	1.8	-2.2
Oct. ^(p)	2.3	-0.9	-4.7	3.0	4.0	9.8	0.1	0.2	12.3	-2.7
Growth rates										
2020	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.2	0.2	6.3	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.2	4.4	0.2
2022 Q4	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.2	4.4	0.2
2023 Q1	4.5	5.3	4.0	9.1	3.1	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Q2	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
2023 May	3.2	4.0	-0.6	8.2	2.7	1.5	2.1	2.8	1.8	-1.5
June	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.7
July	1.6	2.2	-3.1	5.0	2.0	0.7	1.3	2.6	0.8	-2.1
Aug.	0.1	0.7	-7.8	2.6	1.8	0.4	1.0	3.0	0.5	-2.5
Sep.	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
Oct. ^(p)	-0.9	-0.3	-9.6	1.5	1.1	0.2	0.6	2.8	0.3	-3.1

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 ¹⁾

(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 ²⁾	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 ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	711.2	6,952.7	1,915.1	42.1	1,988.5	3,006.9	1,441.7	482.0	136.7	141.1
2021	736.9	6,881.5	1,838.9	37.1	1,994.5	3,010.9	1,377.6	411.1	128.5	136.8
2022	649.3	6,746.8	1,782.6	45.9	2,116.1	2,802.3	1,333.4	379.6	137.8	147.6
2022 Q4	649.3	6,746.8	1,782.6	45.9	2,116.1	2,802.3	1,333.4	379.6	137.8	147.6
2023 Q1	574.1	6,915.1	1,791.9	55.5	2,171.6	2,896.2	1,426.2	334.4	152.1	165.8
Q2	485.8	6,985.8	1,806.8	61.7	2,231.2	2,886.1	1,465.2	295.1	168.6	172.6
Q3	456.3	7,137.4	1,825.0	72.9	2,361.9	2,877.6	1,635.2	312.4	153.8	163.3
2023 May	498.9	6,998.1	1,804.9	58.9	2,213.7	2,920.5	1,484.0	309.8	174.0	184.1
June	485.8	6,985.8	1,806.8	61.7	2,231.2	2,886.1	1,465.2	295.1	168.6	172.6
July	464.6	7,096.5	1,807.0	64.5	2,319.6	2,905.4	1,547.9	276.9	153.8	156.4
Aug.	439.8	7,138.2	1,807.1	68.0	2,340.6	2,922.4	1,580.4	253.8	165.9	161.8
Sep.	456.3	7,137.4	1,825.0	72.9	2,361.9	2,877.6	1,635.2	312.4	153.8	163.3
Oct. ^(p)	440.3	7,216.8	1,819.5	77.7	2,411.0	2,908.6	1,740.9	241.4	163.0	151.4
Transactions										
2020	288.3	-36.9	-14.8	-8.0	-101.4	87.3	-66.8	135.9	-43.6	-47.5
2021	26.3	-38.6	-74.9	-5.0	-40.0	81.4	-111.2	-118.2	-8.3	-4.3
2022	-84.5	37.0	-89.7	-4.4	14.8	116.3	-71.2	-195.7	10.5	17.9
2022 Q4	2.2	57.3	-12.4	1.1	50.5	18.1	48.5	-103.2	-10.2	1.0
2023 Q1	-81.9	89.4	5.9	5.0	67.3	11.3	63.7	-43.6	15.0	18.9
Q2	-88.1	95.1	13.9	6.3	60.1	14.9	93.0	-73.1	16.5	6.7
Q3	-29.7	90.0	17.3	11.2	38.5	23.1	127.9	-60.5	-13.0	-6.0
2023 May	-73.9	38.1	-3.3	2.0	28.9	10.5	18.8	-13.4	20.7	22.2
June	-13.0	31.4	2.9	2.8	24.4	1.3	37.9	-29.4	-5.4	-11.5
July	-21.2	29.0	0.8	2.8	16.1	9.3	42.1	-57.5	-14.8	-16.2
Aug.	-24.8	27.1	0.1	3.5	15.6	7.9	28.1	-36.4	12.1	5.4
Sep.	16.3	33.9	16.3	4.9	6.8	5.9	57.8	33.3	-10.3	4.8
Oct. ^(p)	-16.0	27.3	-4.6	4.8	26.5	0.7	64.5	-87.4	9.3	-12.0
Growth rates										
2020	82.2	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-24.2	-25.2
2021	3.7	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.5	0.6	-4.8	-13.0	0.6	4.0	-	-	7.9	12.7
2022 Q4	-11.5	0.6	-4.8	-13.0	0.6	4.0	-	-	7.9	12.7
2023 Q1	-22.6	2.3	-3.4	-0.5	4.9	4.0	-	-	-4.2	1.3
Q2	-37.6	3.5	-2.2	25.4	8.7	3.0	-	-	1.7	10.2
Q3	-30.3	4.9	1.4	48.7	10.4	2.4	-	-	5.7	14.1
2023 May	-34.5	3.2	-2.5	17.8	7.5	3.5	-	-	-4.2	8.2
June	-37.6	3.5	-2.2	25.4	8.7	3.0	-	-	1.7	10.2
July	-38.9	3.9	-1.5	32.5	9.7	2.7	-	-	-10.9	-1.6
Aug.	-34.9	4.5	-0.4	37.0	10.1	2.9	-	-	5.9	11.5
Sep.	-30.3	4.9	1.4	48.7	10.4	2.4	-	-	5.7	14.1
Oct. ^(p)	-34.5	5.4	1.7	57.7	11.1	2.7	-	-	14.8	-0.6

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
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-1.9
2022 Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.6
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9
2023 Q1	-3.7	.	.	.	.	-2.0
Q2	-3.8	.	.	.	.	-2.1

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	
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6
2021	47.0	46.2	13.2	13.1	15.1	0.8	52.2	47.2	10.2	5.9	1.5	23.9	5.0
2022	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.4	9.9	5.9	1.7	22.8	5.1
2022 Q3	47.1	46.4	13.6	13.1	14.9	0.7	50.3	45.4	9.9	5.9	1.6	22.9	4.9
Q4	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.4	9.9	5.9	1.7	22.8	5.1
2023 Q1	46.7	45.9	13.5	12.8	14.8	0.8	50.3	45.3	9.8	5.8	1.7	22.7	5.1
Q2	46.5	45.7	13.4	12.7	14.8	0.8	50.3	45.2	9.8	5.8	1.7	22.7	5.1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84.1	3.0	13.2	67.8	45.8	30.8	38.3	7.7	76.3	15.6	27.9	40.6	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.1	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.3	95.5	1.7
2021	94.7	3.0	13.8	77.9	55.2	41.3	39.5	9.8	84.9	17.5	30.1	47.1	93.3	1.4
2022	90.9	2.7	13.2	75.0	53.4	40.2	37.5	8.8	82.1	16.5	28.7	45.7	90.0	0.9
2022 Q3	92.2	2.9	13.5	75.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90.9	2.7	13.2	75.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90.7	2.5	12.8	75.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90.3	2.5	12.5	75.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.6
2021	-2.4	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-3.8	1.9	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.4	2.7
2022 Q3	-4.5	1.6	-0.2	0.1	-0.4	0.3	0.0	0.2	0.4	-0.6	-6.0	2.6
Q4	-3.8	1.9	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.4	2.7
2023 Q1	-3.8	2.0	-0.7	-0.7	-1.1	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.7	-5.1	2.3
Q2	-3.1	2.1	-0.8	-1.0	-1.4	0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	-4.5	2.3

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 ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	2.0	1.2	-0.1	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.0	12.7	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.2	11.9	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2022 Q3	13.0	11.7	3.7	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Q4	13.2	11.9	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2023 Q1	13.5	12.3	4.2	1.2	0.3	8.1	1.8	1.3	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7
Q2	13.6	12.3	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
2023 May	13.4	12.1	3.4	1.3	0.3	8.2	1.8	1.3	1.2	1.9	2.0	2.6	1.0
June	13.6	12.3	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
July	13.6	12.3	4.0	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.5	2.0	1.9	3.0	1.2
Aug.	13.5	12.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.7	2.0	1.9	3.2	1.4
Sep.	13.8	12.4	3.8	1.3	0.3	8.1	1.9	1.2	1.8	2.0	1.7	3.4	1.5
Oct.	13.3	12.0	3.5	1.4	0.3	8.2	2.0	1.2	1.9	2.0	1.7	3.4	1.7

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	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	0.9
2020	-8.9	-4.3	-5.4	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.6	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.5	-2.5	-8.8	-1.9
2022	-3.5	-2.5	-1.0	1.7	-2.4	-4.7	-4.8	0.1	-8.0	2.4
2022 Q3	-3.5	-1.8	-0.3	1.6	-3.1	-4.1	-4.3	0.4	-7.7	2.4
Q4	-3.5	-2.5	-1.0	1.7	-2.4	-4.7	-4.8	0.1	-8.0	2.4
2023 Q1	-4.0	-3.1	-1.3	2.1	-2.5	-4.3	-4.5	-0.2	-8.1	3.1
Q2	-4.1	-3.4	-1.7	2.2	-2.4	-4.4	-4.7	-0.4	-8.0	3.4
Government debt										
2019	97.6	59.6	8.5	57.1	180.6	98.2	97.4	70.9	134.2	93.0
2020	111.8	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.6	86.8	154.9	114.9
2021	108.0	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	112.9	78.1	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.6	111.6	111.8	68.2	141.7	85.6
2022 Q3	105.6	66.8	15.9	48.5	175.9	114.0	113.5	69.8	143.1	89.7
Q4	104.3	66.1	18.5	44.4	171.4	111.6	111.8	68.2	141.7	85.6
2023 Q1	106.4	65.7	17.2	43.6	168.6	111.2	112.4	69.1	140.9	83.1
Q2	106.0	64.6	18.5	43.1	166.5	111.2	111.9	66.5	142.4	85.3
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0.5	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.5	-6.5	-3.4	-9.6	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.4	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.6	-7.5	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.7	-0.3	-5.7	-0.1	-3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-0.8
2022 Q3	-4.3	0.8	0.6	-5.4	-0.3	-3.0	1.0	-3.0	-2.7	-0.8
Q4	-4.6	-0.7	-0.3	-5.7	-0.1	-3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-0.8
2023 Q1	-4.3	-1.2	-0.6	-4.9	-0.1	-3.5	0.1	-3.2	-2.6	-0.9
Q2	-3.0	-1.3	-0.8	-4.3	-0.2	-4.1	0.0	-3.1	-3.4	-1.5
Government debt										
2019	36.7	35.8	22.4	40.0	48.6	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.2	46.2	24.6	52.2	54.7	83.0	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	44.0	43.4	24.5	54.0	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.5
2022	41.0	38.1	24.7	52.3	50.1	78.4	112.4	72.3	57.8	73.3
2022 Q3	40.1	37.0	24.7	51.9	48.2	81.3	118.4	74.4	57.5	71.8
Q4	41.0	38.1	24.7	52.3	50.1	78.4	112.4	72.3	57.8	73.3
2023 Q1	43.0	38.1	28.4	52.4	48.3	80.3	112.4	72.0	58.0	73.3
Q2	39.5	38.1	28.2	50.7	46.9	78.6	110.1	70.5	59.6	74.6

Source: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2023**

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 13. decembra 2023.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-23-012-SL-N (pdf)