

Ekonomski bilten

številka 8 / 2021

Vsebina

Ekonomski, finančni in denarni gibanji	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	7
2 Finančna gibanja	16
3 Gospodarska aktivnost	22
4 Cene in stroški	30
5 Denar in krediti	38
6 Javnofinančna gibanja	47
Okvirji	51
1 Motnje v dobavnih verigah in njihov vpliv na svetovno gospodarstvo	51
2 Trg dela v ZDA in Združenem kraljestvu med okrevarjanjem po pandemiji	58
3 Pogoji financiranja z vidika podjetij v euroobmočju	63
4 Razčlenitev tržnih merit nadomestila za inflacijo na inflacijska pričakovanja in premije za tveganje	71
5 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. julija do 2. novembra 2021	76
6 Komuniciranje ECB o gospodarskih obetih: primerjalna analiza	82
7 Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju	87
8 Javnofinančne politike v letu 2022 – kaj prinašajo osnutki proračunskih načrtov za leto 2022	92
Članka	97
1 The ECB Survey of Monetary Analysts: an introduction	97
2 ECB communication with the wider public	122
Statistični podatki	S1

Ekomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Gospodarska aktivnost

Svetovno gospodarstvo še naprej okreva, čeprav vztrajna ozka grla v dobavnih verigah, vse višje cene primarnih surovin in pojav koronavirusnega (COVID-19) seva omikron še naprej negativno vplivajo na kratkoročne gospodarske obete. Nedavne ankete o gospodarski aktivnosti kažejo, da je zagon rasti na začetku zadnjega četrletja ostal šibek, zlasti v predelovalnih dejavnostih zaradi že omenjenih ozkih grl, medtem ko je na storitveni sektor pozitivno vplivalo ponovno odpiranje velikih gospodarstev. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami so bili v decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema obeti za rast svetovnega gospodarstva za leto 2021 popravljeni navzdol, za leto 2022 so ostali nespremenjeni, za leto 2023 pa so bili popravljeni navzgor. Svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) se bo po ocenah v letu 2021 okreplila na 6,0%, nato pa se bo umirila na 4,5% v letu 2022, na 3,9% v letu 2023 in na 3,7% v letu 2024. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah povečalo za 8,9% v letu 2021, za 4,0% v letu 2022, za 4,3% v letu 2023 in za 3,9% v letu 2024. Vseeno je bilo zunanje povpraševanje za leti 2021 in 2022 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljeno navzdol. To je predvsem odraz neugodnega vpliva sedanjih ozkih grl v dobavnih verigah na svetovni uvoz. Po pričakovanjih bodo ozka grla začela popuščati od drugega četrletja 2022 dalje in bodo do leta 2023 v celoti odpravljena. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za leti 2021 in 2022 popravljene navzgor zaradi hkratnega vpliva višjih cen primarnih surovin, ozkih grl v dobavnih verigah in okrevanja povpraševanja. Prihodnji potek pandemije ostaja ključno tveganje, ki vpliva na osnovne projekcije za svetovno gospodarstvo. Druga tveganja, ki spremljajo projekcije gospodarske rasti, so po ocenah nagnjena navzdol, medtem ko je ravnotežje tveganj glede svetovne inflacije bolj negotovo.

Gospodarstvo v euroobmočju še naprej okreva. Rast se sicer umirja, vendar se bo gospodarska aktivnost tekom letošnjega leta po pričakovanjih zopet močno okreplila. K nadaljnemu gospodarskemu okrevanju bo predvidoma prispevalo okrepljeno domače povpraševanje. Razmere na trgu dela se izboljšujejo, saj ima več ljudi službo in manj jih je vključenih v programe za ohranitev delovnih mest. To krepi obete za vse višje dohodke gospodinjstev in potrošnjo. K potrošnji bodo prispevali tudi prihranki, ki so jih ljudje ustvarili med pandemijo. Gospodarska aktivnost se je v zadnjem četrletju 2021 upočasnila, počasnejša rast pa se bo verjetno nadaljevala tudi na začetku letošnjega leta. Sedaj pričakujemo, da bo BDP v prvem četrletju 2022 presegel raven izpred pandemije. Nekatere države v euroobmočju so ponovno uvedle strožje zaježitvene ukrepe, da bi se spopadle s sedanjim valom pandemije. To bi lahko povzročilo zakasnitev v okrevanju, predvsem

na področju potovanj, turizma, gostinstva in razvedrilnih dejavnosti. Pandemija spodkopava zaupanje potrošnikov in podjetij, širjenje novega seva virusa pa povzroča dodatno negotovost. Poleg tega vse višji energetski stroški zavirajo potrošnjo. Pomanjkanje opreme, reprodukcijskega materiala in delovne sile v nekaterih sektorjih ovira izdelavo industrijskih proizvodov, kar povzroča zakasnitve v gradbeništvu in upočasnuje okrevanje v nekaterih delih storitvenega sektorja. Takšna ozka grla bodo prisotna še nekaj časa, vendar naj bi se med letom 2022 zmanjšala.

Čeprav je kriza zaradi COVID-19 v letu 2021 še naprej močno obremenjevala javne finance, decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov

Eurosistema kažejo, da se javnofinančni saldo že izboljšuje. Delež primanjkljaja, ki je leta 2020 dosegel najvišjo vrednost (7,2% BDP), se je po ocenah v letu 2021 zmanjšal na 5,9% BDP, v letu 2022 se bo predvidoma še dodatno zmanjšal na 3,2%, do konca obdobja projekcij pa naj bi se ustalil tiki pod 2%. Izboljšanje je posledica kombinacije višjega ciklično prilagojenega primarnega salda in – zlasti od leta 2022 dalje – precej večjega prispevka gospodarskega cikla. Kar zadeva naravnost javnofinančne politike v euroobmočju, je močni ekspanziji v letu 2020 sledilo le majhno zaostrovanje v letu 2021, če se upoštevajo nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«. V letu 2022 se bo naravnost predvidoma znatno zaostriila, čeprav precej manj, kot je bilo sprva napovedano, in sicer predvsem zaradi umika precejšnjega dela krizne interventne podpore. Zaostrovanje se bo predvidoma nadaljevalo tudi v preostalem obdobju projekcij, vendar v precej manjši meri, saj bo v prihodnjih letih še naprej zagotovljena precejšnja podpora gospodarstvu. Denarno politiko naj bi še naprej dopolnjevali ciljno usmerjeni in rasti prijazni javnofinančni ukrepi. Ti ukrepi bodo obenem pomagali gospodarstvu, da se prilagodi struktturnim spremembam, ki trenutno potekajo. Učinkovito izvajanje programa »EU naslednje generacije« in svežnja »Pripravljeni na 55« bo prispevalo k močnejšemu ter bolj zelenemu in enotnemu okrevanju v vseh državah euroobmočja.

Po pričakovanjih bo gospodarska rast tekom leta 2022 zabeležila močan odboj.

Po decembrskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Eurosistema bo medletna realna rast BDP znašala 5,1% v letu 2021, 4,2% v letu 2022, 2,9% v letu 2023 ter 1,6% v letu 2024. V primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili gospodarski obeti za leto 2022 popravljeni navzdol, za leto 2023 pa navzgor.

Inflacija

Inflacija je novembra porasla na 4,9%. Na ravni nad 2-odstotnim ciljem bo ostala tudi večino leta 2022. Inflacija bo v bližnji prihodnosti predvidoma ostala povišana, vendar se bo tekom letošnjega leta zniževala. Porast inflacije je predvsem odraz strmega zvišanja cen goriv, plina in električne energije. Novembra je inflacija v skupini energentov tako predstavljala več kot polovico skupne inflacije. Obenem v nekaterih sektorjih povpraševanje še naprej prehiteva omejeno ponudbo. Posledice so še posebno opazne pri cenah trajnih proizvodov in cenah potrošniških storitev v sektorjih, ki so se nedavno zopet odprli. Bazni učinki, povezani z iztekom znižanja

DDV v Nemčiji, še vedno prispevajo k višji inflaciji, vendar samo do konca leta 2021. Negotovo je, kako dolgo bo trajalo, preden se bodo omenjeni dejavniki razpletli. Vseeno se tekom leta 2022 pričakuje, da se bodo cene energentov stabilizirale, da se bo struktura potrošnje normalizirala ter da se bodo cenovni pritiski, ki izhajajo iz ozkih grl v svetovnih dobavnih verigah, umirili. Sčasoma bo gospodarstvo zopet delovalo s polno zmogljivostjo, razmere na trgu dela pa se bodo nadalje izboljšale, kar bo spodbudilo hitrejšo rast plač. Tržna in anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so od oktobrske seje o denarni politiki ostala večinoma nespremenjena. Vseeno so se v zadnjih mesecih na splošno približala 2-odstotni ravni. Omenjeni dejavniki bodo prispevali k temu, da se osnovna inflacija zviša in da skupna inflacija v srednjeročnem obdobju doseže 2-ostotno ciljno raven.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema bo medletna inflacija znašala 2,6% v letu 2021, 3,2% v letu 2022, 1,8% v letu 2023 in 1,8% v letu 2024 – kar je precej več kot so predvidevale prejšnje, septembridske projekcije. Inflacija brez hrane in energentov bo po projekcijah v povprečju znašala 1,4% v letu 2021, 1,9% v letu 2022, 1,7% v letu 2023 in 1,8% v letu 2024, kar je ravno tako več kot v septembridskih projekcijah.

Ocena tveganj

Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, so po oceni Sveta ECB večinoma uravnotežena. Gospodarska aktivnost bi lahko presegla pričakovanja ECB, če se bo med potrošnike povrnilo zaupanje in bodo varčevali manj, kot se pričakuje. Nasprotno pa bi lahko nedavno poslabšanje pandemije, skupaj s širjenjem novih sevov, vztrajneje zaviralo gospodarsko rast. Tveganji, ki bi lahko ogrozili okrevanje in inflacijske obete, sta prihodnje gibanje cen energentov in hitrost odpravljanja ozkih grl v dobavnih verigah. Če bi se cenovni pritiski prelili v hitrejšo rast plač od pričakovane ali če bi gospodarstvo hitreje doseglo polno zmogljivost, bi inflacija lahko postala višja.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so od oktobrske seje Sveta ECB ostale večinoma nespremenjene. V obravnavanem obdobju (od 9. septembra do 15. decembra 2021) so na finančne trge v euroobmočju vplivale predvsem spremembe v inflacijskih obetih ter ponovna negotovost glede nadaljnjih gospodarskih posledic, ki jih povzroča COVID-19. Novice o novem sevu omikron so povzročile volatilnost, vendar se je močan začetni negativni vpliv, zlasti na tvegano finančno premoženje, proti koncu obravnavanega obdobja deloma obrnil.

Ustvarjanje denarja v euroobmočju je oktobra 2021 poraslo kot odraz večje negotovosti v zvezi s pandemijo COVID-19 in podpornih ukrepov s strani različnih politik. Glavni vir ustvarjanja denarja so bili še naprej Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so ostale na zgodovinsko nizkih ravneh. Na splošno ostajajo pogoji

financiranja za gospodarstvo ugodni. Posojanje podjetjem deloma spodbujajo kratkoročne potrebe po financiranju, ki izhajajo iz ozkih gril v dobavnih verigah, zaradi katerih se povečujejo stroški zalog in obratnega kapitala. Obenem ostaja povpraševanje podjetij po posojilih zmerno zaradi zadržanih dobičkov in obsežnih imetij gotovine ter tudi zaradi visoke zadolženosti. Posojanje gospodinjstvom ostaja okrepljeno, poganja pa ga povpraševanje po stanovanjskih hipotekarnih posojilih. Banke v euroobmočju so dodatno okrepile svoje bilance, in sicer zahvaljujoč višjim kapitalskim količnikom in manjšim nedonosnim posojilom. Banke so sedaj enako dobičkonosne kot pred pandemijo. Pogoji financiranja za banke so na splošno še naprej ugodni.

V skladu z novo strategijo denarne politike Svet ECB dvakrat letno poglobljeno oceni medsebojno razmerje med denarno politiko in finančno stabilnostjo.

Spodbujevalno naravnana denarna politika podpira gospodarsko rast, kar daje oporo bilancam podjetij in finančnih institucij, ter preprečuje tveganje tržne fragmentacije. Obenem pa vpliv spodbujevalno naravnane denarne politike na trge nepremičnin in finančne trge terja natančno spremjanje, saj se je več srednjeročnih ranljivosti okreplilo. Vseeno ostaja makrobonitetna politika prva obrambna linija pri ohranjanju finančne stabilnosti in pri odpravljanju srednjeročnih ranljivosti.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na decembrski seji o denarni politiki ocenil, da napredek pri gospodarskem okrevanju in doseganju srednjeročnega inflacijskega cilja omogoča postopno zmanjševanje obsega nakupov vrednostnih papirjev v prihodnjih četrletjih. Vseeno je še vedno potrebna spodbujevalno naravnana denarna politika, da bi se inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ravni 2-odstotnega inflacijskega cilja ECB. Ob sedanji negotovosti mora Svet ECB ohraniti fleksibilnost in si pustiti odprte vse možnosti pri izvajanju denarne politike. Ob upoštevanju tega je Svet ECB sprejel naslednje skele.

Prvič, Svet ECB pričakuje, da bo neto nakupe v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v prvem četrletju 2022 izvajali v manjšem obsegu kot v prejšnjem četrletju. Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa PEPP se bodo prenehali izvajati konec marca 2022.

Drugič, Svet ECB je sklenil podaljšati obdobje ponovnega investiranja v okviru programa PEPP. Sedaj namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.

Tretjič, pandemija je pokazala, da je v stresnih razmerah fleksibilnost pri načrtovanju in izvajanju nakupov vrednostnih papirjev pripomogla k odzivanju na oslabljeno transmisijo denarne politike ECB in povečala učinkovitost prizadevanj, da Svet ECB doseže svoj cilj. V okviru mandata ECB bo v stresnih razmerah fleksibilnost še naprej element denarne politike, kadarkoli grožnje transmisiji denarne politike spodbavajo doseganje cenovne stabilnosti. V primeru ponovne tržne

fragmentacije zaradi pandemije bo tako mogoče ponovno investiranje v okviru programa PEPP kadarkoli fleksibilno prilagoditi v času, po razredih finančnega premoženja in po jurisdikcijah. To bi lahko vključevalo tudi kupovanje obveznic, ki jih je izdala Helenska republika, in sicer v obsegu, ki presega ponovno investiranje unovčenj, da se nakupi in tej jurisdikciji ne bi prekinili, saj bi to lahko oslabilo transmisijo denarne politike v grško gospodarstvo, dokler še vedno okreva po izpadu zaradi pandemije. Neto nakupi v okviru programa PEPP bi se lahko začeli tudi ponovno izvajati, če bi bilo potrebno, da se nevtralizirajo negativni šoki, povezani s pandemijo.

Četrtič, v skladu s postopnim zmanjševanjem nakupov vrednostnih papirjev in s ciljem, da naravnost denarne politike ostane skladna s stabiliziranjem inflacije v srednjeročnem obdobju na ravni 2-odstotnega cilja ECB, je Svet ECB sklenil, da bo obseg mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) znašal 40 milijard EUR v drugem četrtletju in 30 milijard EUR v tretjem četrtletju. Od oktobra 2022 dalje se bodo neto nakupi v okviru programa APP ohranjali na mesečni ravni 20 milijard EUR, in sicer tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer. Svet ECB pričakuje, da se bodo neto nakupi končali, tik preden začne dvigovati ključne obrestne mere ECB.

Svet ECB je potrdil tudi ostale ukrepe v podporo mandatu ECB, da ohranja cenovno stabilnost, namreč raven ključnih obrestnih mer in prihodnjo usmeritev denarne politike glede gibanja ključnih obrestnih mer v prihodnosti. To je ključno za vzdrževanje ustrezne spodbujevalne naravnosti denarne politike, da bi se inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ravni 2-odstotnega inflacijskega cilja ECB.

Svet ECB bo še naprej spremljal pogoje bančnega financiranja in zagotavljal, da zapadle operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ne ovirajo nemotene transmisije denarne politike. Redno bo tudi ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije prispevajo k naravnosti denarne politike. Kot je bilo napovedano, Svet ECB pričakuje, da se bodo posebni pogoji, ki veljajo v operacijah CUODR III, iztekli letos junija. Ocenil bo tudi ustreznost kalibracije dvostopenjskega sistema obrestovanja rezerv, tako da politika negativnih obrestnih mer ne bo omejevala sposobnosti bank pri finančnem posredništvu v okolju obsežne presežne likvidnosti.

Svet ECB je pripravljen ustrezno prilagoditi vse instrumente, če in v katerokoli smer bo potrebno, da se inflacija stabilizira na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju.

Zunanje okolje

Decemrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema nakazujejo, da se okrevanje svetovnega gospodarstva nadaljuje, čeprav kratkoročne gospodarske obete še vedno slabijo ozka grla v ponudbi in visoke cene surovin ter širjenje koronavirusne različice omikron. Najnovejše ankete o gospodarski aktivnosti kažejo, da je zagon rasti v začetku četrtega četrtletja 2021 ostal šibek, zlasti v predelovalnih dejavnostih zaradi ozkih grl v ponudbi, medtem ko je na storitveni sektor pozitivno vplivalo ponovno odpiranje velikih gospodarstev. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami so bili obeti za rast svetovnega gospodarstva v letu 2021 popravljeni navzdol, za leto 2022 so ostali nespremenjeni, za leto 2023 pa so bili popravljeni navzgor. Svetovni realni BDP (brez euroobmočja) se bo po projekcijah v letu 2021 tako povečal za 6,0%, zatem pa naj bi se rast upočasnila in leta 2022 znašala 4,5%, v letu 2023 3,9%, v letu 2024 pa 3,7%. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo v letu 2021 po projekcijah povečalo za 8,9%, v letu 2022 za 4,0%, v letu 2023 za 4,3% in v letu 2024 za 3,9%. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami je bilo zunanje povpraševanje za leti 2021 in 2022 popravljeno navzdol. To je predvsem posledica zaviralnega vpliva ozkih grl v dobavnih verigah na svetovni uvoz. Po pričakovanjih bodo ozka grla začela izginjati v drugem četrtletju 2022 in bodo do leta 2023 v celoti odpravljena. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za leti 2021 in 2022 popravljene navzgor zaradi hkratnega vpliva višjih cen primarnih surovin, ozkih grl v dobavnih verigah in okrevanja povpraševanja. Glavno tveganje v osnovnih projekcijah za svetovno gospodarstvo ostaja prihodnji potek pandemije. Druga tveganja za gospodarsko rast so po ocenah usmerjena navzdol, medtem ko je ravnotežje tveganj za svetovno inflacijo bolj negotovo.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

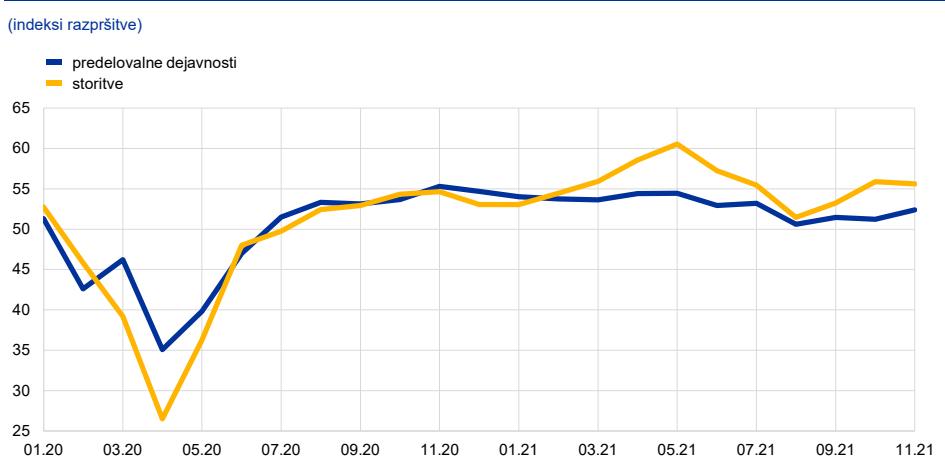
Leta 2021 je okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in trgovinske menjave potekalo bolj neenakomerno, kot se je pričakovalo. Stopnjevanje pandemije je oslabilo zaupanje potrošnikov, čeprav niso bili sprejeti strogi zaježitveni ukrepi. V zadnjem času se je zaradi pojave nove zaskrbljajoče različice omikron povečala nevarnost ponovnega stopnjevanja pandemije na svetovni ravni, zato se je še dodatno povečala negotovost glede prihodnjega razvoja pandemije. Gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo so zavirali tudi drugi dejavniki, ki so ustvarjali pritiske na rast cen. Napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah so se tekom leta 2021 okrepile in posebej močno prizadele velika razvita gospodarstva in predelovalne dejavnosti (zlasti avtomobilsko industrijo). Dodatno so okrevanje upočasnili pretresi na kitajskem trgu stanovanjskih nepremičnin ter zaostrovjanje denarne politike v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Kot zadnje so se zaradi rastočih cen surovin po vsem svetu okreplili inflacijski pritiski. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila realna rast BDP v tretjem četrtletju pod pričakovanji v številnih državah, vključno z ZDA, Kitajsko in Združenim kraljestvom. Svetovno sliko pa izkrivila Indija, kjer je gospodarska aktivnost v drugem četrtletju zaradi močnega ponovnega izbruha okužb strmo upadla, nato pa je v tretjem četrtletju sledilo okrevanje v obliki črke V, medtem ko se je v nekaterih drugih

gospodarstvih v tem času število okužb znova povečevalo. Upad in kasnejše okrevanje aktivnosti v Indiji sta bila tako velika, da bi se morala zaradi njiju v tretjem in četrtem četrletju povečati svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja), vendar tega ne podpirajo gibanja v drugih večjih gospodarstvih.

Anketni kazalniki potrjujejo šibak zagon aktivnosti ob vstopu v četrto četrletje 2021, kar je posledica vztrajnih motenj na strani ponudbe. Svetovna industrijska proizvodnja je avgusta zastala, pri čemer je aktivnost močno zaviral avtomobilski sektor zaradi pomanjkanja čipov. Novembrski indeks PMI za gospodarsko aktivnost potrjuje šibko dinamiko v predelovalnih dejavnostih, medtem ko je ostal storitveni sektor primerjalno močnejši zaradi postopnega odpiranja velikih gospodarstev. Nedavne vrednosti PMI na splošno kažejo, da je v različnih sektorjih okrevanje v začetku četrtega četrletja potekalo z neenako hitrostjo (graf 1).

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) po sektorjih



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za november 2021.

Svetovni pogoji financiranja so bili stabilni, dokler novice o različici omikron niso sprožile odprodaje tveganih sredstev in povečane volatilnosti. Pogoji financiranja, na katerih temeljijo decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, so ostali spodbujevalni in večinoma stabilni v primerjavi s prejšnjim krogom projekcij. To stabilnost je na eni strani vzdrževala vztrajna rast delniških tečajev, ki jo je podpirala živahnata rast dobičkov, na drugi strani pa vse večja pričakovanja o bolj zaostreni denarni politiki zaradi zviševanja inflacije, pa tudi ponoven vzpon števila okužb s COVID-19 v Evropi. Po novembrskem sporočilu odbora ameriške centralne banke za odprti trg (FOMC) so finančni trgi v cene začeli vračunavati močnejši odziv denarne politike, ker so pričakovali hitrejše zmanjševanje obsega nakupov vrednostnih papirjev ter zgodnejše in bolj strmo zaostrovjanje obrestnih mer za terminske pogodbe na zvezna sredstva. Zaskrbljenost glede nepremičninske družbe Evergrande na Kitajskem je bila večinoma omejena na lokalne finančne trge. Razmiki v donosnosti državnih in podjetniških obveznic v drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih so ostali pretežno stabilni. Po presečnem datumu za decembrske projekcije so novice o različici omikron sprožile odprodajo tveganih sredstev, zaradi česar so se pogoji financiranja zaostrili tako v razvitih kot

tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Od takrat so svetovni delniški trgi nadoknadiли del izgub, rastoti trend krvilje terminskih pogodb za zvezna sredstva pa se je nadaljeval.

Obeti za svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo v bližnji prihodnosti bodo odvisni od poteka pandemije in od tega, kako hitro bodo izginjala ozka grla v ponudbi. V nekaterih regijah, zlasti v Evropi, se je pandemija zaostriла, v drugih pa se razmere izboljšujejo. Ponovna uvedba zajezitvenih ukrepov bi lahko bistveno poslabšala svetovne gospodarske obete za bližnjo prihodnost in povečala razpršenost stopenj rasti med državami. Na strani ponudbe svetovno blagovno menjavo še naprej omejujejo ozka grla, svetovno povpraševanje po blagu pa ostaja močno.¹ To se med drugim kaže v obsegu proizvodnje polprevodnikov in obsegu ladijskega prevoza, ki sta daleč nad trendom izpred pandemije. Napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah bi se lahko še zaostrile zaradi previdnostnega kopiranja zalog blaga za vmesno porabo v nekaterih panogah, saj se podjetja skušajo zavarovati pred morebitnim pomanjkanjem.

Svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) je za leto 2021 ocenjena na 6,0%, ob pričakovanju, da se bo v obdobju projekcij rast postopno umirjala. Ta napoved je nekoliko nižja (za 0,3 odstotne točke) od septembrske. Šibkejša aktivnost je posledica ponovnega naraščanja števila okužb s koronavirusom, negativnega vpliva ozkih grl v ponudbi in šibkejše rasti na Kitajskem. Ozka grla v ponudbi bodo po projekcijah tudi v letu 2022 zavirala gospodarsko aktivnost v vseh razvitih gospodarstvih, čeprav manj kot trgovinsko menjavo, saj bodo potrošniki nerazpoložljive tuje izdelke morda nadomestili z domaćimi. Poleg tega se bo vpliv ozkih grl na potrošnjo blaga predvidoma zmanjšal zaradi postopnega preusmerjanja potrošnje od blaga nazaj k storitvam. V prihodnje bo svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) po projekcijah v letu 2022 dosegla 4,5% in se v letu 2023 upočasnila na 3,9% ter v letu 2024 na 3,7%. V primerjavi s septemborskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je napoved rasti za leto 2022 ostala nespremenjena, za leto 2023 pa je bila popravljena rahlo navzgor (za 0,2 odstotne točke). Čeprav je svetovni (brez euroobmočja) realni BDP proti koncu leta 2020 že presegel raven izpred pandemije, bo dinamika v obdobju projekcij predvidoma ostala nekoliko šibkejša kot pred pandemijo. Medtem ko so se razvita gospodarstva in Kitajska že vrnili k predkrizni dinamiki, pa okrevanje v drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih še naprej zaostaja in bo v prihodnjem obdobju zniževalo raven svetovne gospodarske aktivnosti.

V ZDA gospodarska aktivnost okreva po upočasnjeni rasti v tretjem četrletju, ki jo je povzročila ponovna rast števila okužb s COVID-19. Oktobra je po podatkih prišlo do odboja gospodarske aktivnosti, kar kratkoročno napoveduje močno rast. Od aprila se povpraševanje potrošnikov preusmerja k storitvam in stran od trajnih dobrin, na katere so ob močnem povpraševanju vplivala tudi ozka grla na strani ponudbe. V zadnjih tednih so se čakalne dobe in stroški ladijskega prevoza med Kitajsko in ZDA zmanjšali. Vseeno zaloge trajnega blaga ostajajo pod ravnimi izpred pandemije, zato bo polnjenje zalog predvidoma podpiralo rast, ko bodo

¹ Glej okvir 1 z naslovom »[Motnje v delovanju dobavnih verig in njihov vpliv na svetovno gospodarstvo](#)« v tej številki Ekonomskega biltena.

sedanja ozka grla popolnoma odpravljena. Skupna medletna inflacija po indeksu CPI se je novembra povečala na 6,8%. Rast cen energentov se je okrepila in medletno dosegla 33%, medletna inflacija v skupini hrane pa se je še nadalje povečala na 6,1%. Medletna osnova inflacija brez hrane in energentov je novembra dosegla 4,9%, potem ko je oktobra znašala 4,6%. Cenovni pritiski so bili izrazitejši pri blagu, in sicer zaradi vztrajnih ozkih grlih v dobavnih verigah, medtem ko so pri storitvah na splošno ostali bolj omejeni. Gledano v celoti bodo inflacijski pritiski v prihodnjih mesecih predvidoma ostali močni, tako da se bo skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, po napovedih začela s sedanjih povišanih ravni zniževati šele v prvih mesecih leta 2022. Medtem se pritiski na plače povečujejo, kot kaže indeks stroškov dela, ki se je v tretjem četrletju medletno povečal za skoraj 4%. To povečanje je bilo precej večje in tudi bolj razširjeno po panogah kot v začetku leta.

Na Kitajskem se je aktivnost močno upočasnila zaradi pomanjkanja energentov ter zaradi pretresov v sektorju stanovanjskih nepremičnin in zaradi ponovnih izbruhovalokužb s konoravirusom. Ankete o zaupanju potrošnikov kažejo mešane signale glede zasebne potrošnje, medtem ko proizvodnjo in naložbe verjetno zavirajo ozka grla v ponudbi. Povpraševanje po energentih ostaja povišano, vendar so se v zadnjem času pojavili znaki popuščanja pritiskov, kar je deloma posledica vladnih ukrepov za povečanje ponudbe premoga in uporabe nacionalnih zalog, katerih cilj je znižati domače cene nafte in zagotoviti energetsko varnost. Pretresi v sektorju stanovanjskih nepremičnin so se nadaljevali, saj je nepremičninska družba Evergrande zamudila rok plačila obveznic, kar je ena bonitetna agencija ocenila kot »omejena neizpolnitev obveznosti«. Neizpolnitev obveznosti je bila v veliki meri pričakovana in je sledila neizpolnitvi obveznosti s strani manjših podjetij. Družba Evergrande je že vstopila v proces upravljanega prestrukturiranja, pri čemer so se vladni predstavniki pridružili odboru za upravljanje tveganj, da bi nadzorovali družbo, zagotovili njeno nadaljnje poslovanje in prestrukturirali njene dolgove. Oblasti so nedavno sprejele spodbujevalne politike, saj je kitajska centralna banka objavila znižanje stopnje obveznih rezerv za 50 bazičnih točk, vlada pa je napovedala bolj spodbujevalno naravnost do nepremičninskega sektorja. Ti ukrepi so namenjeni upravljanju upočasnitve ter preprečitvi še močnejšega upada tako v stanovanjskem sektorju kot tudi v širšem gospodarstvu. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je novembra zvišala na 2,3%, potem ko je oktobra znašala 1,5%, k čemur so največ prispevali bazni učinki, zvišanja cen goriv in podražitve hrane zaradi motenj v letinah, ki so jih povzročile neugodne vremenske razmere.

Na Japonskem se je gospodarstvo v tretjem četrletju upočasnilo zaradi ponovnega naraščanja števila okužb s koronavirusom in ozkih grli v ponudbi. Pričakuje se, da se je v četrtem četrletju gospodarska aktivnost ponovno okrepila zaradi postopnega odpravljanja zaježitvenih ukrepov, napredka pri cepljenju in nadaljnje podpore s strani državnih politik. Ti dejavniki bodo predvidoma podpirali tudi močnejše okrevanje v začetku leta 2022. Medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se bo po projekcijah vrnila v pozitivno območje in v obdobju projekcij še naprej naraščala, vendar bo ostala pod ciljno ravnjo centralne banke.

V Združenem kraljestvu novi podatki kažejo, da aktivnost po šibkem tretjem četrtletju 2021 ostaja oslabljena. Zaradi kombinacije motenj v dobavnih verigah in pomanjkanja delovne sile, ki je posledica svetovnih razmer in brexita, se je rast v tretjem četrtletju upočasnila na 1,3% (v primerjavi s 5,5% v prejšnjem četrtletju).² Realno gospodarsko aktivnost je še naprej poganjala zasebna potrošnja, saj so se omejitve zaradi pandemije COVID-19 še zmanjšale, nasprotno pa so naložbe ostale zelo šibke. Dejavniki, ki so gospodarsko aktivnost zavirali čez poletje, se bodo predvidoma nadaljevali tudi v prihodnjih mesecih. Zato se pričakuje, da bo gospodarska aktivnost doseglja raven pred pandemijo šele v prvem četrtletju 2022, kar je nekoliko pozneje, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah. Zaposlenost in delež aktivnega prebivalstva se v zadnjih mesecih počasi povečuje, medtem ko se je število prostih delovnih mest močno povečalo, kar je prispevalo k močnemu zaostrovanju razmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela. To je posledica tako manjše ponudbe delavcev iz EU kot tudi dejstva, da je stopnja aktivnosti domače delovne sile še vedno nižja kot pred pandemijo. Delavcev še posebej močno primanjkuje v panogah, kot so gostinstvo, gradbeništvo in prehrana. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je oktobra okrepila na 4,2%, potem ko je septembra znašala 3,1%. K dvigu skupne medletne inflacije so največ prispevale cene energentov, ki so poskočile zaradi regulativnega ukrepa, s katerim se vsako leto aprila in oktobra določi zgornja dovoljena meja cen energentov za gospodinjstva. Osnovna inflacija sicer ostaja bolj omejena, vendar so se inflacijski pritiski začeli širiti in bodo na kratki rok predvidoma še vztrajali, predvsem zaradi nadaljnji motenj v dobavnih verigah in naraščanja cen energentov. Inflacija bo najvišjo raven predvidoma doseglja v aprilu, ko bo določena poletna zgornja meja cen energentov, ki bo verjetno precej visoka, da pokrije rast cen energentov v drugi polovici leta 2021.

V državah članicah EU v srednji in vzhodni Evropi je gospodarska aktivnost v tretjem četrtletju ostala močna, vendar se pričakuje, da se je upočasnila. Ta upočasnitve odraža občutno poslabšanje epidemioloških razmer in vztrajna ozka grla v ponudbi. Naraščanje cen energentov bo dodatno pritiskalo na inflacijo, ki bo najvišjo vrednost po projekcijah doseglja v letu 2022, nato pa naj bi se v preostanku obdobja projekcij postopno zniževala.

V velikih izvoznicah surovin je gospodarska aktivnost odvisna od zmožnosti spopadanja z izbruhi koronavirusa in razpoložljivega manevrskega prostora državnih politik. V Rusiji so bili zaradi hitrega naraščanja števila okužb uvedeni strožji zaježitveni ukrepi, vendar bo gospodarsko aktivnost predvidoma podpiralo vse močnejše svetovno povpraševanje po nafti in plinu, kot tudi s tem povezani pozitivni pogoji menjave. Cene hrane in pritiski s strani povpraševanja bodo v bližnji prihodnosti predvidoma ohranjali inflacijo na visoki ravni, vendar naj bi se srednjeročno vrnila na ciljno raven centralne banke. V Braziliji gospodarsko aktivnost zavirata bolj zaostrena denarna politika in omejen fiskalni manevrski prostor. Inflacija po indeksu CPI se še naprej povečuje in je nedavno doseglja dvomestno raven, vendar bo v obdobju projekcij predvidoma upadla.

² Glej okvir 2 z naslovom »Trg dela v ZDA in Združenem kraljestvu med okrejanjem po pandemiji« v tej številki Ekonomskoga biltena.

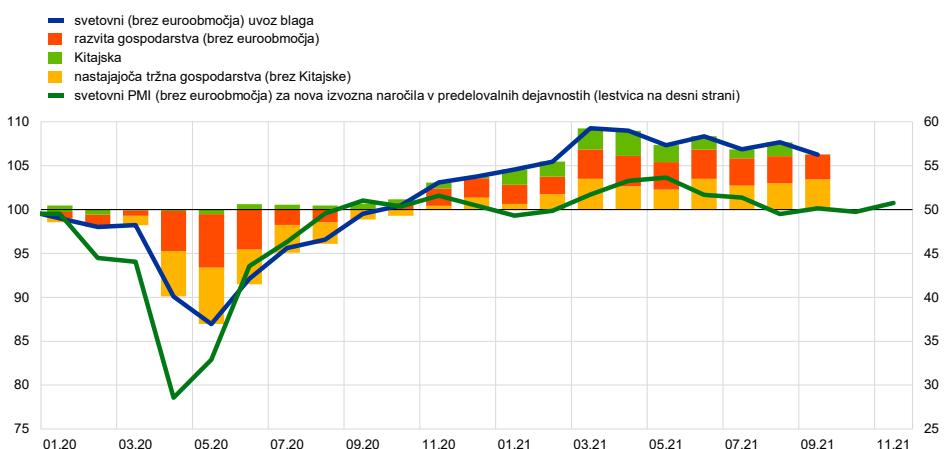
V Turčiji se je gospodarska aktivnost upočasnila, med drugim zaradi popuščanja domačega povpraševanja. Rast je v letu 2021 poganjalo predvsem spodbudno zunanje okolje. Inflacija se je povečala in bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala dvomestna, kar je posledica pretirano ekspanzivne denarne politike, ki je kljub posegom centralne banke potisnila turško liro na rekordno nizko raven v primerjavi z ameriškim dolarjem.

Svetovna rast trgovinske menjave (brez euroobmočja) se je v letu 2021 upočasnila zaradi zaostrovanja ozkih grl v ponudbi. Močan odboj svetovne trgovinske menjave, ki ga je povzročilo ponovno odpiranje svetovnega gospodarstva sredi leta 2020, je začel leta 2021 popuščati. Svetovna blagovna menjava je marca dosegla najvišjo raven, od takrat pa se postopno upočasnuje, vendar ostaja precej nad ravnjo izpred pandemije (graf 2). Najnovejši podatki o svetovni blagovni menjavi (brez euroobmočja) v tretjem četrletju razkrivajo navzdol usmerjena tveganja v ocenah svetovne trgovinske menjave. Glavno tveganje predstavlja ozka grla na strani ponudbe, ki se kažejo v podaljševanju dobavnih rokov. Poleg tega težave v logističnem sektorju močneje vplivajo na trgovinsko menjavo kot na industrijsko proizvodnjo, saj premiki k domačim izdelkom in ponudnikom blažijo vpliv na industrijsko proizvodnjo. Vpliv krčenja blagovne menjave na svetovno trgovinsko menjavo nekoliko blaži rast v menjavi storitev, ki po sprostitvi mednarodnih omejitev potovanj pridobiva zagon.

Graf 2

Svetovni (brez euroobmočja) uvoz blaga in nova izvozna naročila

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



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2021 za indeksa PMI in na september 2021 za svetovni uvoz blaga.

Napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah, imenovane tudi ozka grla v ponudbi, so večplasten pojav. Odražajo kombinacijo neravnovesij med povpraševanjem in ponudbo, zaradi katerih prihaja do pomanjkanja proizvodov za vmesno porabo, ki ga čutijo predvsem velika razvita gospodarstva in predelovalne dejavnosti (predvsem avtomobilска industrija).³ V decembrskih projekcijah se pričakuje, da bodo ozka grla v ponudbi prizadela več držav in sektorjev, kot je bilo

³ Glej okvir 1 z naslovom »Motnje v delovanju dobavnih verig in njihov vpliv za svetovno gospodarstvo« v tej številki Ekonomskega biltena.

predvideno septembra. Po anketnih podatkih so se ta ozka grla v zadnjih mesecih še dodatno okreplila. Predpostavlja se, da bodo začela od drugega četrletja 2022 dalje postopno popuščati in bodo do leta 2023 v celoti izginila.

Ti dejavniki zmanjšujejo zunanje povpraševanje euroobmočja, ki je bilo za leti 2021 in 2022 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljeno navzdol. Po pričakovanjih se bo zunanje povpraševanje nekoliko okreplilo v zadnjih letih obdobja projekcij zaradi postopnega izginjanja ozkih grl. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja bo po ocenah v letu 2021 dosegla 8,9%, nato pa naj bi se v letu 2022 upočasnila na 4,0%, v letu 2023 na 4,3% in v letu 2024 na 3,9%. Raven zunanjega povpraševanja bo po pričakovanjih sprva ostala pod ravnjo, ki je bila napovedana v septembrskih projekcijah, nato pa naj bi se do konca obdobja projekcij postopoma približevala ravni iz prejšnjih napovedi. Predvideno gibanje svetovnega uvoza (brez euroobmočja) je podobno gibanju zunanjega povpraševanja euroobmočja: po ocenah se bo svetovni uvoz leta 2021 povečal za 11,1%, leta 2022 za 3,9%, leta 2023 za 4,4% in leta 2024 za 4,0%.

Tveganja, ki spremljajo osnovne projekcije, so povezana predvsem s potekom pandemije. Osnovne projekcije za svetovno gospodarstvo dopolnjujeta dva alternativna scenarija pandemije – blagi in zaostreni scenarij. Glavni parametri v teh dveh scenarijih so potek pandemije, s tem povezani zajezitveni ukrepi in potek cepljenja. Zaostreni scenarij predpostavlja, da sta v nastajajočih tržnih gospodarstvih prva dva parametra bolj neugodna ter da cepljenje napreduje počasneje kot v razvitih gospodarstvih.⁴ Gibanja svetovne gospodarske aktivnosti in zunanjega povpraševanja po teh dveh alternativnih scenarijih so na splošno primerljiva s tistimi, ki so bili predstavljena v septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB. Pojav različice omikron bo verjetno povzročil večjo volatilnost svetovne gospodarske rasti, vendar je v tej fazi še težko natančno oceniti, kakšen bo njen vpliv.

Druga tveganja v obetih za svetovno gospodarsko rast (brez euroobmočja) so usmerjena navzdol. Zgodnejše in hitrejše zaostrovanje denarne politike v velikih razvitih gospodarstvih bi lahko posredno vplivalo na pogoje financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kar bi pomenilo tveganje za upad rasti. Na Kitajskem bi upočasnitev v nepremičinskem sektorju, ki bi bila večja od trenutno pričakovane, predstavljala navzdol usmerjeno tveganje v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost. Navzgor usmerjena tveganja za rast so povezana z možnostjo, da bo imel ameriški javnofinančni sveženj večji fiskalni multiplikator, kot se trenutno predpostavlja, ter da bodo presežni prihranki v razvitih gospodarstvih potrošeni hitreje, kot je pričakovano.

Svetovna cenovna gibanja

Visoke cene energentov še naprej zavirajo svetovno gospodarstvo. Cene energentov so se od septembrskih makroekonomskih projekcij zvišale. Rast cen nafte povzročata tako okrevanje povpraševanja kot tudi gibanja na strani ponudbe.

⁴ Podrobnejši opis je v okvirju 5 v [decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#), ki so bile na spletnem mestu ECB objavljene 16. decembra 2021.

Povpraševanje po nafti je po obdobju upadanja začelo ponovno naraščati, ko je več držav ponovno odprlo gospodarstvo ter državne meje za mednarodna potovanja, zaradi česar se je raven mobilnosti povečala. Povpraševanje po nafti je spodbujal tudi skokovit porast cen plina, ki so ga porabniki začeli nadomeščati z drugimi viri energije, vključno z nafto. K višjim cenam nafte so prispevali tudi dejavniki na strani ponudbe, saj OPEC+ ni dosegel svojih proizvodnih ciljev, orkan Ida pa je povzročil povečane motnje v ponudbi v ZDA. Konec novembra so se cene energetov nekoliko umirile, ker so se zaradi pojava različice omikron okrepili strahovi, da bi ponovna zaostritev pandemije lahko zavirala povpraševanje po nafti, kar je povzročilo močan upad cen nafte. Cene primarnih surovin razen energetov so se v obravnavanem obdobju znižale. To je posledica znižanja cen kovinskih surovin, ki ga je povzročil izrazit upad cen železove rude, deloma zaradi šibkejšega povpraševanja po jeklu na Kitajskem. Nasprotno so se cene prehrambnih surovin zvišale, ker ponudba kave in pšenice stežka dohaja povpraševanje.

Najnovejši podatki kažejo, da bodo inflacijski pritiski še vztrajali. Napetosti v svetovnih logističnih in proizvodnih mrežah – ter trenja na trgu dela v glavnih razvitih gospodarstvih – kažejo, da se cenovni pritiski iz proizvodnih verig nadaljujejo, kot kažejo naraščajoče svetovne cene pri proizvajalcih.⁵ Inflacija po indeksu CPI je v razvitih gospodarstvih ostala povišana in daleč nad dolgoročnim povprečjem zadnjih dveh desetletij. Inflacija se je zvišala tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vendar so gibanja bolj raznolika in v povprečju manj izrazita. Pozitivni bazni učinki, ki izhajajo iz nizkih ravni cen na vrhuncu pandemičnih zaprtij javnega življenja v letu 2020, so bili v razvitih gospodarstvih precejšnji, kot kaže razlika v stopnji inflacije, izračunane za 12 in 24 mesecev. Ta učinek je v nastajajočih tržnih gospodarstvih manj izrazit. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo rast svetovne inflacije po CPI predvidoma trajala dalj časa, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah, in se bo začela postopno umirjati šele tekom leta 2022. V državah OECD se je skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, oktobra povečala na 5,2%, potem ko je septembra znašala 4,6% (graf 3). Strmo povečanje je bilo posledica silovitega vzpona inflacije v skupini energetov na najvišjo raven v zadnjih štirih desetletjih (24,2%), pri čemer so določeno vlogo še vedno igrali tudi učinki baznega leta. Tudi osnovna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je v državah OECD oktobra povečala in dosegla 3,5%, potem ko je septembra znašala 3,2%.

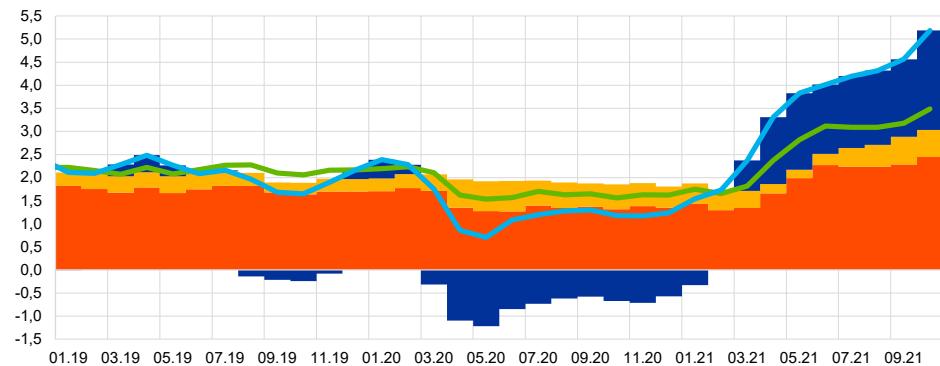
⁵ Glej okvir 2 z naslovom »[Trg dela v ZDA in Združenem kraljestvu med okrevanjem po pandemiji](#)« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 3

Inflacija cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

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



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na oktober 2021.

Inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali povišani do sredine leta 2022, zatem pa naj bi postopno popuščali, ko bodo izginjali vzroki zanje. Čeprav so dejavniki, ki podpirajo inflacijske pritiske, kot so ozka grla v ponudbi in pomanjkanje delovne sile, očitno manj prehodni, kot je bilo predvideno v septembrskih projekcijah strokovnjakov, se predpostavlja, da bodo sredi leta 2022 začeli izginjati. Pričakovano zvišanje skupne inflacije na svetovni ravni se bo v obdobju projekcij odražalo v višjih izvoznih cenah konkurentov euroobmočja. To zvišanje je mogoče v veliki meri pojasniti z naraščanjem svetovnih cen primarnih surovin, kar deloma odraža bazne učinke iz pandemičnega šoka spomladi 2020.

2

Finančna gibanja

V obravnavanem obdobju (od 9. septembra do 15. decembra 2021) so na finančne trge v euroobmočju vplivale predvsem spremembe inflacijskih obetov in obnovljena negotovost glede nadaljnjih gospodarskih posledic, povezanih s pandemijo koronavirusa (COVID-19). Tako so informacije o novi različici omikron v obravnavanem obdobju povzročile precejšnjo volatilnost, vendar se je močan začetni vpliv, zlasti na tvegano finančno premoženje, proti koncu tega obdobia deloma izničil. Krajši konec terminske krivulje referenčne eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) se je do konca oktobra izrazito dvigoval, nato pa se je ponovno pomaknil nekoliko navzdol, kar je na splošno nakazovalo, da so udeleženci na trgu svoja pričakovanja precej popravili, saj zdaj pričakujejo zgodnejši dvig obrestnih mer kot na začetku obravnavanega obdobia. Skladno s kratkoročnimi obrestnimi merami so žagastemu vzorcu gibanja sledile tudi netvegane dolgoročne obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki so se na splošno rahlo zvišale. Ob volatilnosti v obravnavanem obdobju so se razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v nekaterih jurisdikcijah malenkostno povečali, v drugih pa rahlo zmanjšali. Delniški trgi so do konca novembra po vsem svetu rasli, na kar je spodbudno vplivalo obdobje izredno visokih dobičkov, nato pa so ob izrazitem poslabšanju dojemanja tveganj doživeli najhujši upad v več kot letu. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju rahlo povečali, vendar so na splošno ostali približno nespremenjeni. Euro je oslabel v razmerju do večine pomembnejših valut.

Referenčna obrestna mera €STR je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala –57 bazičnih točk. Presežna likvidnost se je povečala za približno 26 milijard EUR na okrog 4.430 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev ter tudi zaradi poravnave devete operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) v znesku 97,57 milijarde EUR. Hkrati so rast presežne likvidnosti v obravnavanem obdobju precej omejevali predčasna odplačila sredstev v višini 79,24 milijarde EUR, izposojenih v okviru prejšnjih operacij iz tretje serije CUODR, in neto upad druge aktive za okrog 246 milijard EUR. K neto upadu druge aktive je v obravnavanem obdobju prispevalo predvsem povečanje obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih za okrog 201 milijarde EUR.

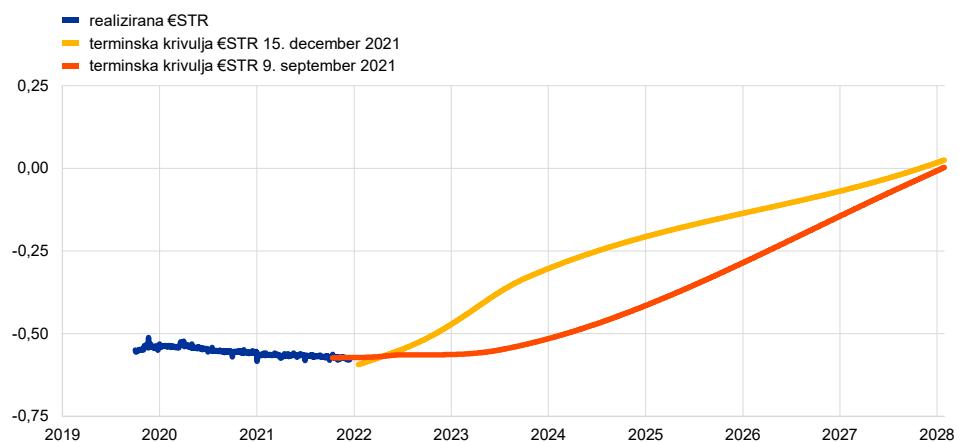
Terminska krivulja referenčne obrestne mere €STR se je od septembridske seje Sveta ECB na krajšem koncu premaknila izrazito navzgor, iz česar je mogoče sklepati, da so udeleženci na trgu precej popravili svoja pričakovanja o dvigu obrestnih mer (graf 4).⁶ Krajši konec terminske krivulje referenčne obrestne mere €STR se je v prvi polovici obravnavanega obdobia dvigoval ob zviševanju tržnih

⁶ Od zdaj naprej se ne bo več objavljala terminska krivulja obrestnih zamenjav na indeks transakcij čez noč na podlagi EONIA, ampak na podlagi €STR. Ta sprememba je bila uvedena zato, ker se je 3. januarja 2022 EONIA prenehala uporabljati, saj ni več skladna s predpisi o referenčni obrestni meri. Obe terminski krivulji obrestnih zamenjav na indeks transakcij čez noč sta avtomatično povezani, saj se EONIA od 2. oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke. Glej okvir z naslovom »Goodbye EONIA, welcome €STR!«, Economic Bulletin, številka 7, ECB, 2019.

kazalnikov nadomestila za inflacijo in ob večjih pričakovanjih o zaostrovanju denarne politike na svetovni ravni. V drugi polovici leta se je krivulja po izjavi o denarni politiki po oktobrski seji Svetega ECB in ob vse večji zaskrbljenosti, povezani s koronavirusom, premaknila navzdol. Na splošno se je datum dviga obrestnih mer, kot ga nakazujejo trgi – opredeljen kot trenutek, ko terminska krivulja obrestne mere €STR preseže trenutno raven €STR plus 10 bazičnih točk – premaknil naprej za približno eno leto, na konec decembra 2022. Vendar pa sta pričakovano gibanje obrestnih mer in čas dviga obrestnih mer zelo negotova, kar se je odrazilo v povečani volatilnosti denarnih trgov.

Graf 4 Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

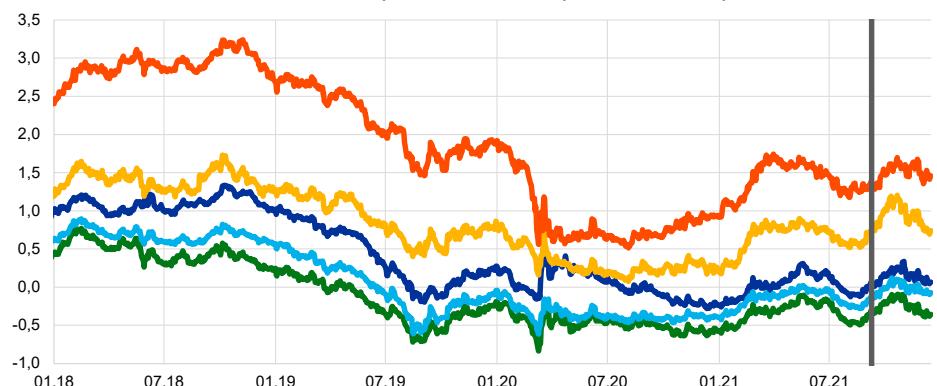
Dolgoročna povprečna donosnost državnih obveznic v euroobmočju je še naprej tesno sledila gibanju netveganih obrestnih mer in je bila ob koncu obravnavanega obdobja rahlo večja, pri čemer je bila znotraj tega obdobja nekoliko volatilna (graf 5). Ob izboljševanju srednjoročnih gospodarskih obetov na svetovni ravni se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju med začetkom septembra in koncem oktobra povečala. Vendar pa se je pozneje, po izjavi centralnih bank o denarni politiki, in zaradi zaznanih tveganj poslabšanja gospodarskih obetov ob zaskrbljenosti glede posledic novih omejitev, povezanih s koronavirusom, ki so jo poganjale zlasti novice o različici omikron, zmanjšala. Na splošno sta se donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, in netvegana obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR povečali za skoraj 10 bazičnih točk na 0,06% oziroma -0,07%. V ZDA so bila gibanja dokaj podobna, pri čemer se je donosnost 10-letnih državnih obveznic najprej povečevala, nato pa se je ta trend deloma preobrnil, tako da se je do konca obravnavanega obdobja povečala za 16 bazičnih točk na 1,46%.

Graf 5

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

(v odstotkih na leto)

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



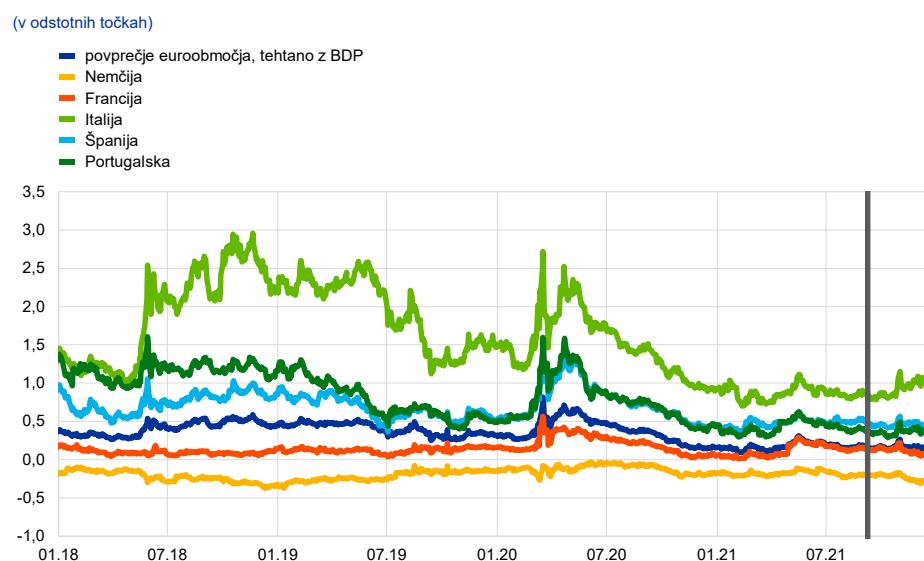
Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. september 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 15. december 2021.

Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se v nekaterih jurisdikcijah povečali, v drugih pa ob povečani negotovosti rahlo zmanjšali (graf 6). Na trgih državnih obveznic so se razmiki v zadnjem tednu oktobra precej, vendar začasno povečali (npr. za 32 bazičnih točk v Italiji, 18 bazičnih točk na Portugalskem in 14 bazičnih točk v Španiji). Od novembra so se razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic v Nemčiji in Franciji na splošno nekoliko zmanjšali (za okrog 10 bazičnih točk), k čemur je prispevalo veliko povpraševanje po varnih obveznicah ob šibki likvidnosti trgov državnih obveznic, pri čemer so se razmiki do neke mere gibali skladno z dinamiko, značilno za konec leta. Na splošno so bili v obravnavanem obdobju razmiki še vedno razmeroma stabilni na Portugalskem in v Španiji, v Italiji pa so se povečali za okrog 15 bazičnih točk.

Graf 6

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



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. september 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 15. december 2021.

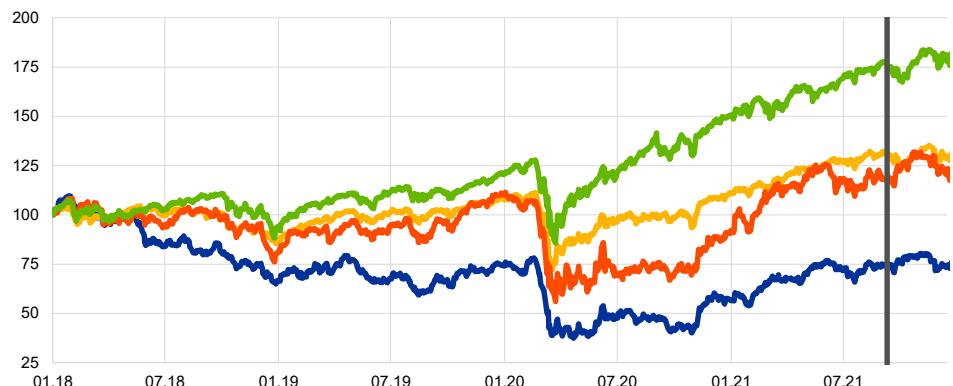
Svetovni delniški trgi, na katere je spodbudno vplivalo obdobje izredno visokih podjetniških dobičkov, so v prvem delu obravnavanega obdobja še naprej dosegali donose, nato pa so kot odziv na novice o nedavno odkriti različici omikron izrazito upadli (graf 7). V večini obravnavanega obdobja so pričakovanja o močni rasti dobička podpirala na splošno pozitivno gibanje tečajev delnic v euroobmočju, ki so se do 25. novembra skupno zvišali za 2%. Od konca novembra se je zaradi negotovosti glede hitrega širjenja različice omikron in njenega vpliva na svetovno gospodarstvo neprekinjena močna rast tečajev delnic ustavila na obeh straneh Atlantika, tečaji pa so se predvsem zaradi zvišanja premije za tveganje lastniškega kapitala izrazito znižali. Vpliv nove, potencialno bolj nalezljive različice koronavirusa na trg je bil v euroobmočju večji kot v ZDA. Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se znižali za 1,1%, tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA pa so se zvišali za 3,0%. Tečaji bančnih delnic v ZDA so se zvišali za 3%, v euroobmočju pa le za 0,2%.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2018 = 100)

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



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. september 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 15. december 2021.

Skladno z gibanjem tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju ob novicah o različici omikron rahlo zvišali, nato pa so bili nekoliko volatilni (graf 8). V celotnem obravnavanem obdobju je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) ostal približno nespremenjen. Z dolgoročnejšega vidika je nadaljevanje trenda zmanjševanja razmikov v zadnjih mesecih mogoče večinoma pripisati čezmernim premijam za tveganje obveznic, tj. komponenti razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, ki je ni mogoče pojasniti z ekonomskimi in kreditnimi dejavniki oziroma z negotovostjo.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

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



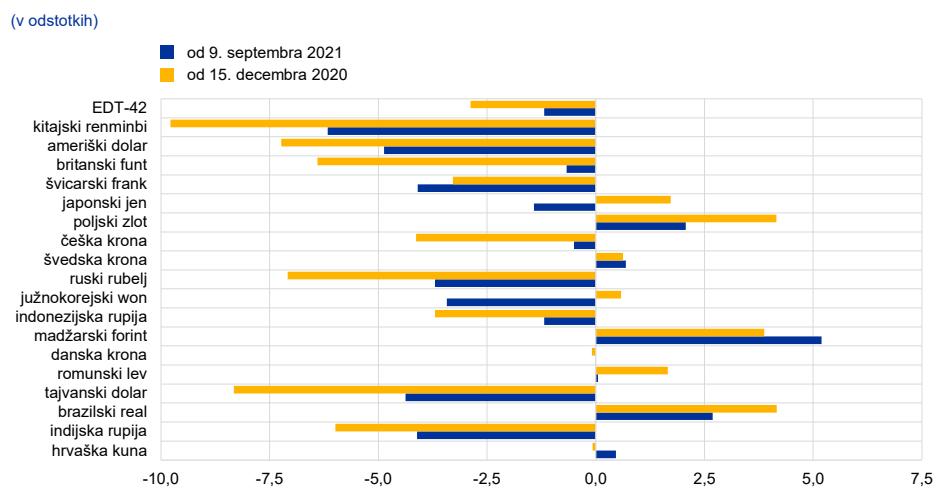
Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Razmiki so razlika med obrestnimi merami in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (9. september 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 15. december 2021.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, depreciral (graf 9), kar je bilo posledica splošne oslabitve, zlasti v razmerju do ameriškega dolarja, pa tudi do večine drugih pomembnejših valut. Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 1,2%. Euro je v razmerju do ameriškega dolarja močno depreciral (za 4,9%) zaradi povečanja razlike v kratkoročnih pričakovanjih glede obrestnih mer med euroobmočjem in ZDA, k čemur so prispevali hitrejše povečanje gospodarske aktivnosti in višja inflacija v ZDA ter smer ameriške denarne politike. Euro je oslabel tudi v razmerju do drugih pomembnejših valut, vključno s kitajskim renminbijem (za 6,2%), švicarskim frankom (za 4,1%), japonskim jenom (za 1,4%) in britanskim funtom (za 0,7%). V istem obdobju se je euro okrepil v razmerju do valut več držav članic EU zunaj euroobmočja, vključno z madžarskim forintom (za 5,2%) in poljskim zlotom (za 2,1%).

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 15. decembra 2021.

3

Gospodarska aktivnost

Okrevanje v euroobmočju se je v tretjem četrtletju 2021 nadaljevalo, pri čemer se je gospodarska aktivnost dodatno okreplila in se približala ravni pred pandemijo. Na rast v tretjem četrtletju je najbolj vplivala zasebna potrošnja, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave še naprej skromen. K rasti je pomembno prispevalo tudi dodatno precejšnje povečanje aktivnosti v storitvenih dejavnostih, zlasti v gostinstvu in prostočasnih dejavnostih, na katere je spodbudno vplivalo postopno sproščanje omejitve med poletjem. Medtem sta industrija in gradbeništvo ob vse večjem pomanjkanju na strani ponudbe v poletnih mesecih prispevala k zmanjšanju skupne gospodarske rasti.

Ocenjuje se, da so motnje v dobavnih verigah, zvišanje cen emergentov in nadaljnje omejitve opravljanja dejavnosti, povezane s ponovno okreplitvijo pandemije v nekaterih državah euroobmočja, zavirali gospodarsko aktivnost v zadnjem četrtletju leta. Povečanje števila okužb s koronavirusom (COVID-19) od konca novembra, ponovna uvedba zaježitvenih ukrepov v več državah euroobmočja in vse večja zaskrbljenost zaradi različice omikron so verjetno dodatno negativno vplivali na zaupanje in gospodarsko aktivnost v bližnji prihodnosti.

Kljub motnjam in negotovosti v bližnji prihodnosti podlaga za nadaljnje okrevanje v euroobmočju ostaja nespremenjena. Srednjeročni obeti še naprej nakazujejo nadaljnjo krepitev domačega povpraševanja ob izboljševanju razmer na trgu dela, krepitvi svetovne rasti ter nadaljnji podpori denarne in javnofinančne politike pri prehodu na samospodbujajočo rast. Tako oceno na splošno kaže tudi osnovni scenarij v decembrskih makroekonomskih projekcijah Eurosistema za euroobmočje, po katerem bo medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 5,1%, v letu 2022 4,2%, v letu 2023 2,9% in v letu 2024 1,6%, gospodarska aktivnost pa se bo na četrtletne ravni pred pandemijo vrnila do prvega četrtletja 2022. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede gospodarske aktivnosti za leto 2022 predvsem zaradi zadnje okrepite ozkih gril v svetovnih dobavnih verigah in strožjih pandemičnih omejitvah v nekaterih državah euroobmočja popravljeni navzdol. Vendar pa naj bi bila v srednjeročnem obdobju zaradi popuščanja teh zaviralnih dejavnikov rast v letu 2023 precej popravljena navzgor, nato pa naj bi bila vse bolj samozadostna.

Gledano v celoti so tveganja, ki spremljajo obete glede rasti BDP v euroobmočju, ocenjena kot približno uravnotežena. Po eni strani bi bila lahko rast slabša od pričakovane, če bo zaradi nedavnega poslabšanja pandemičnih razmer in širjenja novih različic koronavirusa zaviralni vpliv na rast dolgotrajnejši. Po drugi strani je mogoče pričakovati hitrejše okrevanje, če se bo zaradi pandemije povečano stanje prihrankov gospodinjstev zmanjšalo hitreje in če se bodo sedanja ozka grla na strani ponudbe sprostila hitreje, kot je pričakovano.

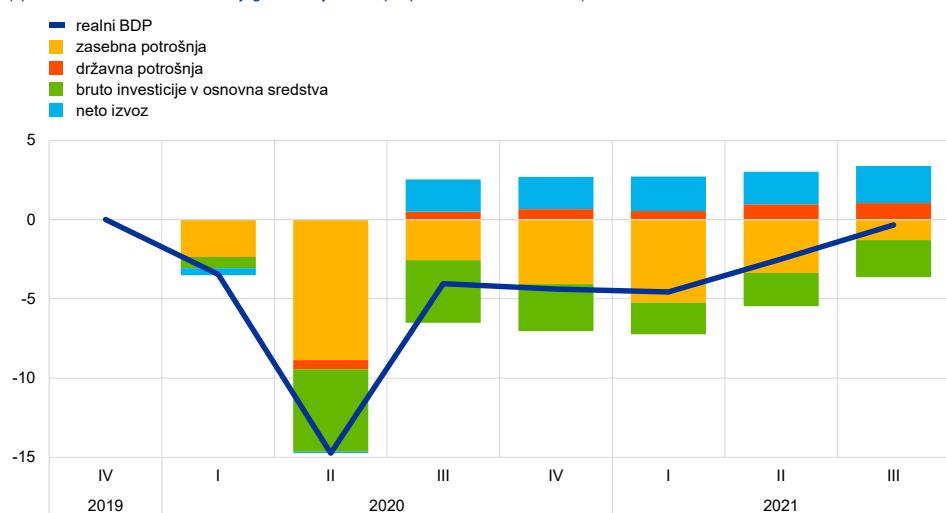
Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je v tretjem četrtletju 2021 povečala še za 2,2%, kar potrjuje, da je bilo kljub vse močnejšim motnjam v dobavnih verigah okrevanje sredi leta močno. Po tehnični recesiji na začetku leta 2021 je bila ob postopnem sproščanju ukrepov za zaježitev pandemije rast realnega BDP v drugem in tretjem četrtletju močna, pri čemer se je v obeh četrtletjih medčetretletno

zvišala za 2,2%. Rezultati so približno skladni z dinamiko, predvideno v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, pri čemer je bila medčetrletna aktivnost le za 0,3% manjša kot pred pandemijo ob koncu leta 2019 (graf 10). K rasti v tretjem četrtletju je še naprej prispeval predvsem močan porast zasebne potrošnje, pozitivni prispevek neto trgovinske menjave pa je bil še naprej majhen. Po dobrih rezultatih v drugem četrtletju so se naložbe v tretjem četrtletju zmanjšale, zlasti v segmentu strojev in opreme. Skupno gospodarsko rast je rahlo zmanjšala tudi rast zalog.

Graf 10

Realni BDP euroobmočja in komponente

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Ozka grla v dobavnih verigah so tudi v zadnjem četrtletju leta zavirala gospodarsko aktivnost v predelovalnih dejavnostih (graf 11). Pomanjkanje reprodukcijskega materiala, opreme in prostora je po drugem četrtletju doseglo rekordne ravni, pri čemer je ob nadaljnjih motnjah v transportu prihajalo do splošno razširjenih ozkih grl pri dobavi polprevodnikov, kovin in plastike. Pomanjkanje je bilo zlasti veliko v industriji, saj je povzročilo, da je bila medčetrletna rast v industriji brez gradbeništva le 0,1-odstotna, precej pa je prispevalo tudi k 0,6-odstotnemu upadu v gradbeništvu v tretjem četrtletju.⁷ V nasprotju s tem je bila rast storitvenih dejavnosti, v katerih je veliko medsebojnih stikov in odnosov s potrošniki, močna, pri čemer sta jo spodbujala nadaljnje sproščanje zajezitvenih ukrepov in veliko zaupanje potrošnikov.⁸

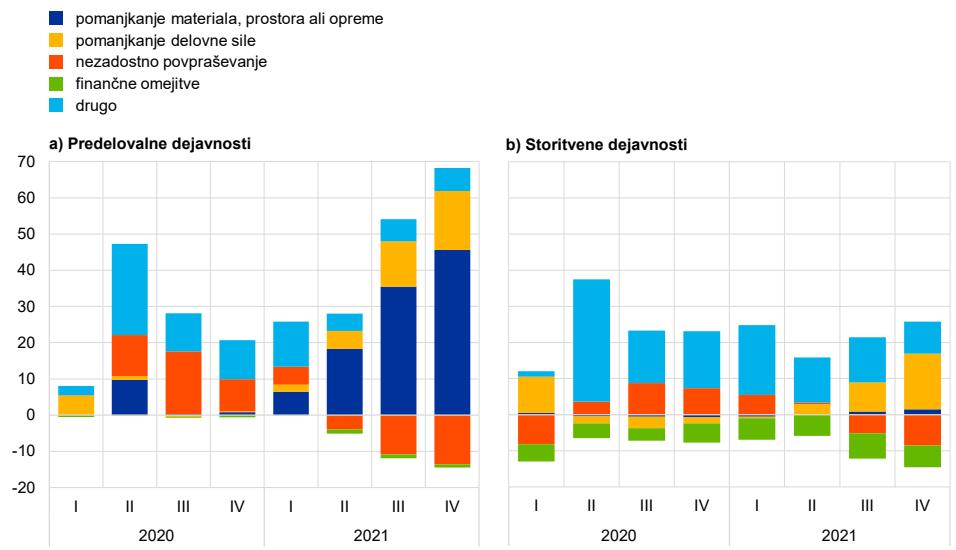
⁷ Glej okvir z naslovom »Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

⁸ Gospodarska aktivnost v sektorju trgovine, prometa in gostinstva se je v tretjem četrtletju medčetrletno povečala za skoraj 7%, v kulturnih in rekreativnih dejavnosti pa za 12%. Aktivnost je bila sicer v obeh sektorjih še vedno precej manjša kot pred pandemijo.

Graf 11

Dejavniki, ki omejujejo gospodarsko aktivnost v euroobmočju

(v odstotkih anketirancev; razlika glede na dolgoročno povprečje)



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Dolgoročno povprečje je izračunano za obdobje med letoma 2003 in 2019. Četrtnote ankete so bile opravljene v prvem mesecu vsakega četrtletja. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2021 (oktober).

Rast BDP v euroobmočju naj bi se po ocenah v zadnjem četrtletju ob veliki kratkoročni negotovosti precej upočasnila. Medtem ko je bila po močnem odboju poleti normalizacija stopenj rasti pričakovana, na sedanjo upočasnitev verjetno še dodatno vplivajo krepitev motenj v dobavnih verigah, izrazito zvišanje cen energentov, ponovno povečanje števila okužb s COVID-19 in nadaljnja zaskrbljjenost, povezana z različico omikron. Povprečje sestavljenega indeksa vodij nabave (PMI) za oktober in november (54,8) je bilo nižje od povprečja v tretjem četrtletju (58,4), čeprav je indeks še vedno nakazoval rast. Indeks se je na splošno znižal v vseh sektorjih, vendar v predelovalnih dejavnostih rahlo bolj kot v storitvenih. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je novembra rahlo znižal, vendar je bilo povprečje za prva dva meseca zadnjega četrtletja še vedno skladno s povprečjem iz tretjega četrtletja. Pomembno pri tem pa je, da so bile najnovejše ankete za PMI in kazalnik gospodarske klime večinoma opravljene pred zadnjim močnim povečanjem števila okužb s COVID-19 in poznejšo ponovno uvedbo omejitev opravljanja dejavnosti v nekaterih državah euroobmočja ter preden so v Evropi odkrili prve primere okužb z različico omikron. Zaupanje potrošnikov se je z visoke ravni zmanjšalo že v prvih dveh mesecih zadnjega četrtletja po ponovni okrepitevi pandemije in po močnem zvišanju cen energentov, ki je negativno vplivalo na kupno moč gospodinjstev. Iz četrtnote ankete o poslovnih tendencah, ki jo je Evropska komisija opravila za zadnje četrtletje, je razvidno, da se pomanjkanje materiala in vse bolj tudi delovne sile od tretjega četrtletja povečuje (graf 11). Pomanjkanje bo prek trgovinske menjave in naložb v bližnji prihodnosti verjetno bolj zaviralo gospodarsko aktivnost, kot je bilo najprej predvideno. Čeprav je negotovost v bližnji prihodnosti glede obsega in trajanja teh težav še vedno velika, naj bi bil zaradi novega napredka pri cepljenju, učenja iz prejšnjih valov pandemije,

nadaljnega dobrega povpraševanja in ugodnih posojilnih pogojev za podjetja⁹ ter neposredne podpore gospodinjstvom ob zadnjem porastu cen energentov vpliv novejših neugodnih gibanj na gospodarsko aktivnost po pričakovanih omejen.

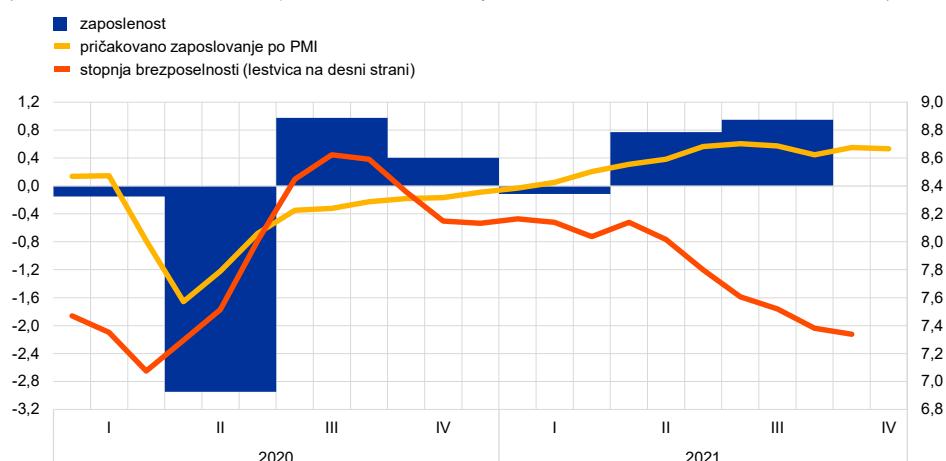
Razmere na trgu dela v euroobmočju so se izboljšale tudi v tretjem četrtletju

2021. Povpraševanje po delavcih se je v tretjem četrtletju še povečalo, kar se je odrazilo v višjih stopnjah prostih delovnih mest. Zaposlenost se je v tretjem četrtletju 2021 medčetrtletno povečala za 0,9% (graf 12). Čeprav je bilo to drugo največje medčetrtletno povečanje po letu 1999, je bila stopnja zaposlenosti še vedno za 0,2% nižja kot pred pandemijo. Stopnja brezposelnosti se je v novembру nadalje znižala na 7,3%, čeprav so k temu še vedno deloma prispevali delavci, vključeni v programe za ohranitev delovnih mest. Delež teh delavcev je ob koncu tretjega četrtletja 2021 po ocenah znašal 2,0% delovne sile, v oktobru pa se je zmanjšal na 1,8%. To je precejšnje zmanjšanje glede na povprečni 6,3-odstotni delež v prvih petih mesecih letošnjega leta, kar je mogoče pripisati sproščanju omejitev, povezanih s pandemijo. Poleg tega se je delovna sila še naprej povečevala, pri čemer je v tretjem četrtletju 2021 postopoma dosegla raven, ki je le za 0,5% nižja kot pred pandemijo.

Graf 12

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

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



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti in stopnja brezposelnosti sta prikazana mesečno; zaposlenost je prikazana četrtletno. PMI je izrazen kot odstopanje po 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2021 pri zaposlenosti, na november 2021 pri PMI in na oktober 2021 pri stopnji brezposelnosti.

Kratkoročni kazalniki nakazujejo, da se bodo razmere na trgu dela še naprej

izboljšavale. Mesečni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti, ki vključuje industrijo in storitvene dejavnosti, se je v novembру rahlo znižal na 55,3 (v primerjavi s 55,5 v oktobru), vendar je še vedno precej višji od mejne vrednosti 50, ki označuje rast zaposlenosti. Indeks PMI o zaposlenosti je od takrat, ko je aprila 2020 dosegel rekordno nizko vrednost, v celoti okreval in je še vedno blizu ravni iz julija 2021, ki je bila najvišja po marcu 2000.

⁹ Glej tudi okvir z naslovom »Pogoji financiranja z vidika podjetij v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

Zasebna potrošnja se je krepila tudi v tretjem četrtletju, poganjala pa jo je potrošnja storitev. Zasebna potrošnja se je v tretjem četrtletju 2021 medčetrtletno povečala za 4,1%, obseg trgovine na drobno pa se je v istem obdobju povečal le za 0,8%. Glede na močno agregatno potrošnjo in umirjeno potrošnjo blaga je mogoče sklepati, da se je zasebna potrošnja povečala predvsem zaradi storitvenih dejavnosti, v katerih je veliko medsebojnih stikov, kar je skladno z močnim okrevanjem turističnih dejavnosti v poletnih mesecih. Nasprotno se je bolj umirjena dinamika potrošnje blaga nadaljevala tudi na začetku zadnjega četrtletja, kot je razvidno iz oktobrskih podatkov o trgovini na drobno (medmesečno povečanje za 0,2%) in registracijah novih avtomobilov (medmesečno zmanjšanje za 3,1%).

Nova tveganja, povezana s pandemijo, ponovno povzročajo zaskrbljenočnost pri gospodinjstvih. Kazalnik zaupanja potrošnikov se je novembra znižal na -6,8, kar je najnižja raven po aprilu 2021. Znižanje je, kot kaže, posledica vse večje zaskrbljenočnosti glede poteka pandemije v zadnjem času. Od poletja postajajo anketiranci v mesečni anketi Evropske komisije o mnenju potrošnikov vse bolj zaskrbljeni glede svojega prihodnjega finančnega položaja (graf 13). Ker so se novice v zvezi s pandemijo novembra in decembra še poslabšale, je možno, da mesečni podatki o zaupanju potrošnikov podcenjujejo trenutne razmere. Pričakuje se, da bo neugoden potek pandemije v zimskih mesecih zaviralno vplival na potrošnjo storitev, v katerih je veliko medsebojnih stikov, v naslednjih nekaj četrtletjih.

Graf 13

Negotovost med gospodinjstvi v euroobmočju glede njihovega prihodnjega finančnega položaja



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Od spomladi leta 2019 je v mesečno anketi Evropske komisije o mnenju potrošnikov vključeno dodatno vprašanje, s katerim se anketiranec neposredno sprašuje o tem, kako zlahka lahko gospodinjstva napovejo svoj prihodnji finančni položaj. Zadnji podatki se nanašajo na november 2021.

Podjetniške (negradbene) naložbe so se v tretjem četrtletju 2021 kljub močnemu povpraševanju po proizvodih za investicije zmanjšale. Negradbene naložbe v euroobmočju (brez Irske)¹⁰ so se v tretjem četrtletju 2021 medčetrtletno zmanjšale za 0,6%, s čimer se je izničila rast iz prejšnjega četrtletja, in so bile še naprej rahlo manjše od predpandemiskske ravni, dosežene v zadnjem četrtletju 2019.

¹⁰ Irska je izključena zaradi velike volatilnosti irskih podatkov o naložbah, ki bi sicer prikrali temeljna gibanja v euroobmočju.

Med največjimi državami v euroobmočju so se negradbene naložbe povečale v Italiji in Španiji, medtem ko so se v Nemčiji in na Nizozemskem zmanjšale, v Franciji pa ostale približno nespremenjene. Kar zadeva komponente negradbenih naložb, so se naložbe v transportno opremo v euroobmočju močno zmanjšale že tretje četrletje zapored, kar je bilo večinoma povezano s pomanjkanjem reproduksijskega materiala zaradi vztrajnih ozkih grl v dobavnih verigah.¹¹ Nasprotno so se naložbe v netransportno opremo in proizvode intelektualne lastnine še naprej povečevale. Poleg pomanjkanja opreme in delovne sile, o katerem poročajo podjetja in naj bi bilo ključen dejavnik omejevanja proizvodnje v euroobmočju, je iz kratkoročnih kazalnikov za zadnje četrletje 2021 razvidno nadaljnje močno povpraševanje po proizvodih za investicije. Nova naročila proizvodov za investicije se še naprej povečujejo, pri čemer indeks PMI za oktober jasno nakazuje rast. S pozitivnim pričakovanjem glede naložbene aktivnosti podjetij so skladni tudi podatki iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju,¹² saj banke pričakujejo, da se bo povpraševanje po dolgoročnih posojilih (ki se ponavadi uporablja za financiranje naložb) v zadnjem četrletju 2021 povečalo.¹³

Stanovanske naložbe so se v tretjem četrletju 2021 zmanjšale ter bodo zaradi nadaljnjih ozkih grl v dobavnih verigah in negotovosti, povezane s pandemijo, verjetno še naprej umirjene. Stanovanske naložbe so se od drugega do tretjega četrletja zmanjšale za 1,2%. Kazalnik Evropske komisije o novejših gibanjih gradbene aktivnosti se je v prvih dveh mesecih zadnjega četrletja v povprečju precej znižal, čeprav je bil še vedno precej višji od dolgoročnega povprečja. Indeks vodilj nabave (PMI) o aktivnosti na stanovanskem trgu se je nekoliko zvišal in se pomaknil še globlje v območje pozitivne rasti. Po anketnih podatkih Evropske komisije je povpraševanje gospodinjstev močno, pri čemer so kratkoročne namere potrošnikov glede nakupa ali gradnje stanovanj dosegle najvišjo raven od začetka leta 2002, namere glede obnove stanovanj pa so v zadnjem četrletju 2021 dosegle najvišjo raven do zdaj. Ugodno povpraševanje se kaže tudi v podatkih za podjetja, po katerih se je zaupanje zaradi nadaljnjega zvišanja ocen podjetij glede ravni naročil izboljšalo. Vendar so se znova povečale tudi težave s ponudbo, saj so podjetja poročala o nadaljnjem povečanju pomanjkanja reproduksijskega materiala in delovne sile, ki je bilo rekordno že v tretjem četrletju. Ozka grla na strani ponudbe se kažejo tudi v najnovejših anketah PMI, po katerih so dobavni roki dobaviteljev zelo dolgi, in so verjetno prispevala k nekoliko manj optimistični oceni gradbenih podjetij glede poslovne aktivnosti v naslednjih dvanajstih mesecih.

Čeprav je neto trgovinska menjava v tretjem četrletju pozitivno prispevala k rasti BDP, so izvoz blaga zavirale vztrajne motnje v dobavnih verigah. V tretjem četrletju 2021 se je izvoz euroobmočja medčetrletno povečal za 1,2%, uvoz pa za 0,7%, zaradi česar je prispevek neto trgovinske menjave k rasti BDP znašal 0,3 odstotne točke. Menjava blaga in storitev sta dosegali različne rezultate. Izvoz in

¹¹ Ocena ključnih dejavnikov, ki povzročajo motnje v dobavnih verigah, in njihovega vpliva na industrijsko proizvodnjo v euroobmočju je predstavljena v okvirju z naslovom »Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

¹² Glej »The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021«.

¹³ Analiza pogojev financiranja v euroobmočju, kot jih vidijo podjetja, na podlagi ankete o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) je predstavljena v okvirju z naslovom »Pogoji financiranja z vidika podjetij v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

uvoz blaga sta se ob umiritvi svetovnega povpraševanja in vztrajnih motnjah v dobavnih verigah zmanjšala (medčetrtletno za 1,0% oziroma 0,9%). Nasprotno sta se izvoz in uvoz storitev močno povečala (medčetrtletno za 7,3% oziroma 5,9%), pri čemer so k povečanju izvoza prispevale dvomestne stopnje rasti v državah, ki so poletne turistične destinacije. Glede gibanj v prihodnosti kazalniki izvoza blaga, ki temeljijo na naročilih, nakazujejo, da se bo povpraševanje umirilo. Poleg tega je zaradi ponovnega zaostrovanja pandemije ogroženo okrevanje izvoza storitev, in sicer zlasti storitev, povezanih s potovanji. Iz podatkov o številu prepeljanih potnikov in letalskih letov je razvidno, da se okrevanje od septembra 2021 upočasnuje, medtem ko je na podlagi v prihodnost usmerjenih kazalnikov, ki temeljijo na naročilih in pričakovanjih, mogoče sklepati, da se bo zagon v prihodnjih mesecih upočasnil.

Kljub negotovosti v bližnjih prihodnosti naj bi v letu 2022 gospodarska aktivnost v euroobmočju presegla predkrizno raven. Srednjeročni obeti nakazujejo nadaljnjo krepitev domačega povpraševanja ob izboljševanju razmer na trgu dela in krepitvi svetovne rasti, ko se bodo motnje v bližnji prihodnosti umirile, ter ob nadaljnji podpori denarne in javnofinančne politike pri prehodu na samospodbujajočo rast. Poleg tega k podpiranju okrevanja prispeva tudi napredek pri izvajanju programa »EU naslednje generacije«. To se kaže v decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 5,1%, v letu 2022 4,2%, v letu 2023 2,9% in v letu 2024 1,6% (graf 14). V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija rasti za leto 2022 popravljena navzdol, za leto 2023 pa navzgor. Popravek dinamike rasti v bližnji prihodnosti navzdol je posledica zadnje okrepite ozkih gril v svetovnih dobavnih verigah in strožjih s pandemijo povezanih omejitev zaradi ponovnega porasta števila okužb s COVID-19 v nekaterih državah euroobmočja, ki naj bi se po trenutnih pričakovanjih nadaljevale tudi v letu 2022. Zato se zdaj pričakuje, da se bo četrletna gospodarska aktivnost v euroobmočju na ravni pred pandemijo vrnila do prvega četrletja 2022, kar je četrletje pozneje, kot je bilo predvideno v septembrskih projekcijah. Vseeno naj bi se rast proti koncu leta 2022 ob postopnem popuščanju zaviralnih dejavnikov močno povečala. Zaradi tega naj bi se po zdajšnjih pričakovanjih BDP v euroobmočju zvišal nad raven, predvideno v septembrskih projekcijah, do konca leta 2022, kar bo povzročilo precejšnje učinke prenosa v leto 2023 in popravek medletne rasti v tem letu navzgor.¹⁴

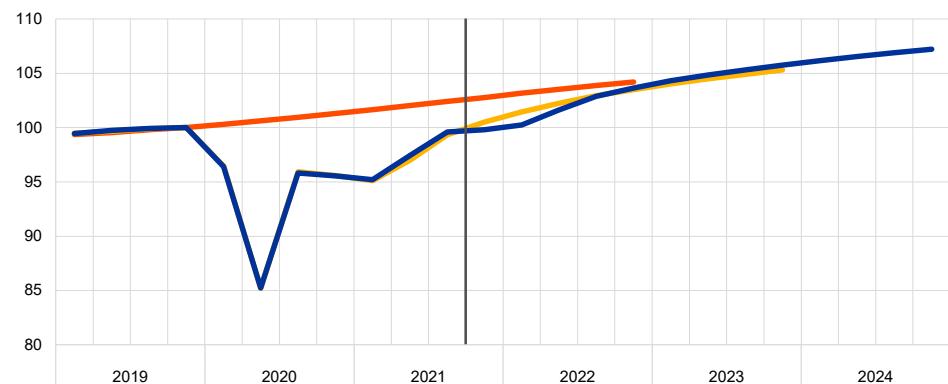
¹⁴ Glej članek z naslovom »[Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, objavljen 16. decembra 2021 na spletnem mestu ECB.

Graf 14

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

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

- projekcije strokovnjakov Eurosistema, december 2021
- projekcije strokovnjakov ECB, september 2021
- projekcije strokovnjakov Eurosistema, december 2019



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljen 16. decembra 2021 na spletnem mestu ECB.

Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij decembra 2021 in je skladna z zadnjimi podatki o realnem BDP euroobmočja, ki se nanašajo na tretje četrletje 2021.

Medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, je po Eurostatovi prvi oceni novembra 2021 porasla na rekordno visoko raven (4,9%). Porast inflacije je predvsem odraz strmega zvišanja cen emergentov. Novembra je inflacija v skupini emergentov tako predstavljala več kot polovico skupne inflacije. Obenem je v nekaterih sektorjih povpraševanje še naprej prehitevalo omejeno ponudbo.

Posledice so še posebno opazne pri cenah trajnih proizvodov in cenah potrošniških storitev v sektorjih, ki so se nedavno zopet odprli. Bazni učinki, povezani z iztekom znižanja DDV v Nemčiji, še vedno prispevajo k višji inflaciji, vendar samo do konca leta 2021. Inflacija bo v bližnji prihodnosti predvidoma ostala povišana, nato pa se bo po pričakovanjih tekom leta 2022 zniževala. Sčasoma bo gospodarstvo zopet delovalo s polno zmogljivostjo, razmere na trgu dela pa se bodo nadalje izboljšale, kar naj bi spodbudilo hitrejšo rast plač, k čemur bo prispevalo tudi zviševanje inflacijskih pričakovanj proti cilju ECB. Omenjeni dejavniki naj bi prispevali k temu, da se osnovna inflacija zviša in da skupna inflacija v srednjeročnem obdobju doseže ciljno raven. Takšna gibanja kažejo tudi decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija znašala 2,6% v letu 2021, 3,2% v letu 2022, 1,8% v letu 2023 in 1,8% v letu 2024, kar pomeni, da je v primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB popravljena navzgor. Inflacija brez hrane in emergentov bo v povprečju znašala 1,4% v letu 2021, 1,9% v letu 2022, 1,7% v letu 2023 in 1,8% v letu 2024, kar ravno tako pomeni popravek navzgor glede na septembrske projekcije.

Inflacija je novembra 2021 dosegla rekordno visoko raven (graf 15).

Po Eurostatovi prvi oceni za november se je inflacija spet strmo zvišala in porasla s 3,4% septembra na 4,1% oktobra in 4,9% novembra. To je najvišja raven inflacije od začetka ekonomske in monetarne unije leta 1999. K zvišanju je prispeval nadaljnji porast inflacije v skupini emergentov, ki je predstavljala dobro polovico skupne inflacije v novembri in je dosegla rekordno visoko raven (27,4%), potem ko je septembra znašala 17,6%. Znatno se je zvišala tudi inflacija brez hrane in emergentov, in sicer z 1,9% septembra na 2,0% oktobra in 2,6% novembra, kar je najvišja raven od leta 1999. Skokovit porast odraža strmo zvišanje inflacije v skupini storitev (ki se je zvišala z 1,7% septembra na 2,7% novembra) in inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen emergentov (ki je porasla z 2,1% septembra na 2,4% novembra).¹⁵ Na stopnjo inflacije v euroobmočju so še naprej vplivale tudi spremembe stopnje DDV v Nemčiji v letu 2020 – z vplivom na inflacijo do konca leta 2021 – in spremembe uteži v indeksu HICP.¹⁶ Če se ne bi upošteval vpliv na okrepitev medletne stopnje rasti, ki izhaja iz odprave začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji januarja 2021, bi bila skupna inflacija v obdobju od julija nižja za 0,35 odstotne točke. Obenem je imela sprememba uteži v indeksu HICP v oktobru zaviralen učinek, v novembri pa ni imela vpliva. Brez upoštevanja znižanja stopnje

¹⁵ Brez upoštevanja sprememb uteži v indeksu HICP je bilo zvišanje inflacije v skupini storitev nekoliko zmernejše (z 2,2% septembra na 2,5% novembra).

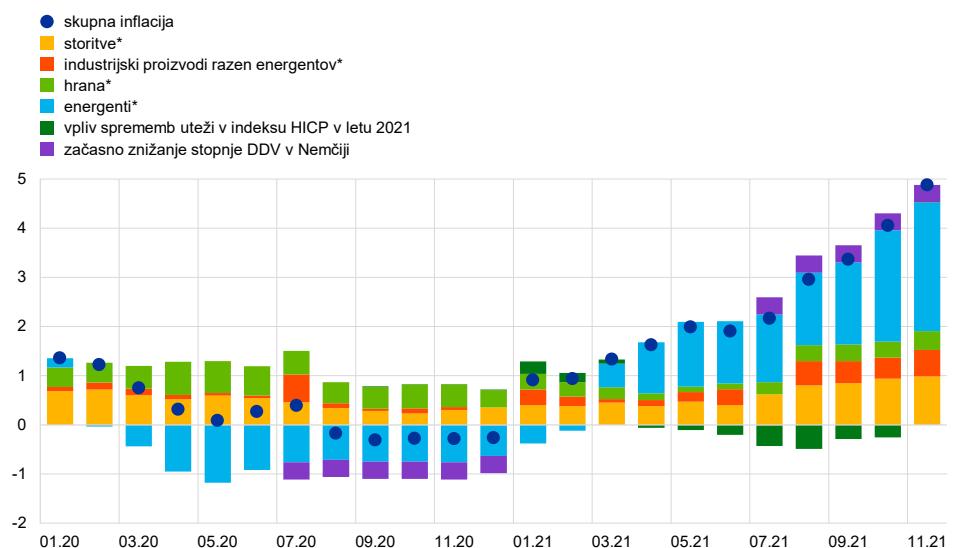
¹⁶ Podrobnejši opis vloge, ki so jo imele spremembe uteži v indeksu HICP pri merjenje inflacije v letu 2021, je v okvirju z naslovom »[Uteži v indeksu HICP za leto 2021 in njihov vpliv na merjenje inflacije](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2021.

DDV in sprememb uteži v indeksu HICP bi bila raven inflacije in zvišanje med oktobrom in novembrom nekoliko manjša.

Graf 15

Skupna inflacija in komponente

(medletne spremembe v odsotkih; prispevki v odsotnih točkah)



Viri: Eurostat, izračuni strokovnjakov ECB in kratkoročne projekcije inflacije.

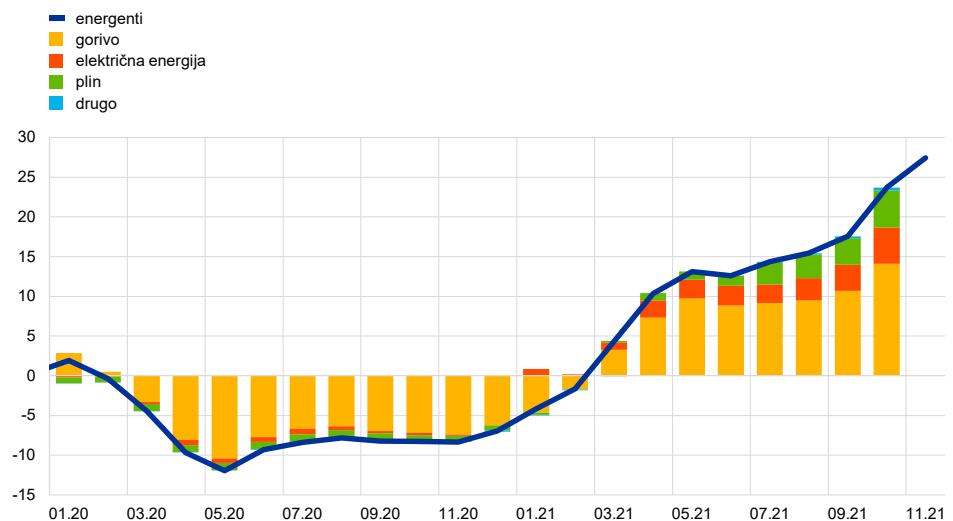
Opombe: Pri komponentah, označenih z »*«, se ne upošteva vpliv sprememb uteži v indeksu HICP v letu 2021 in vpliv začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji v letu 2020. Vpliv sprememb uteži v indeksu HICP ocenjuje ECB, pri čemer se vpliv v novembru lahko spremeni ob Eurostatovi objavi vseh podatkov za ta mesec. Zadnji podatki se nanašajo na november 2021 (prva ocena).

Skokovit porast inflacije v skupini emergentov na rekordno visoko raven je bil večinoma odraz strmega porasta svetovnih cen primarnih surovin. Zaradi gibanja cen nafte je bil prispevek komponente goriv v indeksu HICP velik. Nedavna rast maloprodajnih cen plina in električne energije je privedla do velikega prispevka teh komponent tudi novembra, saj so prvič po letu 1999 predstavljale več kot 0,8 odsotne točke skupne inflacije (graf 16). Večji prispevek komponente plina je bil rezultat zvišanja svetovnih in evropskih veleprodajnih cen plina, ki so po drugi strani potisnile veleprodajne cene električne energije v EU navzgor, saj cene električne energije temelijo na kratkoročnih mejnih stroških elektrarn. Na zvišanje so vplivale tudi višje cene pravic v sistemu EU za trgovanje z emisijami, čeprav v veliko manjši meri. Razprava o vplivu teh dejavnikov na prihodnjo inflacijo v skupini emergentov je v okviru z naslovom »[Gibanje cen energetskih surovin in vpliv na projekcije cen emergentov v indeksu HICP](#)« v Decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Graf 16

Razčlenitev inflacije v skupini emergentov

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

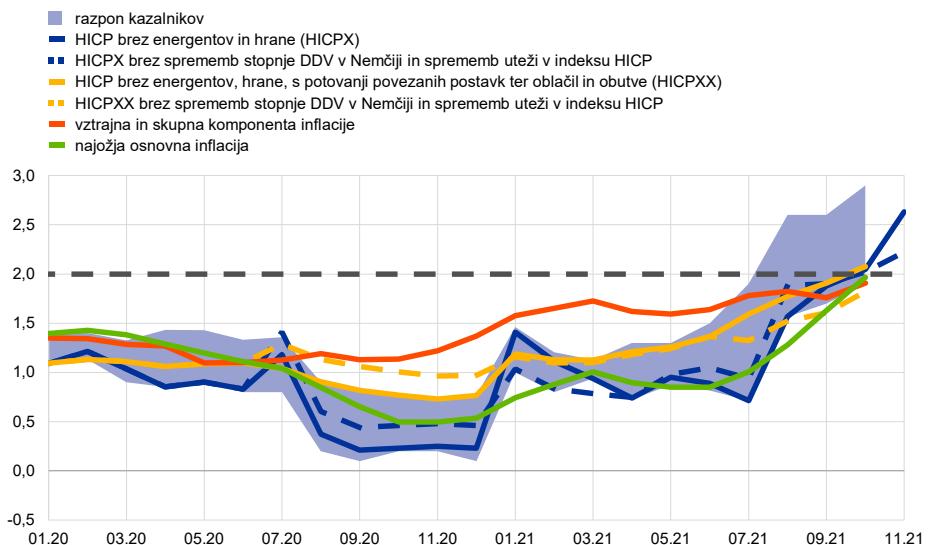
Opombe: Izraz »gorivo« se nanaša na komponento HICP »tekoča goriva ter goriva in maziva za osebna vozila«. »Drugo« vključuje postavki »trdna goriva« in »toplota energija« na petmestni ravni agregiranja v klasifikaciji individualne potrošnje po namenu. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2021 pri podkomponentah klasifikacije individualne potrošnje po namenu ter na november 2021 pri inflaciji v skupini emergentov.

Kazalniki osnovne inflacije so se še naprej zviševali (graf 17). Inflacija brez emergentov in hrane se je novembra zvišala na 2,6% (brez upoštevanja sprememb ustreži v indeksu HICP je po ocenah znašala 2,5%, če se upošteva tudi znižanje stopnje DDV v Nemčiji v letu 2020, pa je po ocenah znašala 2,2%). Podatki o drugih kazalnikih osnovne inflacije so na voljo samo do oktobra. Inflacija brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve se je zvišala z 1,9% septembra na 2,1% oktobra, modelski kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije pa se je v istem obdobju povečal z 1,8% na 1,9%. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke, občutljive na ciklična gibanja, se je zvišal četrti mesec zapored in se rahlo povečal z 1,6% v septembru na 2,0% v oktobru. Porazdelitev inflacije po postavkah v indeksu HICP je trenutno zelo široka, saj je 46% postavk, vključenih v inflacijo brez emergentov in hrane, doseglo stopnjo inflacije nad 2%. To nakazuje, da kazalniki osnovne inflacije z izključitvijo – še posebej tako imenovana modificirana aritmetična sredina – ki so izpeljana iz postavk v košarici HICP, še vedno vključujejo več postavk z razmeroma visoko in volatilno stopnjo rasti, ki so v zadnjih mesecih potisnile pripadajoča merila v zgornji del razpona kazalnikov osnovne inflacije.¹⁷

¹⁷ Modificirana aritmetična sredina (s katero se odstrani okrog 5% ali 15% z vsakega skrajnega konca porazdelitve medletnih cenovnih sprememb) je precej presegla ciljno 2-odstotno raven, ker vključuje nekatere postavke emergentov s trenutno zelo visoko stopnjo inflacije. Več informacij o teh in drugih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 v članku z naslovom »[Measures of underlying inflation for the euro area](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

Graf 17**Kazalniki osnovne inflacije**

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, HICPX (HICP brez energentov in hrane), HICPXX (HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve), 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino ter tehtano mediano. Zadnji podatki se nanašajo na november 2021 pri inflaciji brez energentov in hrane ter na oktober 2021 pri vseh drugih kazalnikih.

Pritiski iz proizvodne verige na cene industrijskih proizvodov za široko porabo razen energentov so se oktobra še naprej krepili (graf 18). V zgodnejših fazah proizvodne verige se je medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji strmo zvišala, in sicer s 14,3% avgusta na 15,2% septembra in 16,8% oktobra, medtem ko se je medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo zvišala s 16,0% avgusta na 16,2% septembra in 17,2% oktobra. Pritiski iz proizvodne verige so se razširili v poznejše faze cenovne verige: rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, se je še naprej krepila, in sicer z 2,2% v avgustu na 2,3% v septembру in 2,8% v oktobru – kar je bila nova rekordno visoka raven – medtem ko se je rast uvoznih cen v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo zvišala z 2,4% v avgustu na 2,8% v septembru in 3,1% v oktobru, kar je mogoče pripisati tudi nedavni depreciaciji nominalnega efektivnega tečaja eura. Pritiski iz proizvodne verige se zvišujejo v okolju, v katerem skokovit porast svetovnih cen primarnih surovin (ki so se še okrepile zaradi depreciacije eura) in ozka grla v dobavnih verigah vplivajo na proizvodne stroške podjetij, zaradi česar se postavlja vprašanje, v kolikšni meri se bodo ti pritiski na koncu prenesli v cene življenjskih potrebščin. Zadnje ugotovitve iz telefonskega anketiranja podjetij kažejo, da podjetja pričakujejo višji prenos vhodnih stroškov ne samo na druga podjetja, ampak tudi na potrošnike.¹⁸ Vseeno pa v sedanjih razmerah pandemije ostaja precej negotovo, v kolikšni meri se bodo pritiski iz proizvodne verige prenesli v cene življenjskih potrebščin.

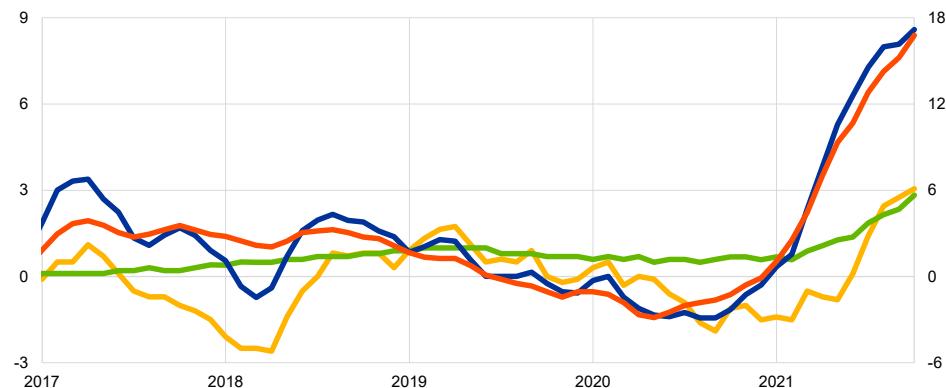
¹⁸ Glej okvir z naslovom »Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021.

Graf 18

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)

- uvozne cene – proizvodi za vmesno porabo (lestvica na desni strani)
- uvozne cene – neživilski proizvodi za široko porabo
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – proizvodi za vmesno porabo (lestvica na desni strani)
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – neživilski proizvodi za široko porabo



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2021.

Plačni pritiski so do zdaj ostali zmerni, vendar gibanja, povezana s pandemijo, še naprej zamegljujejo merila rasti plač.

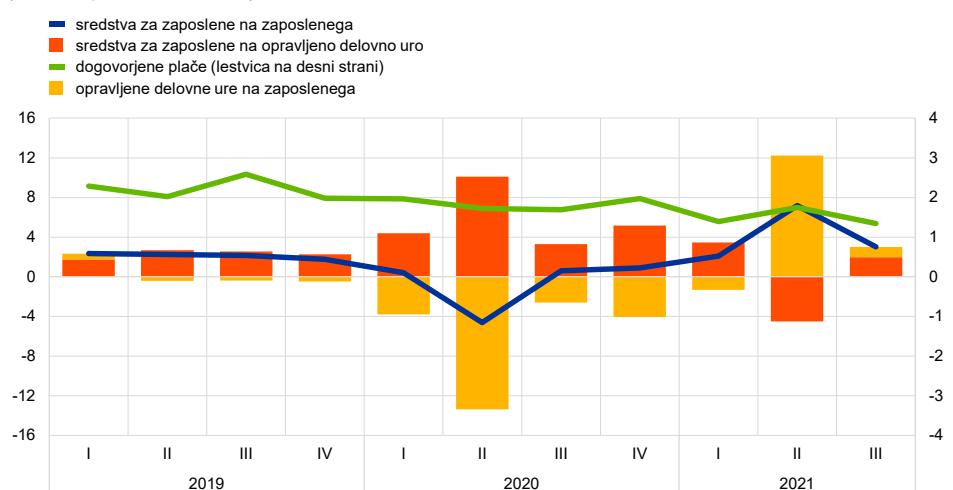
Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega in rast sredstev za zaposlene na opravljenou delovno uro sta se v tretjem četrtletju 2021 približali, potem ko je bila v drugem četrtletju med obema meriloma velika vrzel, pri čemer se je medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega upočasnila s 7,2% v drugem četrtletju na 3,0% v tretjem četrtletju, sredstva za zaposlene na opravljenou delovno uro pa so se povečala z -4,5% v drugem četrtletju na 2,0% v tretjem četrtletju (graf 19). Velike spremembe medletnih stopenj rasti odražajo predvsem bazne učinke, povezane z dogajanji v letu 2020, ko so programi skrajšanega delovnega časa in čakanja na delo pomenili, da so ljudje ostali zaposleni, vendar so delali manj ur. Vseeno pa se ukrepi različnih politik še naprej izvajajo, zato še vedno do neke mere izkrivljajo merila rasti plač. Dogovorjene plače, na katere nima neposrednega vpliva gibanje opravljenih delovnih ur ali evidentiranje nadomestil iz programov za ohranitev delovnih mest, so se znižale z 1,8% v drugem četrtletju 2021 na 1,3% v tretjem četrtletju.¹⁹ Čeprav je to merilo stabilnejše kot dejanska rast plač, je vseeno nekoliko volatilno, ker vključuje nekatera posebna enkratna plačila, povezana s pandemijo. Medtem ko dogovorjene plače nakazujejo, da je rast plač le zmerna, ti podatki verjetno zajemajo pogajanja, ki so bila zaključena pred nedavnim skokovitim porastom inflacije.

¹⁹ Več informacij je v okvirju z naslovom »Ocenjevanje dinamike plač med pandemijo COVID-19: so nam podatki o dogovorjenih plačah lahko v pomoč?«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

Graf 19

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2021.

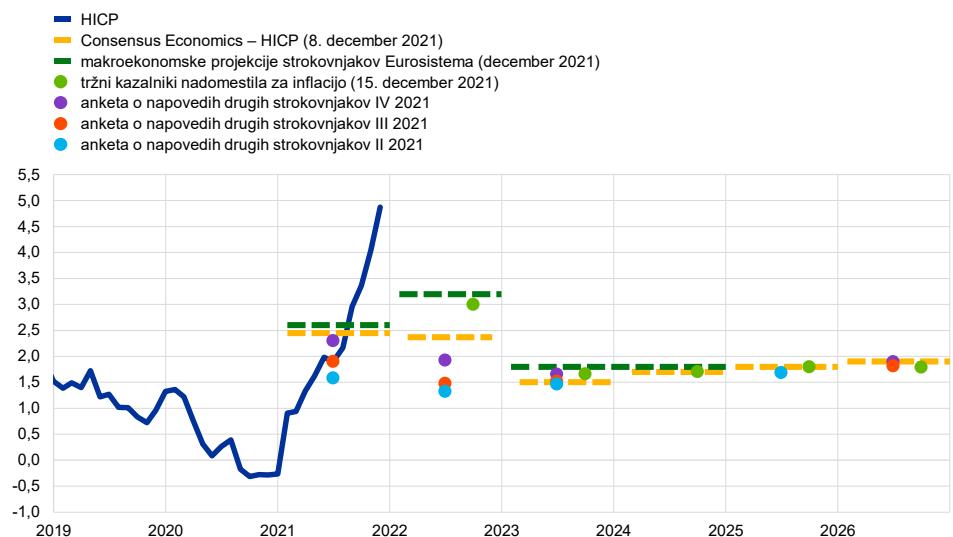
Tržni kazalniki nadomestila za inflacijo so bili znotraj obdobja precej volatilni, pri čemer so se v prvi polovici obravnavanega obdobja zelo zvišali in v drugi polovici le deloma zopet znižali, medtem ko so se anketna merila inflacijskih pričakovanj v drugi polovici leta 2021 povečala. Vztrajne napetosti v dobavnih verigah, naraščajoče cene emergentov in pozitivna presenečenja v gibanju inflacije v euroobmočju so še naprej ustvarjali pritiske na zvišanje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju v prvem delu obravnavanega obdobja. Obrestne mere v terminskih obrestnih zamenjavah na inflacijo so pri ročnostih, daljših od petih let, dosegle najvišjo vrednost proti koncu oktobra, in sicer na ravni, ki je presegla 2%. Tako je na primer obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let dosegla 2,1%, in to prvič od poletja 2014 dalje. V nasprotju s tem zvišanjem pa so se tržni kazalniki nadomestila za inflacijo od konca oktobra zniževali na obeh straneh Atlantika zaradi upadanja cen emergentov, predvsem nafte. Gledano v celoti trgi pričakujejo kratkoročno zvišanje inflacije v euroobmočju, pri čemer je pričakovano zvišanje strmejše in vztrajnejše, kot je bilo sprva predvideno. Obenem pa še vedno pričakujejo, da bo porast inflacije prehoden, zato obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto znaša okrog 1,7%, obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let pa je rahlo višja na 1,8-odstotni ravni. Vseeno pa opcije, vezane na inflacijo, kažejo na vse večje tveganje, da bo povprečna inflacija v naslednjih petih letih presegla raven, ki je precej višja od 2%, medtem ko tveganje, da bo inflacija presegla 3%, ostaja nizko. Z dolgoročnejšega vidika modelske ocene kažejo, da je precejšnje zvišanje tržnih meril nadomestila za inflacijo od sredine leta 2020 mogoče pripisati predvsem premijam za inflacijsko tveganje (več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Razčlenitev tržnih meril nadomestila za inflacijo na inflacijska pričakovanja in premije za tveganje« v tej številki Ekonomskega biltena). Poleti so se anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj zvišali, kar – podobno kot makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za

euroobmočje iz decembra 2021 – daje sklepati na grbo v dinamiki inflacije. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrletje 2021, ki je bila izvedena prvi teden oktobra, in oktobrske napovedi Consensus Economics so se dolgoročnejša inflacijska pričakovanja zvišala na 1,9% (graf 20).

Graf 20

Anketni kazalniki inflacijskih pričakovan in tržni kazalniki nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov, [Decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Euro sistema za euroobmočje](#) in izračuni ECB.

Opombe: Serija podatkov o tržnih kazalnikih nadomestila za inflacijo temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije ter na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo se nanašajo na 15. december 2021. Anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrletje 2021 je bila izvedena med 1. in 11. oktobrom 2021. Presečni datum za napovedi Consensus Economics je 8. december za leti 2021 in 2022 ter 14. oktober 2021 za leta 2023, 2024, 2025 in 2026. Presečni datum za podatke v projekcijah je 1. december 2021.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Euro sistema za euroobmočje bo inflacija višja dlje časa, vendar bo v letih 2023 in 2024 upadla na raven pod 2-odstotnim ciljem. Potem ko je novembra dosegla 4,9%, se bo inflacija po pričakovanjih tekom leta 2022 strmo znižala in se nato leta 2023 stabilizirala na ravni pod inflacijskim ciljem. Osnovna projekcija kaže, da bo skupna inflacija v letu 2021 v povprečju znašala 2,6%, v letu 2022 3,2%, v letu 2023 1,8% in v letu 2024 1,8% (graf 21). V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje je bila projekcija inflacije popravljena navzgor za celotno obdobje projekcij, in sicer za 0,4 odstotne točke za leto 2021, 1,5 odstotne točke za leto 2022 in 0,3 odstotne točke za leto 2023. Visoke cene energentov (goriv za prevoz, električne energije in plina), večje povpraševanje ob ponovnem odpiranju gospodarstva ter vse višje cene pri proizvajalcih zaradi ozkih gril v svetovnih dobavnih verigah in višjih prevoznih stroškov so priveli do močnega porasta inflacijskih pritiskov, ki bodo ohranjali inflacijo tudi v letu 2022. Vseeno naj bi se inflacija v letu 2022 znižala predvsem zaradi baznih učinkov v skupini energentov in drugih skupinah, kar je deloma povezano s ponovnim zvišanjem stopnje DDV v Nemčiji v januarju 2021. Inflacija brez energentov in hrane bo v bližnji prihodnosti po projekcijah večinoma podobna gibanju skupne inflacije, nato pa se bo proti koncu obdobja projekcij okrepila, in sicer bo leta 2021 znašala 1,4%, leta 2022 1,9%, leta

2023 1,7% in leta 2024 1,8%. Podobno tudi popravki inflacije brez energentov in hrane navzgor odražajo vpliv ozkih grl v dobavnih verigah. Krepitev osnovne inflacije proti koncu obdobja projekcij podpirajo gospodarsko okrevanje, višja rast plač in višja inflacijska pričakovanja.

Graf 21

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2021 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2024 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 1. december 2021.

5

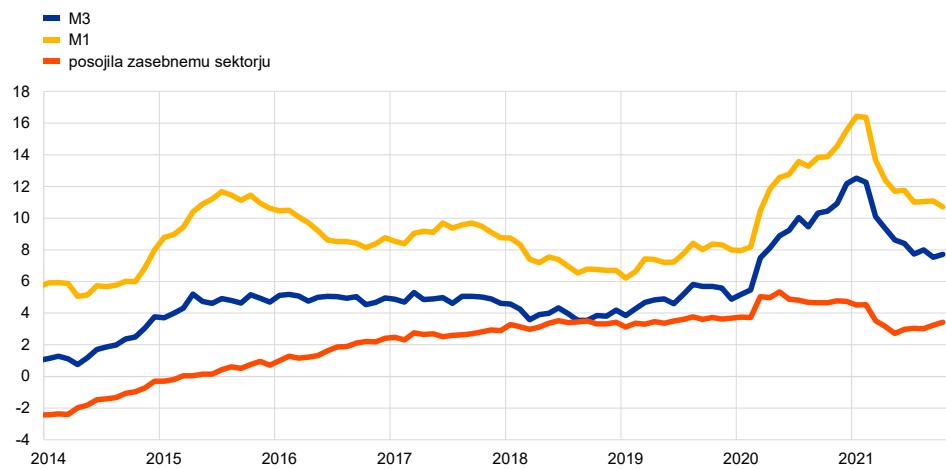
Denar in krediti

Ustvarjanje denarja v euroobmočju se je oktobra 2021 rahlo povečalo zaradi večje negotovosti v zvezi s pandemijo koronavirusa (COVID-19) in ukrepov državne podpore. Glavni vir ustvarjanja denarja so bili še naprej Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Rast posojil zasebnemu sektorju se je nekoliko povečala, kar še vedno spodbujajo ugodni pogoji financiranja, medtem ko so potrebe podjetij po obratnem kapitalu spodbujale povpraševanje po kratkoročnih posojilih. Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v tretjem četrletju ponovno okreplil ob izdajanju dolžniških vrednostnih papirjev in odobravanju posojil podjetjem. Skupni stroški zunanjega financiranja podjetij so se od julija do oktobra 2021 nekoliko povečali – zaradi stroškov zbiranja lastniškega kapitala – vendar so ostali nižji od najvišje vrednosti, zabeležene ob nastopu pandemije.

Oktobra 2021 se je rast širokega denarja rahlo povečala. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je oktobra zvišala na 7,7% v primerjavi s 7,5% v septembru (glej graf 22). K temu je prispeval velik priliv, ki je sovpadal s povečano negotovostjo glede morebitnega vpliva četrtega vala COVID-19 na evropsko gospodarstvo. Četrletna dinamika rasti denarja se je še naprej približevala dolgoročnemu povprečju. Kar zadeva komponente, je bil glavni vir rasti agregata M3 ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3. Med pandemijo so nedenarni sektorji zaradi previdnosti na splošno kazali veliko zanimanje za likvidna sredstva. Ob sproščanju zaježitvenih ukrepov spomladi in poleti 2021 ter ob okrevanju gospodarske aktivnosti se je rast agregata M1 v drugem in tretjem četrletju 2021 umirila, potem ko je v prvem letu pandemije dosegla visoke stopnje rasti. Oktobra se je medletna stopnja rasti agregata M1 še zmanjšala z 11,1% na 10,7%, in sicer zlasti zaradi gibanj na področju vlog čez noč. Medtem se je medletna stopnja rasti gotovine v obtoku, ki se je od prvega četrletja 2021 zmanjševala, oktobra ustalila na 8,5%. Prispevek drugih kratkoročnih vezanih vlog je ostal v tem mesecu negativen zaradi zmanjšanja povpraševanja po vezanih vlogah. Poleg tega se je zaradi iskanja donosov v okolju nizkih obrestnih mer z zelo nizke ravni povečal prispevek tržnih instrumentov.

Graf 22**Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju**

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



Vir: ECB.

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

Rast vlog čez noč se je še naprej umirjala. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je zmanjšala z 11,5% v septembru na 11,1% v oktobru. Zmanjšanje je bilo zlasti posledica ravnanja gospodinjstev, ki s sektorskega vidika prispevajo največ. Na začetku pandemije je bil pritok vlog precejšen, ker se je zaradi zajezitvenih ukrepov povečalo varčevanje gospodinjstev, podjetja pa so vzpostavila likvidnostne rezerve. V okolju vse večje negotovosti so se prilivi nadaljevali tudi po prvi fazi pandemije.²⁰ V zadnjem času so gospodinjstva začela zniževati stopnjo varčevanja, ker se povečuje zaupanje potrošnikov in ker so se pojavile boljše priložnosti za potrošnjo. Z napredovanjem cepljenja in okrevanjem gospodarske aktivnosti se je medčetrtletna rast bančnih vlog gospodinjstev in podjetij upočasnila na povprečno vrednost, ki je bila zabeležena pred pandemijo. Rast imetij vlog podjetij in gospodinjstev je bila po državah raznolika, kar je posledica razlik v potrebah podjetij po likvidnosti in nacionalnih ukrepov (javnofinančne) pomoči.

Ustvarjanje denarja so oktobra 2021 še naprej spodbujali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Enako kot v preteklih četrtletjih so bili glavni viri rasti agregata M3 Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (glej rdeči del stolpcov v grafu 23). Enako kot v preteklih četrtletjih so krediti zasebnemu sektorju precej prispevali k ustvarjanju denarja (glej modri del stolpcov). Rast širokega denarja so spodbujale tudi druge protipostavke (temnozeleni del stolpcov), medtem ko so ugodni pogoji v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja spodbujali banke, da preusmerijo financiranje z umikom iz dolgoročnejših obveznosti. Ustvarjanje denarja pa sta zavirala dva glavna dejavnika: prvič, zaradi prodaje državnih obveznic in manjšega izdajanja državnih vrednostnih papirjev (svetlozeleni del stolpcov) so se zmanjšali

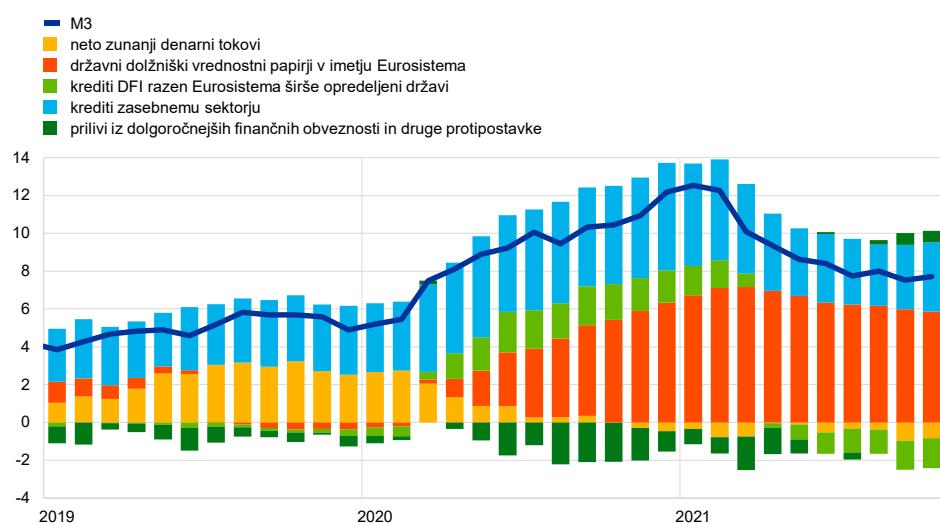
²⁰ Glej okvir z naslovom »COVID-19 and the increase in household savings: an update«, Economic Bulletin, številka 5, ECB, 2021.

bančni krediti širši državi, in drugič, neto zunanje denarne odlive (rumeni del stolpcov) sta spodbujala močnejše prerazporejanje portfeljev in slabitev efektivnega tečaja eura.

Graf 23

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

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

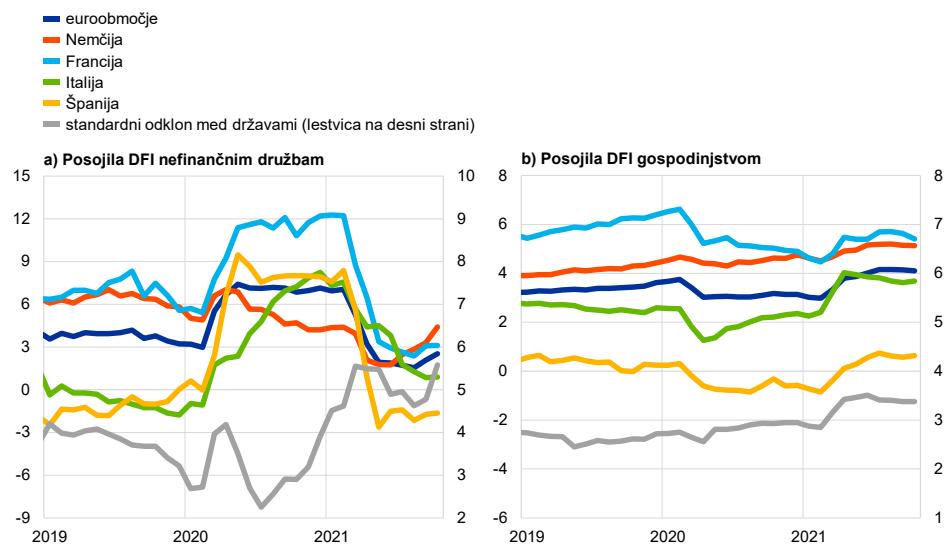
Rast posojil zasebnemu sektorju se je oktobra 2021 rahlo povečala (graf 22).

Posojanje podjetjem in gospodinjstvom so še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja in izboljšani gospodarski obeti. Rast posojil zasebnemu sektorju se je zaradi posojanja podjetjem po umirjanju v prvi polovici leta povečala s 3,2% v septembru na 3,4% v oktobru. Medletna stopnja rasti posojil podjetjem se je zaradi povečanja kratkoročnih posojil, ki je bilo verjetno povezano s potrebami podjetij po obratnem kapitalu, oktobra povečala na 2,5%, potem ko je septembra znašala 2,1%. Hkrati je ostala rast posojil zmerna zaradi visokih denarnih imetij, krepitve notranje ustvarjenih sredstev in razpoložljivosti drugih nebančnih virov financiranja, ki še naprej zavirajo povpraševanje podjetij po bančnih posojilih. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je oktobra ostala nespremenjena na ravni 4,1% (glej graf 24). Hipotekarna posojila so ostala glavni vir zadolževanja gospodinjstev, rast potrošniških posojil pa je ostala umirjena. Poleg tega gibanja posojil zakriva precejšnje razlike po državah v euroobmočju, kar je med drugim posledica neenakomernega učinka pandemije in napredovanja okrevanja gospodarstva.

Graf 24

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



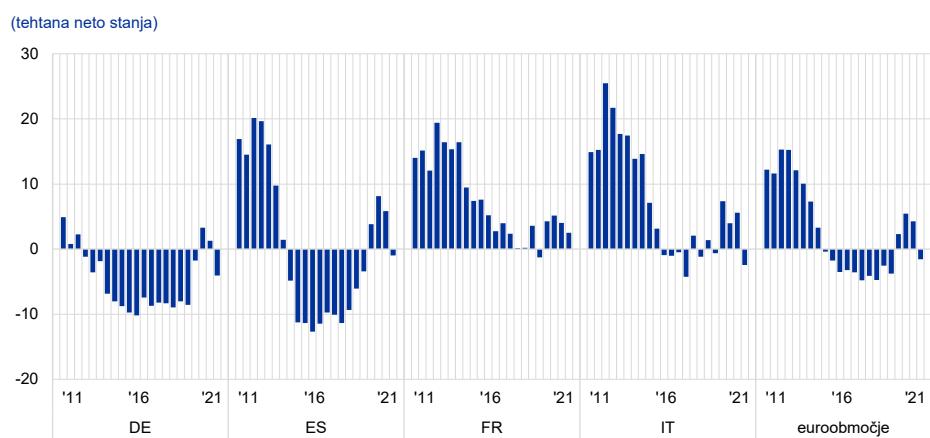
Vir: ECB.

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

Mala in srednje velika podjetja (MSP) so v zadnjem času poročala o izboljšanem dostopu do zunanjega financiranja v zadnjih šestih mesecih v primerjavi z začetkom leta 2021, v prihodnjih mesecih pa pričakujejo nadaljnje izboljšanje. V skladu s podatki iz ankete o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) iz novembra 2021 so MSP v euroobmočju menila, da je izboljšanje dostopa do zunanjega financiranja odtehtalo povečanje potreb po financiranju, zato je bila vrzel pri zunanjem financiranju rahlo negativna (zmanjšanje s 4% na -2%) (graf 25). Rezultati ankete o dostopu podjetij do financiranja so obenem pokazali, da so MSP in predvsem velika podjetja pričakovala izboljšanje na področju razpoložljivosti večine virov zunanjega financiranja. Pri razlagi pričakovanj glede prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil je imelo čedalje pomembnejšo vlogo zlasti dejstvo, kako so podjetja na splošno ocenjevala pogoje financiranja (glej okvir 3 v tej številki). Zaradi okrevanja gospodarstva so MSP v euroobmočju poročala o povečanju prometa, dobički pa so se zmanjšali veliko manj kot v prejšnjem krogu ankete. Šibko poslovanje z vidika dobička je bilo na splošno posledica višjih cen primarnih surovin in stroškov dela.

Graf 25

Spremembe v vrzeli pri zunanjem financiranju, o katerih so poročala MSP v državah euroobmočja



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

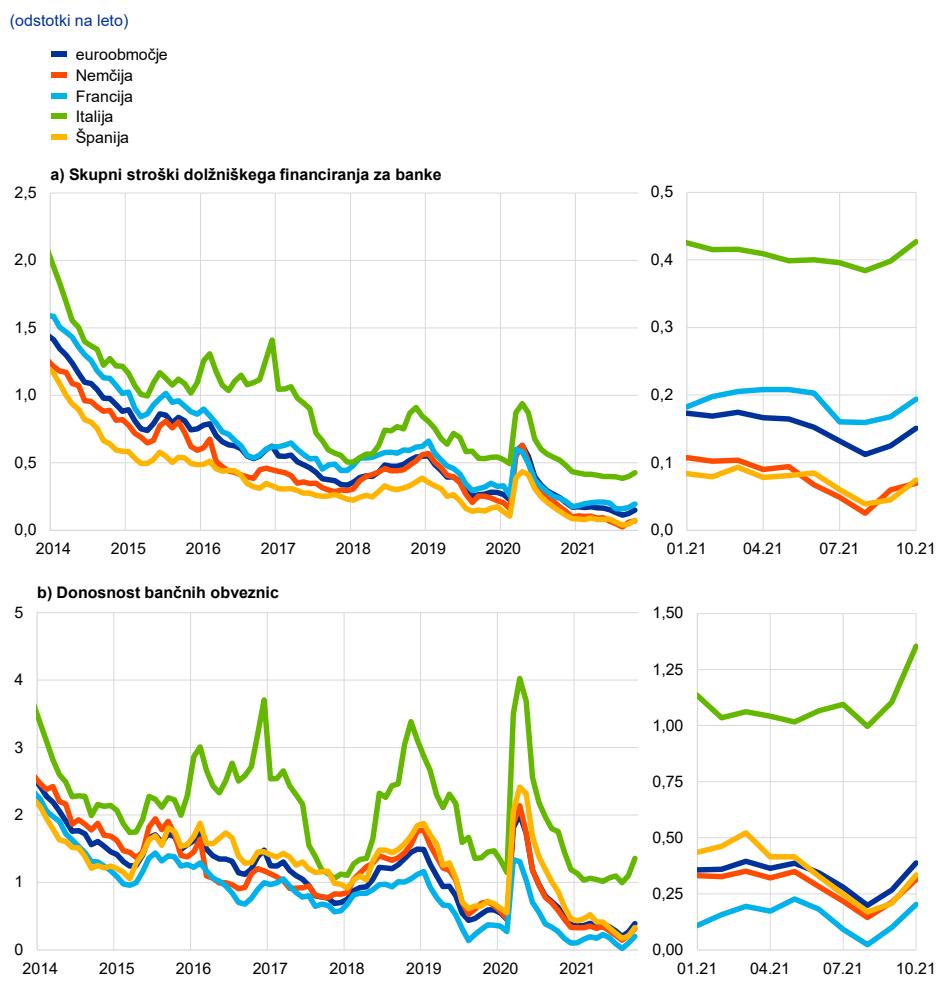
Opombe: Kazalnik vrzeli pri financiranju kombinira potrebe po financiranju in razpoložljivost bančnih posojil, kreditnih linij, komercialnih kreditov ter izdajanja delnic in dolžniških vrednostnih papirjev na ravni podjetij. Za vsakega od teh petih instrumentov financiranja ima kazalnik zaznanih sprememb v vrzeli pri financiranju vrednost 1, če se poveča potreba in zmanjša razpoložljivost, oziroma -1, če se zmanjša potreba in poveča razpoložljivost. Če podjetja zaznajo povečanje samo na eni strani vrzeli pri financiranju, dobijo spremenljivka vrednosti 0,5, oziroma -0,5, če zaznajo zmanjšanje. Sestavljeni kazalnik je tehtano povprečje vrzeli pri financiranju za pet instrumentov. Pozitivna vrednost kazalnika kaže povečanje vrzeli pri financiranju. Vrednosti se pomnožijo s 100, da dobimo tehtano neto stanje iz odstotkov. Ti podatki se nanašajo na tretji do petindvajseti krog ankete (od marca 2010–septembra 2020 do aprila 2021–septembra 2021).

Stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju ostajajo blizu najnižjih vrednosti ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Skupni stroški dolžniškega financiranja ostajajo nižji kot pred pandemijo, kljub povečanju netveganih obrestnih mer in donosnosti bančnih obveznic od septembra 2021 dalje (graf 26). Na stroške financiranja za banke do zdaj niso vplivali navzgor deluječi pritiski, in sicer iz treh razlogov. Prvič, obrestovanje se je še naprej spremenovalo, saj banke v euroobmočju zaračunavajo negativne obrestne mere za vse večji delež vlog podjetij, hkrati pa se je povečal tudi delež vlog gospodinjstev z negativnimi obrestmi (čeprav z zelo nizkimi ravnimi, sedaj znaša 6,5%).²¹ Drugič, delež dolžniškega financiranja se je precej zmanjšal, ker so banke izkoristile tretjo serijo ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO) po zelo ugodnih pogojih. Tretjič, program nakupa vrednostnih papirjev in izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji sta omejevala navzgor usmerjene pritiske na donosnost bančnih obveznic in zmanjševala razlike v pogojih financiranja po državah, razredih tveganja in dospelosti v primerjavi z ravnimi izpred pandemije. Poleg tega cene kritih bančnih obveznic podpira tretji program nakupa kritih obveznic. Poleg ukrepov denarne politike ECB k nižjim donosnostim prispeva tudi program »EU naslednje generacije«, saj omogoča močnejše in enotnejše okrevanje po vsem euroobmočju.

²¹ Glej [Financial Stability Review](#), november 2021.

Graf 26

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah euroobmočja



Viri: ECB, izračuni ECB in indeksi Markit iBoxx.

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 2021.

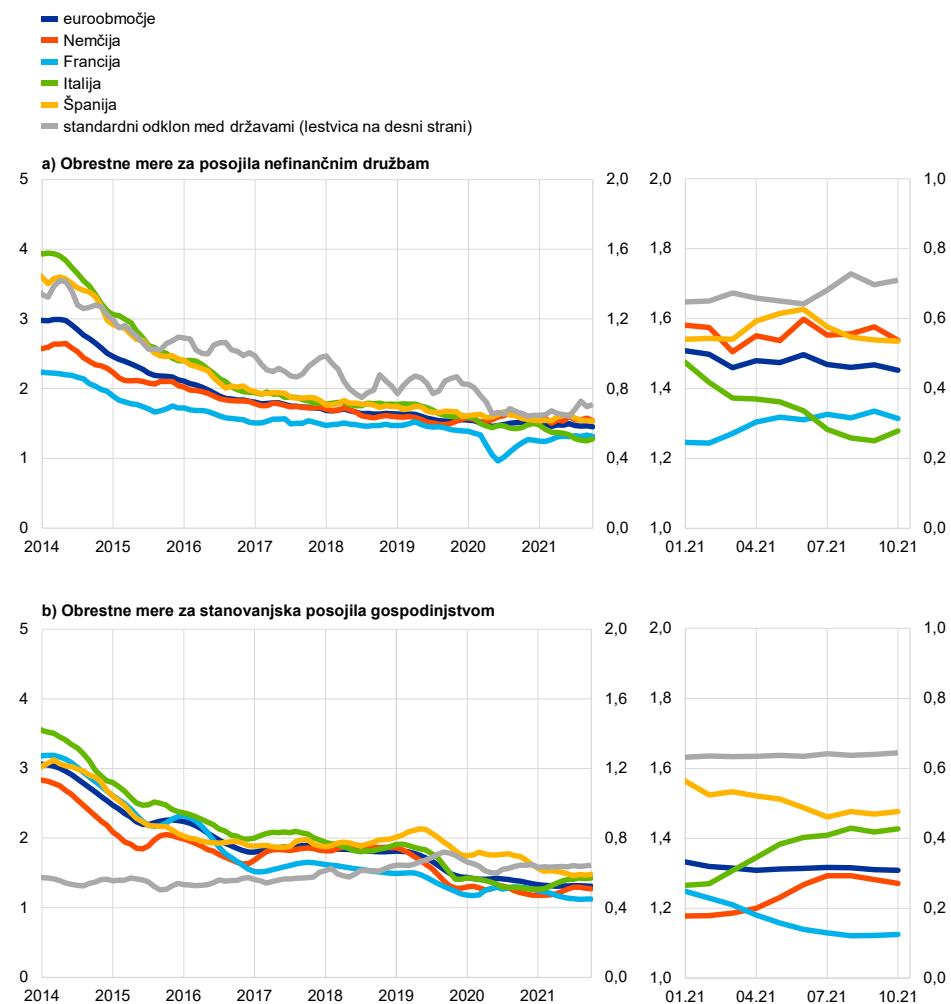
Obrestne mere bank za posojila so oktobra 2021 ostale blizu najnižjih

vrednosti. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se znižale na 1,43%, obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa so ostale na splošno nespremenjene na ravni 1,31% (glej graf 27). Znižanje obrestnih mer za posojila podjetjem je bilo predvsem posledica gibanja v največjih državah euroobmočja. Poleg tega se je razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila povečal, vendar je ostal manjši kot pred pandemijo, kar je zlasti posledica povečanja obrestnih mer za zelo majhna posojila. Negotovost glede gospodarskih posledic pandemije se je povečala, ko so se po vsem svetu razširile nove različice in četrti val COVID-19. Ukrepi politike ECB so do zdaj preprečili široko zaostrovanje pogojev financiranja, ki bi okreplili škodljivi učinek novih različic virusa na gospodarstvo v euroobmočju.

Graf 27

Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah euroobmočja

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



Vir: ECB.

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

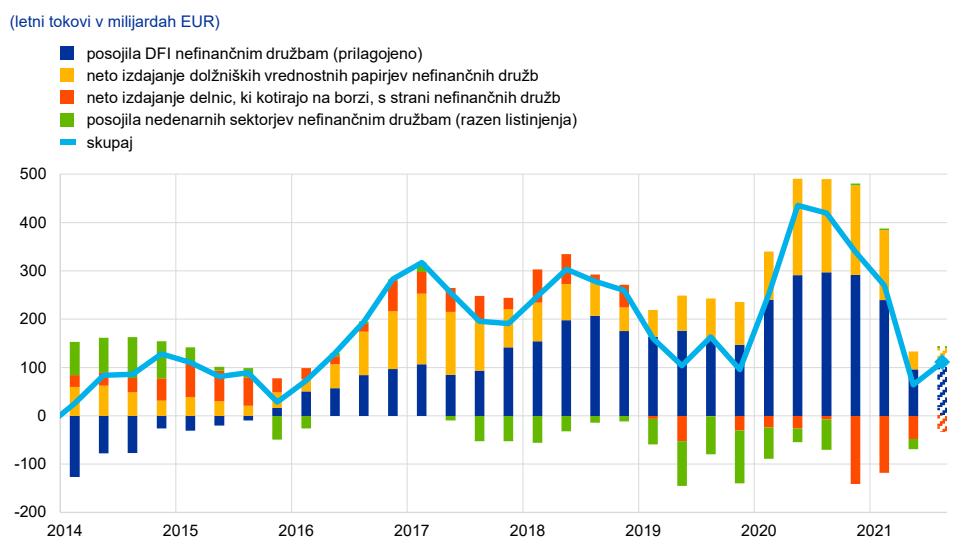
Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v tretjem četrtletju 2021 ponovno povečal.

Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je povečala z 2,1% v juniju na 2,2% v septembru ob podpori nizkih stroškov dolžniškega financiranja. V tretjem četrtletju 2021 so večji tokovi zunanjega financirala izhajali zlasti iz povečanja bančnih posojil podjetjem in okrepljenega izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, prispevek nebančnih posojil pa je bil majhen in pozitiven (graf 28). Povpraševanje podjetij po kreditih so spodbujale večje podjetniške naložbe, medtem ko so višji in zadržani dobički, obsežne likvidnostne rezerve in visoke stopnje bruto zadolženosti podjetij zavirale povpraševanje. V državah in sektorjih, na katere so posebej močno vplivala ozka grla v dobavnih verigah, so se povečale potrebe po obratnem kapitalu zaradi proizvodnih zamud, zaradi obnavljanja zalog pa se je povečalo kratkoročno izposojanje. V celoti gledano so podjetja še naprej izkazovala večjo naklonjenost finančnim instrumentom z daljšimi ročnostmi,

kar kaže, da se zunanje financiranje uporablja zlasti za poslovne naložbe in ne za vzpostavljanje likvidnostnih rezerv.

Graf 28

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju



Viri: ECB in ocene ECB, Eurostat in Dealogic.

Opombe: Neto zunanje financiranje je vsota posojil denarnih finančnih institucij (DFI), neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi, in posojil nedenarnih sektorjev. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter zdrževanje denarnih sredstev. Posojila nedenarnih sektorjev obsegajo posojila, ki so jih odobrili drugi finančni posredniki ter zavarovalne družbe in pokojninski skladi, razen listinjenih posojil. Črtkani stolpec in svetlobodra karo označa se nanašata na ocene za tretje četrtek 2021. zadnji podatki so za drugo četrtek 2021 iz računov euroobmočja – ocene za tretje četrtek 2021 temeljijo na podatkih o bilanci stanja ECB in vrednostnih papirjih ter Dealogic.

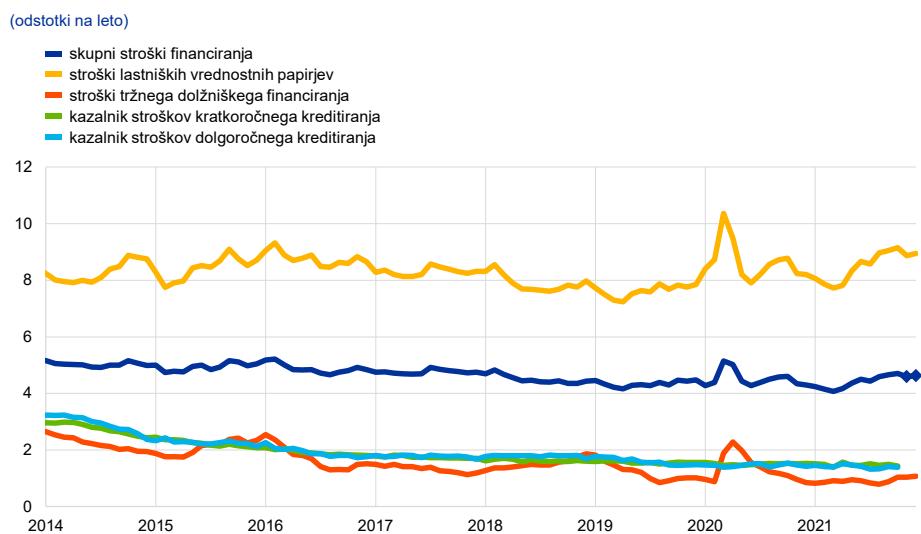
Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe

(vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem) so se od julija do oktobra 2021 povečali

zaradi stroškov lastniških vrednostnih papirjev. Stroški zunanjega financiranja so se oktobra 2021 povečali na 4,7% (graf 29), kar je okoli 40 bazičnih točk pod najvišjo vrednostjo, zabeleženo marca 2020, in 60 bazičnih točk več od najnižje zabeležene vrednosti marca 2021. Oktobrsko povečanje je bilo zlasti posledica višjih stroškov lastniških vrednostnih papirjev, kar je odraz povečanja netveganah obrestnih mer in – v precej manjši meri – premije za tveganje lastniškega kapitala. Povečanje netveganah obrestnih mer je povzročilo tudi višje stroške tržnega dolžniškega financiranja, ki so dosegli ravni, nazadnje zabeležene oktobra 2020, čeprav so ostali razmiki v donosnosti podjetniških obveznic dejansko nespremenjeni. Skupni stroški financiranja so se po ocenah od konca oktobra do 15. decembra rahlo zmanjšali, ker so nižji stroški lastniških vrednostnih papirjev več kot odtehtali rahlo nadaljnje povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja. Znižanje stroškov lastniških vrednostnih papirjev v tem obdobju je bilo posledica zmanjšanja netveganah obrestnih mer, ki je več kot odtehtalo rahlo povečanje premije za tveganje lastniškega kapitala. Zmanjšanje netveganah obrestnih mer obrestnih mer ni zadostovalo za znižanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja zaradi povečevanja razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, zlasti v visoko donosnem segmentu.

Graf 29

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomordri karo oznaki se nanašata na oceno skupnih stroškov financiranja za november in december 2021, če domnevamo, da bodo obrestne mreže bank za posojila ostale nespremenjene na ravni iz oktobra 2021. Zadnji podatki so za 15. december 2021 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevnih podatkov), za 10. december 2021 pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in za oktober 2021 pri stroških posojil (mesečni podatki).

Javnofinančna gibanja

Čeprav je kriza zaradi koronavirusa (COVID-19) tudi v letu 2021 močno bremenila javne finance, naj bi se po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema javnofinančni saldo že začel izboljševati. Stopnja primanjkljaja, ki je v letu 2020 dosegla najvišjo vrednost (7,2% BDP), naj bi se v letu 2021 po ocenah znižala na 5,9%, v letu 2022 pa naj bi se po napovedih znižala še na 3,2%, nato pa se do konca obdobja napovedi v letu 2024 stabilizirala na ravni tik pod 2%.

Zmanjšanje primanjkljaja je posledica kombinacije večjega ciklično prilagojenega primarnega salda in – zlasti od leta 2022 – precej večjega prispevka gospodarskega cikla. Po močni ekspanziji v letu 2020 se je naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2021 le malenkostno zaostrlila, potem ko je prilagojena za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«. V letu 2022 naj bi se naravnost javnofinančne politike predvsem zaradi odprave precejšnjega dela krizne interventne pomoči po napovedih precej zaostrlila, čeprav precej manj, kot je bilo najprej predvideno. Zaostrovanje naj bi se nadaljevalo tudi v preostanku obdobja napovedi, a v precej manjšem obsegu, saj se bo obsežna podpora gospodarstvu zagotavljal tudi v prihodnjih letih. Na splošno bi spodbujevalno naravnane javnofinančne politike, ki temeljijo na postopnem odpravljanju javnofinančnih ukrepov, prispevale k ohranitvi okrevanja gospodarstva v euroobmočju in k ublažitvi dolgoročnejših negativnih posledic. S to podporo bi se gospodarstvo tudi laže prilagodilo sedanjim strukturnim spremembam. Javnofinančni ukrepi bi morali spodbujati rast in biti po naravi ciljno usmerjeni, da bi bilo mogoče z njimi učinkovito odpraviti ranljivosti. Sklad »EU naslednje generacije« in sveženj »Pripravljeni na 55« naj bi kot dopolnitev nacionalnih javnofinančnih ukrepov prispevala k močnejšemu, bolj zelenemu in enakomernejšemu okrevanju.

Strokovnjaki Eurosistema v decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo začel proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v letu 2021 postopno izboljševati.²² Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju naj bi se po ocenah v letu 2021 znižala na 5,9% BDP, potem ko je v letu 2020 dosegla 7,2%, kar je najvišja raven do zdaj. Nato naj bi se po napovedih v letu 2022 znižala še močneje (na 3,2%) ter nato v naslednjih dveh letih še na 2,1% in 1,8% BDP (graf 30). Potem ko so ukrepi v podporo gospodarstvu zaradi pandemije v letu 2020 znašali okrog 4,1% BDP, naj bi se po napovedih podpora reševanju krize in okrevanju v letu 2021 povečala na okrog 4,4% BDP. To je posledica dejstva, da so vlade v podporo okrevanju podaljšale veljavnost interventnih ukrepov, postopno povečale njihov obseg oziroma sprejele nove podporne ukrepe, vključno z ukrepi, financiranimi z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«.²³ Prispevek velike negativne ciklične komponente, ki je privedla do velikega povečanja javnofinančnega primanjkljaja v letu 2020, naj bi v letu 2021 postal manjši, čeprav le rahlo. Na opaznejše izboljšanje proračunskega

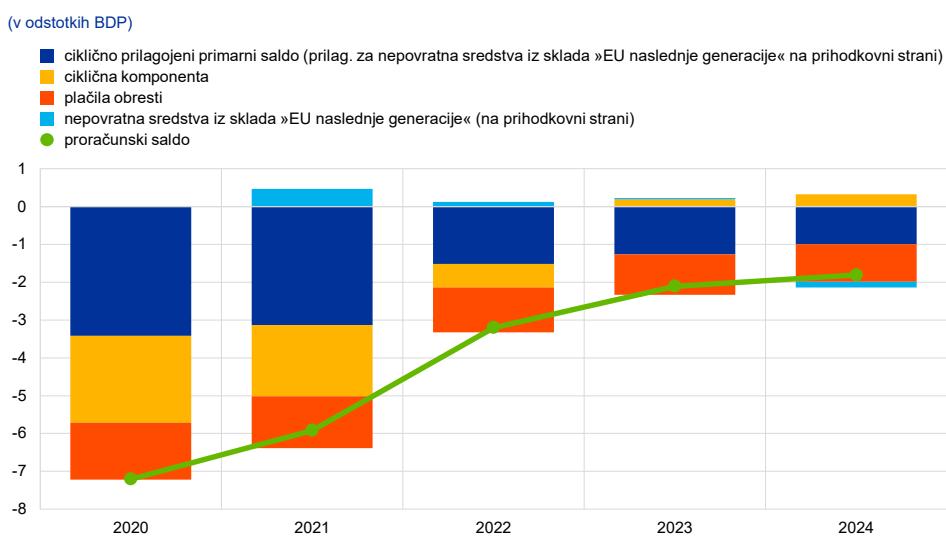
²² Glej »Decembrske makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 16. decembra 2021 na spletnem mestu ECB.

²³ Nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« v obdobju projekcij v povprečju znašajo okrog 0,5% BDP in se bodo po letu 2022 postopoma zmanjševala. S temi sredstvi naj bi se skupaj z omejenim zneskom posojil financirali proračunski izdatki v višini okrog 2,5% BDP. Javnofinančna gibanja, opisana v tem razdelku, ne vključujejo evropskega nadnacionalnega primanjkljaja in dolga, povezanih s transferji v okviru sklada »EU naslednje generacije«.

salda od leta 2022 dalje naj bi vplival večji ciklično prilagojeni primarni saldo, saj se bo iztekl veljavnost velikega deleža interventnih ukrepov, ki niso financirani z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«. Poleg tega naj bi se negativni prispevek gospodarskega cikla od leta 2022 hitro zmanjševal in v letu 2023 postal rahlo pozitiven. Manj, toda v celotnem obdobju projekcij bo k izboljšanju proračunskega salda prispevalo tudi postopno zmanjševanje prispevka plačil obresti.

Graf 30

Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in Decemrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Euroistema.

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

Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se po ocenah v letu 2021 malenkostno zaostrlila, potem ko je bila v letu 2020 zelo ekspanzivna.²⁴ Javnofinančna politika naj bi se s še vedno močno spodbujevalne naravnosti precej močnejše zaostrlila v letu 2022, ko se bo ob izteku veljavnosti pandemijskih in začasnih podpornih ukrepov iztekl tudi javnofinančna podpora. V letih 2023 in 2024 naj bi se naravnost javnofinančne politike po napovedih še naprej zmerno zaostrovala.²⁵ Kljub temu je v celotnem obdobju projekcij javnofinančna podpora gospodarskemu okrevanju še vedno velika, kar se kaže v še vedno velikem negativnem skupnem primarnem javnofinančnem saldu.

Države v euroobmočju poleg javnofinančne podpore gospodarstvu zagotavljajo tudi obsežna poroštva za posojila, katerih namen je krepiti

²⁴ Naravnost javnofinančne politike održa smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih sredstev na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembra ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker višji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi iz 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. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

²⁵ Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je v letu 2020 znašala -4,2 odstotne točke BDP, v letu 2021 je po ocenah znašala +0,2 odstotne točke BDP, po napovedih pa naj bi po prilagoditvah zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«, v letu 2022 znašala +1,1, v letu 2023 +0,3 in v letu 2024 +0,3 odstotne točke BDP.

likvidnostni položaj podjetij. Ta poroštva v letu 2021 znašajo skupno okrog 19% BDP euroobmočja. Kumulativna uporaba teh poroštev v obdobju 2020–2021 po ocenah znaša 9% BDP. Upoštevati je treba, da te vrednosti prikrivajo precejšnje razlike v velikosti in ravni uporabe med državami. Poroštva za posojila so pogojne obveznosti države, zato bodo z njihovim morebitnim uveljavljanjem nastali dodatni javni izdatki, s čimer se bo povečal javni dolg.

V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB naj bi se proračunski saldo v letu 2021 precej izboljšal, medtem ko se v letu 2022 pričakuje manjše poslabšanje. Tako je bil proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP za leto 2021 popravljen za 1,1 odstotne točke navzgor na –5,9% in za leto 2022 za 0,2 odstotne točke navzdol na –3,2%, medtem ko za leto 2023 ostaja nespremenjen na ravni –2,1%. Na te popravke vplivajo predvsem spremembe naravnosti javnofinančne politike, ki naj bi se v letu 2021 po ocenah zaostrlila, in sicer predvsem zaradi višjih pobranih prihodkov od predhodno ocenjenih in nekoliko nižjega zneska v okviru diskrečijskih spodbujevalnih ukrepov. Spremembe naravnosti javnofinančne politike za leto 2022 so predvsem posledica dodatnih spodbujevalnih ukrepov v okviru proračunov za leto 2022 in v manjši meri nediskrečijskih dejavnikov na strani prihodkov, ki vplivajo na popuščanje naravnosti.

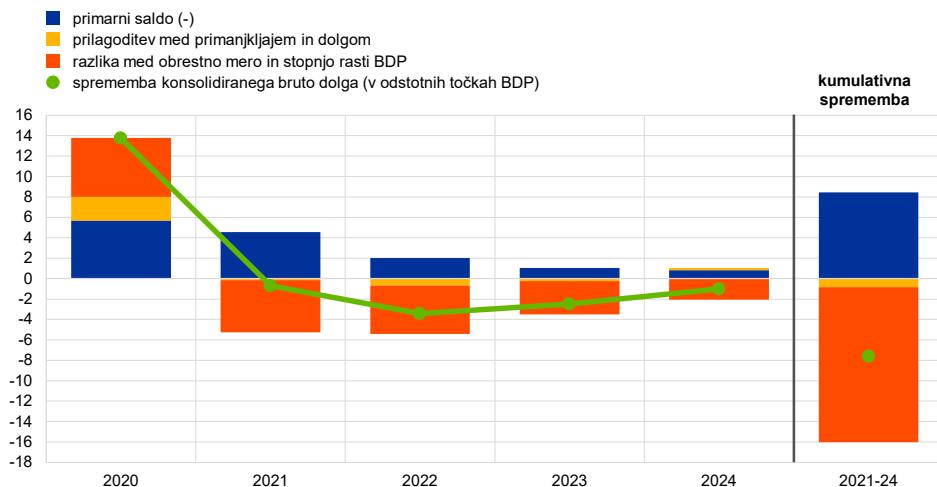
Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki se je v letu 2020 zelo povečal, naj bi se v letu 2021 rahlo zmanjšal na slabih 97% in nato v letu 2024 na okrog 90%. Po zvišanju stopnje dolga za 14 odstotnih točk v letu 2020 bo v letu 2021 vse manjši, a še vedno velik primarni primanjkljaj več kot odtehtalo dejstvo, da bo razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP precej prispevala k zmanjšanju dolga. V letih 2022 in 2023 naj bi se dolg zmanjševal hitreje, saj bo primarni primanjkljaj, ki povečuje dolg (trenutno se sicer zmanjšuje), odtehtala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter v manjši meri negativna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom (graf 31). Delež javnega dolga v razmerju do BDP naj bi se ob koncu obdobja projekcij leta 2024 stabiliziral na ravni okrog 90%, kar je 6 odstotnih točk več kot pred krizo. V celoti gledano je kriza zaradi COVID-19 precej manj negativno vplivala na gibanje skupnega dolga euroobmočju, kot se je na splošno predvidevalo v začetni fazi krize.²⁶

²⁶ Skladno z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2020 naj bi bil denimo delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu leta 2022 za 6,7 odstotne točke višji kot v sedanjih projekcijah.

Graf 31

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Z nacionalnimi javnofinančnimi politikami bi se morala zagotavljati ciljno usmerjena in rasti prijazna podpora podjetjem in gospodinjstvom, najbolj izpostavljenim pandemiji. To bi na podlagi postopnega umika javnofinančne podpore prispevalo k ohranitvi okrevanja in ublažitvi dolgoročnejših negativnih posledic. Postopno zmanjševanje proračunskih neravnovesij bi moralo temeljiti na odločnem premiku v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ in strukturnih reform, s katerimi bi se povečala sposobnost gospodarstev držav euroobmočja, da okrepijo rast. Mehanizem za okrevanje in odpornost v okviru instrumenta »EU naslednje generacije« in sveženj »Pripravljeni na 55« sta lahko pri tem v pomembno oporo, zlasti s pospešitvijo zelenega in digitalnega prehoda.

Okvirji

1 Motnje v dobavnih verigah in njihov vpliv na svetovno gospodarstvo

Pripravili Maria Grazia Attinasi, Mirco Balatti, Michele Mancini in Luca Metelli

Napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah, ki so se začele pojavljati proti koncu leta 2020, so posledica neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem po določenem blagu ter ovirajo sedanje okrevanje svetovnega gospodarstva. Napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah, imenovane tudi ozka grla v ponudbi, so večplasten pojav. Upad in kasnejše okrevanje gospodarske aktivnosti med pandemijo koronavirusa sta brez primere v zgodovini. Odražata obsežne premike v povpraševanju in ponudbi, do katerih je prišlo zaradi zapiranja in ponovnega odpiranja gospodarstev, velikih monetarnih in fiskalnih spodbud ter visoke ravni akumuliranega varčevanja, zlasti v razvitih gospodarstvih. Ker je bilo zaradi ukrepov za zajezevit pandemije mnogo manj priložnosti za trošenje v storitvenem sektorju (zlasti potovanja, turizem in rekreacijske dejavnosti), se je potrošnja preusmerila k blagu, kar je še dodatno okreplilo že tako močno ciklično okrevanje v blagovnem sektorju. Zaradi tako okrepljenega povpraševanja dobavitelji blaga po vsem svetu z velikimi težavami dohajajo povečan obseg naročil. Določeno vlogo so imele tudi idiosinkratične motnje v dobavnih verigah (npr. zaradi valov pandemije in neugodnih vremenskih razmer), ki so zavrle gospodarsko aktivnost in rast trgovinske menjave ter posredno potiskale cene navzgor. Ta okvir obravnava glavne značilnosti sedanjih ozkih grl v ponudbi. Prvič, njegov cilj je ločiti motnje v dobavnih verigah od dejavnikov na strani povpraševanja in od ocen, da so dejavniki povpraševanja resda odraz trenutne faze gospodarskega cikla, zato pa motnje v ponudbi lahko dejansko upočasnijo okrevanje in jih je zato treba natančno spremljati. Drugič, okvir podaja empirično oceno vpliva motenj v dobavnih verigah na svetovno gospodarsko aktivnost in na cene ter obravnava predpostavke o tem, kako se bodo te motnje razvijale v prihodnosti.¹

Motnje v dobavnih verigah zavirajo gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo na svetovni ravni. Najpomembnejši elementi so naslednji: i) težave v logističnem in transportnem sektorju, ii) pomanjkanje polprevodnikov, iii) omejitve gospodarske aktivnosti zaradi pandemije in iv) pomanjkanje delovne sile. Svetovni ladijski prevoz blaga močno ovirata pomanjkanja kontejnerjev in zastoji, do katerih prihaja ne le zaradi hitrega okrevanja svetovnega gospodarstva, preusmeritve povpraševanja od storitev k blagu in s tem povezanega velikega obsega uvoza, temveč tudi zaradi zapiranja pristanišč zaradi lokaliziranih in asinhronih izbruhanov

¹ Analiza vpliva motenj v dobavnih verigah na industrijsko proizvodnjo v euroobmočju je predstavljena v okvirju z naslovom »[Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju](#)« v tej številki Ekonomskega biltena.

COVID-19.² Zaradi tega so se stroški ladijskega prevoza, zlasti iz glavnih azijskih pristanišč v ZDA in Evropo, od konca leta 2020 dramatično povečali. Polprevodnikov je začelo primanjkovati v drugi polovici leta 2020 in je še posebej izrazito v avtomobilski industriji. V času velikega zaprtja javnega življenja so proizvajalci avtomobilov zmanjšali naročila čipov, hkrati pa se je močno povečalo povpraševanje po čipih za drugo elektronsko opremo (predvsem na račun obveznega dela od doma). Proizvajalce avtomobilov je strmo povečanje novih naročil v drugi polovici leta 2020 presenetilo, in ker proizvajalci polprevodnikov niso imeli veliko prostih zmogljivosti, proizvodnja čipov ni zmogla dohajati velikega povpraševanja, verjetno tudi zaradi premajhnih naložb v letih pred pandemijo.³ Pomanjkanje delovne sile je očitno manj razširjeno in bolj skoncentrirano v nekaterih gospodarstvih, kot sta ZDA in Združeno kraljestvo. V obeh državah kazalniki presežnega povpraševanja na trgu dela že presegajo predkrizne ravni, s čimer se sedanja dinamika razlikuje od počasnega okrevanja po svetovni finančni krizi. Manjša učinkovitost trga dela pri povezovanju iskalcev zaposlitve s prostimi delovnimi mesti ter nižja raven delovne aktivnosti sta deloma rezultat višjih nadomestil za brezposelnost, zgodnjih upokojitev, dejstva, da so mnogi ljudje prenehali delati, da bi skrbeli za otroke in druge družinske člane, pa tudi posledica zadržkov glede dela v kontaktno intenzivnih dejavnostih.⁴ Kot zadnje se je vpliv zgornjih dejavnikov na motnje v dobavnih verigah morda še dodatno povečal zaradi t. i. »učinka volovskega biča«, ki je pogost ojačitveni pojav, ko podjetja kopijo zaloge, ker pričakujejo močno povpraševanje, hkrati pa primankuje ključnih inputov v proizvodnem procesu, kot so surovine in polizdelki.

Podaljševanje dobavnih rokov v razvitih gospodarstvih od konca leta 2020 je najbolj očiten znak močno razširjenih napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah. Eden od kazalnikov, ki se najpogosteje uporablja kot približek takih napetosti, je svetovni indeks PMI za dobavne roke dobaviteljev (v nadaljnjem besedilu indeks PMI SDT), ki kvantificira dogajanja v času, potrebnem za dobavo inputov podjetjem. Ena glavnih prednosti indeksa PMI SDT je, da lahko zajame različne omejitve zmogljivosti (npr. pomanjkanje polizdelkov, zamude pri prevozu ali pomanjkanje delovne sile), zato je vseobsegajoč kazalnik napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah.⁵ Kot kaže ta kazalnik, so se dobavni roki v zadnjih mesecih izjemno podaljšali (graf A, slika a) in bodo podaljšani ostali dlje kot med začetnim šokom zaradi pandemije COVID-19. Graf kaže tudi, da obstajajo precejšnje razlike med razvitim in nastajajočimi tržnimi gospodarstvi, pri čemer so gospodarstva, kot so ZDA, euroobmočje in Združeno kraljestvo, mnogo bolj prizadeta kot glavna nastajajoča tržna gospodarstva. Kot zadnje, čeprav se je indeks PMI SDT zvišal za večino sektorjev, je zvišanje še posebej izrazito pri nekaterih vrstah proizvodov, kot

² Glej tudi okvir z naslovom »[What is driving the recent surge in shipping costs](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021.

³ Glej tudi okvir z naslovom »[Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2021.

⁴ Glej tudi okvir z naslovom »[Trg dela v ZDA in Združenem kraljestvu med okrevanjem po pandemiji](#)« v tej številki Ekomskega biltena.

⁵ Alternativni kazalnik ozkih grl v ponudbi so cene prevoza, ki pa dajejo le delno sliko pojava, saj zajemajo samo logistični sektor, medtem ko indeks PMI SDT daje širšo sliko in se giblje korelirano z gospodarsko aktivnostjo.

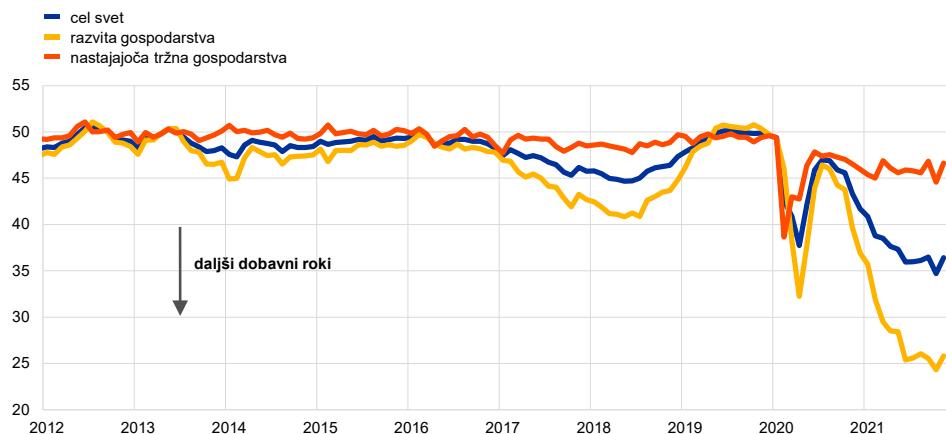
so tehnološka oprema in stroji (graf A, slika b), kar kaže, da je pomanjkanje polizdelkov v teh sektorjih večje.

Graf A

Dobavni rok dobaviteljev

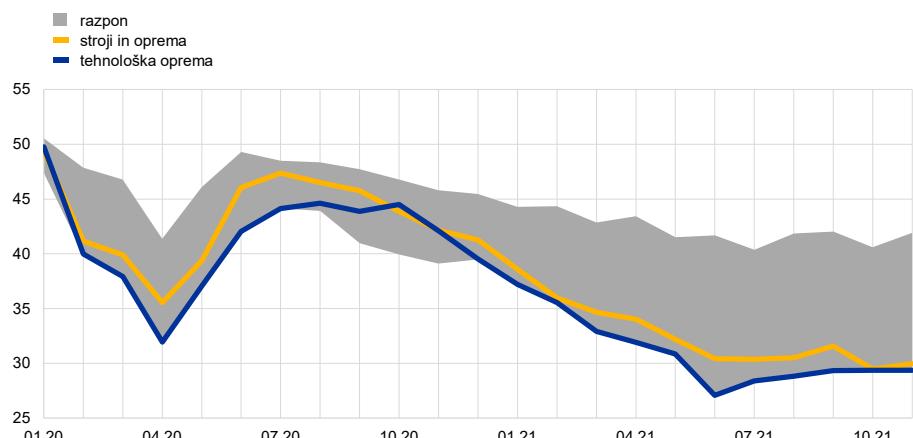
a) PMI SDT po regijah

(indeksi razpršitve)



b) Svetovni PMI SDT po sektorjih

(indeksi razpršitve)



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Osenčeno območje na sliki b) prikazuje razpon med najnižjo in najvišjo vrednostjo indeksa PMI SDT v 15 sektorjih (osnovni materiali, kemikalije, surovine, gozdarstvo in papirni izdelki, kovine in rudarstvo, blago za široko uporabo, avtomobili in avtomobilski deli, pijača in hrana, pijača, hrana, proizvodi za domačo/osebno uporabo, industrijsko blago, gradbeni material, stroji in oprema, tehnična oprema). Zadnji podatki so za november 2021.

Dobavni roki odražajo napetosti v proizvodnih mrežah in kažejo določeno stopnjo procikličnosti v primerjavi z nihanji proizvodnje. Indeks PMI SDT ponavadi tesno korelira z gibanjem svetovnega indeksa PMI za obseg proizvodnje v predelovalnih dejavnostih, ki je približek za gospodarski cikel, kar kaže, da se z naraščanjem obsega proizvodnje dobavni roki navadno podaljšajo. Da bi iz gibanja indeksa PMI SDT odstranili običajno podaljševanje dobavnih rokov, povezano s cikličnimi nihanji, uporabljam model mesečne bivariantne vektorske avtoregresije (VAR) za svetovni (brez euroobmočja) PMI za obseg proizvodnje v predelovalnih dejavnostih in za svetovni indeks PMI SDT, v katerem s pomočjo omejitve predznaka ugotavljam šoke, ki izhajajo iz okrevanja povpraševanja in motenj v dobavnih

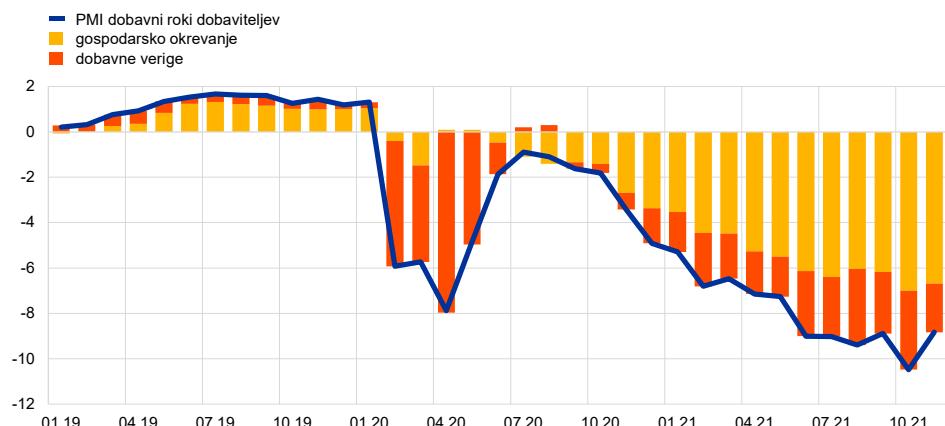
verigah.⁶ Natančneje, predpostavljamo, da motnje v dobavnih verigah podaljšujejo dobavne roke in zmanjujejo obseg proizvodnje, medtem ko povečano povpraševanje, ki ga povzroči gospodarsko okrevanje, podaljša dobavne roke in poveča obseg proizvodnje. Ta pristop nam omogoča, da odkrijemo strukturne šoke, ki usmerjajo gibanje indeksa PMI SDT, in še zlasti šok na strani ponudbe, ki ga uporabimo kot merilo šoka v dobavni verigi.

Naša empirična analiza kaže, da šoki v dobavni verigi povzročajo približno eno tretjino napetosti v svetovnih proizvodnih mrežah. Historična razčlenitev kaže, da so splošno raven indeksa PMI SDT sicer določali predvsem dejavniki povpraševanja, vseeno pa so k podaljševanju dobavnih rokov v zadnjih šestih mesecih eno tretjino prispevale motnje v dobavnih verigah, njihov prispevek pa se povečuje (graf B). Ob tem večji prispevek dejavnikov povpraševanja ni presenetljiv zaradi procikličnosti dobavnih rokov v obdobjih gospodarskega okrevanja in izjemno hitrega gospodarskega okrevanja po začetnem šoku zaradi pandemije COVID-19.⁷

Graf B

Modelska razčlenitev indeksa PMI za dobavne roke

(odstopanje od srednje vrednosti, prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Izračuni ECB na podlagi podatkov družbe Markit.

Opombe: Časovna razčlenitev svetovnega indeksa PMI za dobavne roke (brez euroobmočja), ki je bila dobljena z Bayesovo vektorsko avtoregresijo z dvema spremenljivkama z indeksoma PMI za obseg proizvodnje in za dobavne roke, ugotovljenega z omejitvami predznaka in ocenjenega za obdobje od maja 2007 do novembra 2021. Zadnji podatki so za november 2021.

Motnje v dobavnih verigah negativno vplivajo na svetovno industrijsko proizvodnjo in trgovinsko menjavo ter pozitivno vplivajo na inflacijo. Namen naše analize je kvantificirati vpliv zgoraj omenjenega šoka v dobavni verigi na gospodarsko aktivnost, trgovinsko menjavo in cene, ter posredno kvantificirati zaviralni vpliv, ki ga ima ta šok na gospodarsko okrevanje. V ta namen ocenimo vzporedni VAR s petimi endogenimi spremenljivkami (izvoz, uvoz in industrijska proizvodnja ter stopnje inflacije po indeksu cen živiljenjskih potrebščin in indeksu cen pri proizvajalcih). Ocenjeni šok v dobavni verigi se v model vključi kot eksogena

⁶ To identifikacijsko strategijo smo povzeli po Bhushan, S. in Struyven, D., »Supply Chains, Global Growth, and Inflation«, *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20. september 2021. Uporaba svetovnega PMI o obsegu proizvodnje v predelovalnih dejavnostih kot merila v tem modelu VAR omogoča hitro oceno šoka v dobavni verigi. To ne bi bilo mogoče s statističnimi podatki o gospodarski aktivnosti, ki se objavljajo s precejšnjim zamikom.

⁷ Na vrhuncu šoka zaradi COVID-19 aprila 2020 so bile motnje v dobavnih verigah glavni razlog za daljše dobavne roke.

spremenljivka. Za kvantifikacijo zaviralnega vpliva na aktivnost, trgovinsko menjavo in cene zatem pripravimo hipotetični scenarij, za katerega izvedeno postopek pogojnega napovedovanja za obdobje od novembra 2020 do septembra 2021, ki predpostavlja, da ni prišlo do motenj v dobavnih verigah (tj. šok v dobavni verigi je v celotnem obdobju postavljen na nič). Za to obdobje ugotavljamo, da bi bila svetovna trgovinska menjava brez šokov v dobavni verigi kumulativno višja za približno 2,7%, medtem ko bi bila svetovna industrijska proizvodnja višja za približno 1,4% (graf C, slika a). Vpliv na trgovinsko menjavo je večji kot vpliv na industrijsko proizvodnjo, ker je šibkost logističnega sektorja nesorazmerno prizadela trgovinsko menjavo. Poleg tega je mogoče, da je premik k domačim ponudnikom in izdelkom ublažil negativni vpliv na industrijsko proizvodnjo. Naše ugotovitve tudi kažejo, da imajo motnje v dobavnih verigah precejšen – in s časom vedno večji – vpliv na cene, kar se bistveno močneje kaže v indeksu cen pri proizvajalcih kot v indeksu cen življenjskih potreboščin (graf C, slika b).⁸ To bi lahko pripisali dejству, da so proizvajalci bolj neposredno izpostavljeni motnjam v dobavnih verigah kot potrošniki. Poleg tega se vedno višje cene pri proizvajalcih na potrošnike prenašajo le delno in/ali z zamikom. Kot zadnje velja omeniti, da zgornji agregatni rezultati prikrivajo precejšnje razlike med državami, saj ozka grla v ponudbi niso vseh prizadela v enaki meri. Ugotavljamo na primer, da so učinki večji v ZDA, kjer sta trgovinska menjava in industrijska proizvodnja za 4,3% oziroma 2,0% nižji od hipotetičnega scenarija brez motenj.

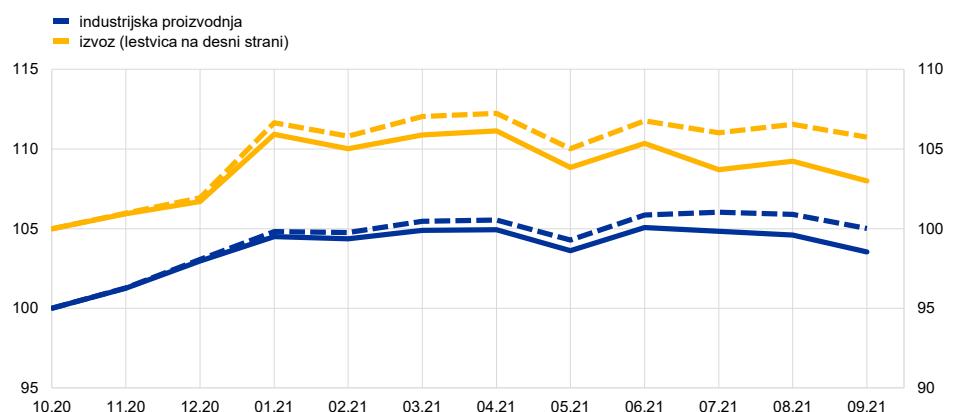
⁸ Iz funkcij impulznega odziva VAR je razvidno, da po šoku, ki traja eno obdobje, vpliv na inflacijo izzveni v šestih do devetih mesecih, medtem ko vpliv na realne spremenljivke traja približno štiri mesece.

Graf C

Ocene vpliva

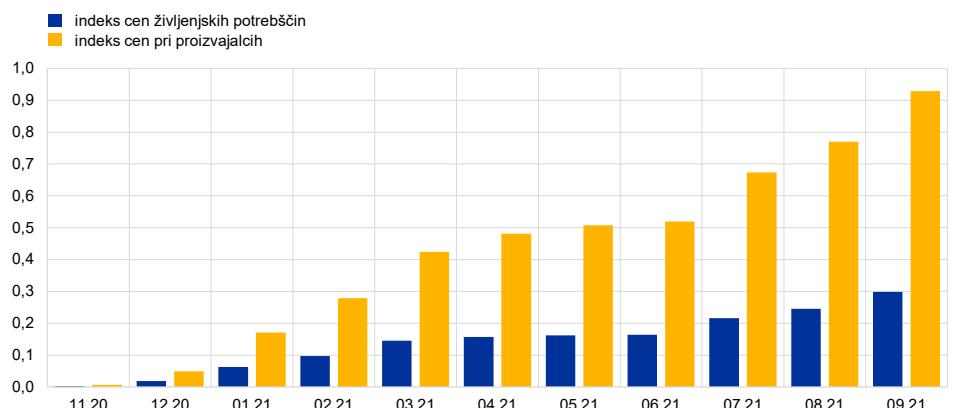
a) Svetovna (brez euroobmočja) trgovinska menjava in industrijska proizvodnja

(Oktober 2020 = 100)



b) Svetovni (brez euroobmočja) indeks cen živiljenjskih potrebščin in indeks cen pri proizvajalcih

(odstopanje od medletne mesečne inflacije v odstotnih točkah)



Vir: Izračuni ECB na podlagi podatkov Markit, CPB in OECD.

Opombe: Vpliv motenj v dobavnih verigah na obseg in cene se pridobi s pomočjo VAR, v katero se kot eksogena spremenljivka vključi strukturni ponudbeni šok (pridobljen kot s predznakom omejena VAR s indeksoma PMI za obseg proizvodnje in dobavne roke). Vpliv se izračuna kot razlika med gibanjem spremenljivk, dobljenih z uresničitvijo šoka in s hipotetičnim scenarijem, v katerem je šok med novembrom 2020 in septembrom 2021 postavljen na nič (tj. ni motenj v dobavnih verigah). Na sliki a) črtkane črte kažejo ocenjeno gibanje izvoza in industrijske proizvodnje brez ozkih gri v ponudbi. Na sliki b) stolpcji prikazujejo ocenjeni vpliv ozkih gri v ponudbi na indeks cen živiljenjskih potrebščin in na indeks cen pri proizvajalcih. Vsi svetovni agregati izključujejo euroobmočje. Zadnji podatki so za september 2021.

Motnje v dobavnih verigah bodo po pričakovanjih postopno izginile v drugi polovici leta 2022, čeprav je negotovost glede njihovega razvoja še vedno velika. Zaradi njihove večplastne narave bodo nekatere motnje morda potrebovale več časa kot druge, da izginejo. Na primer, za obsežnejše povečanje proizvodnje polprevodnikov so potrebne velike naložbe in ker je za to potrebnega precej časa, je občutno izboljšanje mogoče pričakovati šele proti koncu leta 2022 ali v letu 2023. Zmanjševanje primanjkljaja v ponudbi delovne sile bo v prihodnjih mesecih odvisno od razvoja državnih ukrepov pomoči in zajezitvenih ukrepov ter števila novih okužb s koronavirusom. Stroški prevoza so se v zadnjem času že zmanjšali, predvsem zaradi začasnih dejavnikov (npr. zaradi ponovnega odpiranja pristanišč v južni Aziji, ko se je število okužb s COVID-19 zmanjšalo), vendar so še vedno blizu rekordnih vrednosti. Razpoložljive anketne informacije, ki povzemajo poglede podjetniškega

sektorja, kažejo, da bodo razmere verjetno ostale zaostrene še večino leta 2022 ali kar celo leto.⁹

Kar zadeva prihodnje obdobje, ni mogoče izključiti tveganja nadalnjih motenj na strani ponudbe, zlasti če se bo pandemija ponovno zaostriла. Nova različica omikron je ponovno vzbudila strahove o možni zaostritvi pandemije na svetovni ravni. Izbruhi okužb bi lahko povzročili lokalizirana zaprtja v pristaniščih ali podjetjih, kar bi povzročilo nadaljnje motnje v proizvodnji in prevozu, ki bi zavirale gospodarsko aktivnost in ustvarjale pritiske na rast cen. Poleg tega bi novi zaježitveni ukrepi za omejitve širjenja okužb (npr. omejitve mobilnosti in mednarodnega zračnega prometa) ter prostovoljne omejitve lahko ponovno sprožili preusmeritev povpraševanju od storitev k blagu, kar bi zaostriло ozka grla v ponudbi. Če pa bi se po drugi strani skupno povpraševanje potrošnikov zmanjšalo, bi to lahko nekoliko omililo svetovne omejitve na strani ponudbe, ki so, kot je prikazano zgoraj, večinoma posledica močnega povpraševanja. Poleg tega bi povečanje zmogljivosti v proizvodnji polprevodnikov in prevozu, ki bi bilo hitrejše od pričakovanega, lahko privedlo do hitrejšega izginjanja motenj na strani dobave.

⁹ Glej okvir z naslovom »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, ECB *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021; Oxford Economics, Research Briefing Global, »Supply chain problems peaking, but risks remain«, avtor Tim Hunter, 18. november 2021; *The Beige Book*, Federal Reserve System, 20. oktober 2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond and Federal Reserve Bank of Atlanta, 14. oktober 2021; *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d' Italia, 8. november 2021.

Trg dela v ZDA in Združenem kraljestvu med okrevanjem po pandemiji

Pripravili Katrijn Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Michel Soudan in Tajda Spital

Trga dela v ZDA in Združenem kraljestvu sta si v okrevanju po pandemiji v marsičem podobna, čeprav z različnimi posledicami za plače.

Ta okvir obravnava gibanja na trgu dela po pandemiji v ZDA in Združenem kraljestvu. Kaže, da v obeh državah neravnovesje med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela povzroča zelo veliko napetost trga dela, kar je neobičajno za tako zgodnjo fazo okrevanja. To bi lahko povzročilo široko razširjene cenovne pritiske, ki bi lahko predstavljali tveganje za inflacijo. Takšni pritiski postajajo vse bolj vidni v ZDA, medtem ko so v Združenem kraljestvu manj izraziti.

V ZDA je povpraševanje po delovni sili večje od ponudbe Po najnovejših razpoložljivih podatkih je bila oktobra 2021 stopnja delovne aktivnosti še vedno bistveno nižja kot pred krizo (1,7 odstotne točke pod ravnjo iz februarja 2020). Takšna raven je običajno prisotna v zgodnji fazi okrevanja v ciklu trga dela. Cilj maksimalne zaposlenosti, ki ga zasleduje ameriška centralna banka in pri katerem je stopnje delovne aktivnosti eden od elementov, očitno še zdaleč ni dosežen (graf A). Po drugi strani podjetja v odgovor na hitro okrevanje ameriškega gospodarstva pospešeno odpirajo delovna mesta. Zaradi tega je število prostih delovnih mest doseglo zelo visoko, celo rekordno raven, ki je po navadi značilna za pozno fazo v ciklu trga dela. Zato je stopnja pomanjkanja delovne sile že poskočila na raven pred krizo, namesto da bi počasi okrevala, kot se je zgodilo po svetovni finančni krizi (graf A).¹ Pomanjkanje odziva s strani ponudbe dela (nizka stopnja aktivnosti) na naraščanje povpraševanje po delu (visoka raven prostih delovnih mest) kaže na manjšo učinkovitost trga dela pri povezovanju ponudbe in povpraševanja v tekočem okrevanju. To očitno velja zlasti za podjetja s pogostimi stiki s strankami, kot so bari in restavracije, ki imajo težave pri pridobivanju delavcev. Ponudba delovne sile se je zmanjšala tudi zaradi začasnega zvišanja nadomestil za brezposelnost (posebej za delavce z nižjimi dohodki), predčasnih upokojitev in dejstva, da morajo zaposleni, zlasti ženske, namenjati več časa skrbi za otroke in druge družinske člane.² To deloma pojasnjuje pojav, ki je bil poimenovan »velika resignacija«, saj so programi pomoci dali ljudem več svobode, da pustijo službo ali so bolj selektivni, ko iščejo novo.

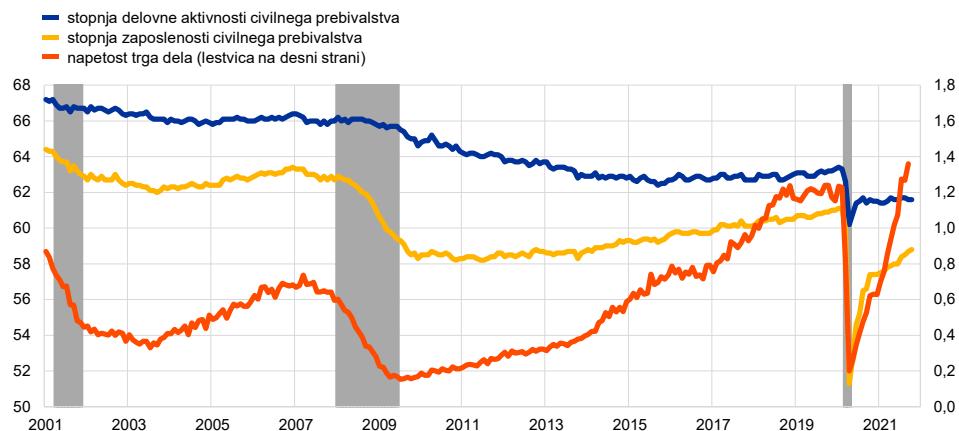
¹ Anketa Empire State Manufacturing Survey potrjuje, da podjetja s težavo pridobivajo delavce.

² Počasno okrevanje delovne aktivnosti starejših skupin v ZDA bi lahko bilo deloma povezano s strahom pred pandemijo. Za podrobno analizo na ravni euroobmočja glej okvir z naslovom »Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021.

Graf A

Stopnja zaposlenosti, stopnja delovne aktivnosti in napetost trga dela v ZDA

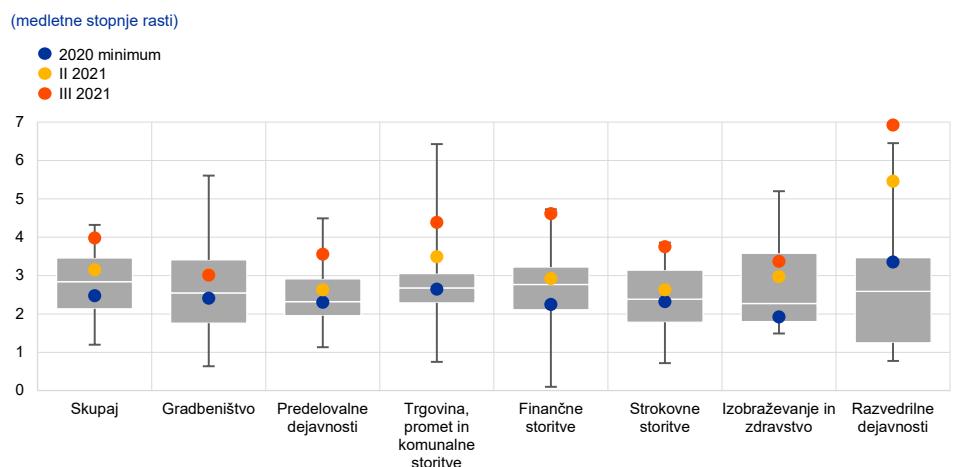
(v odstotkih civilnega prebivalstva; razmerje med prostimi delovnimi mestami in brezposelnostjo; mesečno)



Zaradi večje napetosti trga dela se širijo pritiski na rast plač. Medtem ko je število prostih delovnih mest visoko v številnih panogah, je bila rast plač – merjena z indeksom stroškov zaposlovanja – vse do letošnjega drugega četrtletja omejena na razvedrilne dejavnosti in gostinstvo, kjer so se podjetja trudila, da bi ta kontaktno intenzivna in večinoma slabo plačana delovna mesta naredila bolj privlačna (graf B). Nato pa je v tretjem četrtletju pospeševanje rasti plač postalo vidno tudi v večini drugih panog, kot so trgovina in v manjšem obsegu predelovalne dejavnosti, finančne storitve in strokovne storitve, čeprav slednje tri še vedno ostajajo v razponu, ki je bil zabeležen v preteklosti. Ta premik je sprožil razpravo o tveganju nadaljnjega širjenja plačnih pritiskov in o možnosti, da bi rast plač na koncu lahko povzročila plačno-cenovno spiralo. Ali se bo to tveganje uresničilo, je odvisno od različnih dejavnikov. Prvič, večina dejavnikov, ki zmanjšujejo ponudbo dela v ZDA, bo predvidoma začasnih in se bodo v prihodnjih mesecih obrnili, kar bo zmanjšalo raven napetosti trga dela. Začasno zvišanje nadomestil za brezposelnost se je že izteklo. Drugič, število novih okužb s koronavirusom se že od poletja zmanjšuje, kar bi moralo ublažiti strah pred vrnitvijo na delo v kontaktno intenzivnih dejavnostih, ponovno odpiranje šol pa bo predvidoma omogočilo staršem, da se vrnejo na delo. Obenem je nadpovprečno visoka rast produktivnosti zadrževala stroške dela na enoto proizvoda, ki so za podjetja pri določanju cen bolj relevantni kot nominalne plače, blizu dolgoročnega povprečja. Tretjič, nedavno zviševanje inflacije v veliki meri poganjajo blago in storitve, pri katerih je rast plač doslej ostala nizka (npr. proizvodnja avtomobilov), ali pa je povezano z drugimi dejavniki (npr. z najemninami, ki so odvisne od dogajanj na nepremičninskem trgu). Po drugi strani, čeprav indeksacija plač na inflacijo v ZDA ni običajna praksa, bi okolje visoke inflacije (najvišja skupna inflacija od leta 1990) v povezavi z napetostjo trga dela lahko ustvarilo tveganje, da bodo zahteve za višje plače v prihodnje vse pogosteje.

Graf B

Indeks stroškov zaposlovanja v ZDA po panogah

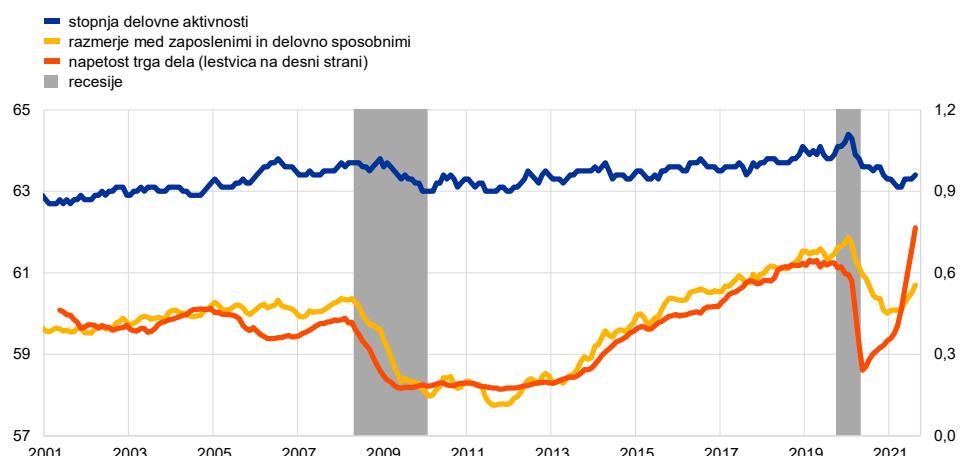


Tudi trg dela v Združenem kraljestvu kaže znake vse večje napetosti, povezane s počasnim okrevanjem zaposlovanja in delovne aktivnosti prebivalstva. Enako kot v ZDA se tako stopnja zaposlenosti kot tudi stopnja delovne aktivnosti zelo počasi približuje predkriznim ravnem. Razmika glede na februar 2020 v višini 1,2 odstotne točke za zaposlenost in 0,9 odstotne točke za delovno aktivnost sta še vedno precejšnja in kažeta, da je okrevanje trga dela še v zgodnji fazi (graf C). Nasprotno se število prostih delovnih mest povečuje razmeroma hitro, saj se podjetja v Združenem kraljestvu po eni strani soočajo s povečanim povpraševanjem po blagu in storitvah (ki ga poganja ponovno odpiranje gospodarstva), po drugi pa z zmanjšano ponudbo nizko kvalificiranih delavcev iz EU (zaradi brexita). Zato je napetost trga dela že presegla predkrizne ravnin in kaže na pozno fazo v ciklu, s čimer se razlikuje od počasnega okrevanja po svetovni finančni krizi (graf C). Podobno kot v ZDA kaže počasen odziv ponudbe dela na močno povpraševanje po delu tudi v Združenem kraljestvu na majhno učinkovitost povezovanja ponudbe in povpraševanja. Razlogi so tudi tu podobni, dodatno pa še nizka stopnja delovne aktivnosti mnogih mladih, ki so se odločili, da ostanejo v izobraževanju. Drug razlog za napetost trga dela bi lahko bil program državnega sofinanciranja delavcev na čakanju, saj so imeli delojemalci, ki so bili v programu, manj spodbude, da se pridružijo krogu iskalcev zaposlitve in se prijavljajo za nove službe. Program se je septembra končal, kar pomeni, da je napetost trga dela morda že manjša, kot kažejo uradni podatki.

Graf C

Stopnja zaposlenosti, stopnja delovne aktivnosti in napetost trga dela v Združenem kraljestvu

(v odstotkih delovno sposobnega prebivalstva in razmerje med prostimi delovnimi mesti in brezposelnostjo, 3-mesečno drseče povprečje)



Pritiski na rast plač so zaradi različnih gibanj na področju prostih delovnih mest doslej ostali omejeni na nekatere sektorje. Čeprav ostaja na ravni celotnega gospodarstva rast povprečne tedenske plače visoka (septembra 5,8%), večina tega povečanja prihaja iz negativnih baznih učinkov, ki obstajajo zaradi uvedbe programa državnega sofinanciranja delavcev na čakanju v lanskem letu.³ To je mogoče opaziti tudi na panogni ravni, saj so bazni učinki v letošnjem drugem četrletju pognali rast plač v večini panog na zgodovinsko visoke ravni. Najnovejši podatki za tretje četrletje kažejo, da se rast plač ni dodatno povečala, v večini primerov pa se je celo upočasnila (graf D).⁴ Zvišanja plač so bila najbolj izrazita pri strokovnih in poslovnih storitvah ter v panoghah, ki so se prej zanašale na nizko kvalificirane migrantske delavce (gradbeništvo ter razvedrilne dejavnosti in gostinstvo). Omeniti velja, da so se plače za nekatere poklice (npr. vozniki tovornjakov) sicer močno povečale, vendar se to povečanje ni razširilo na celotno panogo (trgovina, promet in komunalne storitve). Zato se zdi, da je tveganje vsesplošnih pritiskov na rast plač in plačno-cenovne spirale na tej točki v okrevanju manj verjetno, saj osnovna rast plač ostaja bistveno bolj umirjena.

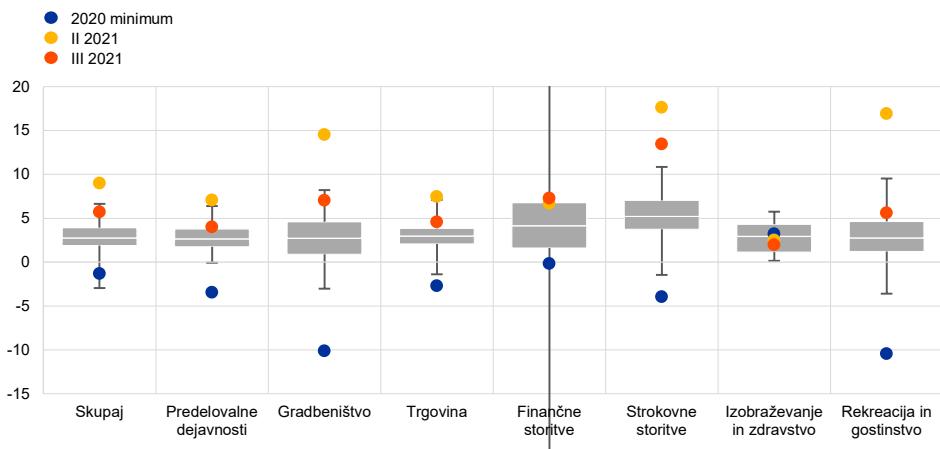
³ S programom državnega sofinanciranja čakanja na delo so delavci v programu dobili 80% običajne plače do največ 2.500 GBP na mesec. Zaradi tega se je povprečna tedenska plača precej zmanjšala.

⁴ Če primerjamo dve leti stopnje rasti plač, preračunane na letno raven, vpliv baznega učinka izgine, tako da drugo in tretje četrletje kažeta zgolj zmerne pritiske na rast plač.

Graf D

Povprečna tedenska plača po panogah v Združenem kraljestvu

(medletne stopnje rasti, 3-mesečno drseče povprečje)



Na splošno tako v ZDA kot tudi v Združenem kraljestvu primanjkuje delavcev, dogajanja na področju plač pa se nekoliko razlikujejo. Dejavniki, ki zavirajo ponudbo dela, bodo predvidoma v obeh državah nekoliko popustili. V Združenem kraljestvu bo to verjetno zmanjšalo napetost trga dela in oslabilo cenovne pritiski, ki so bili – vsaj doslej – zelo lokalizirani. V ZDA bi pričakovanja, da se bo močna gospodarska rast na kratki rok nadaljevala, lahko časovno podaljšala napetost trga dela, kar bi lahko povzročilo bolj splošno zvišanje plač.

3

Pogoji financiranja z vidika podjetij v euroobmočju

Pripravili Annalisa Ferrando in Sofia Gori

V tem okvirju so na podlagi anketnih podatkov na ravni podjetij obravnavani novi kazalniki pogojev financiranja za podjetja v euroobmočju. Svet ECB si od začetka pandemije, zlasti pa od decembra 2020, prizadeva, da bi med trajanjem pandemije ohranjal ugodne pogoje financiranja, ki jih razume kot orodje pri usmerjanju denarne politike.¹ ECB pri merjenju pogojev financiranja uporablja celosten pristop, ki zajema širok spekter kazalnikov vzdolž celotne verige transmisije denarne politike. Ti kazalniki segajo od faz višje v verigi – z obrestnimi mermi, ki so na začetku procesa transmisije (tj. netvegane obrestne mere in donosnost državnih obveznic) – do faz nižje v verigi, ki vključujejo kazalnike, s katerimi se merijo vplivi na stroške in obseg zunanjega financiranja, ki je na voljo podjetjem in gospodinjstvom. V tem okvirju se osredotočamo na nove kazalnike pogojev financiranja nižje v verigi, s katerimi se srečujejo nefinančne družbe, pri čemer so ti kazalniki izračunani na podlagi podatkov iz [ankete o dostopu podjetij do financiranja \(SAFE\)](#). Ti podatki dopolnjujejo analizo pogojev financiranja, ki temelji na kvantitativnih bančnih in tržnih kazalnikih.

Na podlagi bogatega nabora podatkov iz ankete SAFE trije sintetični kazalniki povzemajo informacije o tem, kako podjetja od leta 2009 ocenjujejo pogoje financiranja v euroobmočju. Anketa SAFE vključuje vprašanja, razdeljena v štiri skupine. Prva skupina zajema spremembe cenovnih pogojev ter se nanaša na bančne obrestne mere in druge stroške bančnega financiranja (tarife, opravnine in provizije), medtem ko se druga skupina osredotoča na spremembe necenovnih pogojev ter zajema zavarovanje posojil in druge dejavnike, na primer potrebna jamstva, zahteve glede informacij, postopki, čas za odobritev posojila in posojilne klavzule. Tretja skupina vprašanj se nanaša na finančni položaj podjetij ter se osredotoča na spremembe dobička, lastnega kapitala in kreditne preteklosti, če te spremenljivke po mnenju anketirancev vplivajo na dostop podjetja do kreditov. Spremembe teh spremenljivk razkrivajo informacije o finančni trdnosti bilanc posojiljemalcev, banke pa jih uporabljajo pri odločanju o tem, ali bodo stranki posojilo odobrile ali ne. Na podlagi vprašanj iz četrte skupine je mogoče dobiti informacije o tem, kako podjetja ocenjujejo spremembe v »pripravljenosti« bank, da odobrijo posojila, pa tudi pomembne informacije o ponudbi zunanjega financiranja. Z odgovori na ta vprašanja je mogoče dobiti posreden vpogled v to, koliko operacije denarne politike prispevajo k izboljšanju dostopa do bančnega financiranja in torej k ohranjanju kreditiranja realnega gospodarstva. Če za izhodišče vzamemo posamezne odgovore okrog 35.000 podjetij na vprašanja iz navedenih štirih skupin,²

¹ Glej Lane, P., »[The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#)«, govor na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25. februar 2021.

² To ustreza skupno 58.000 podatkom v obdobju 2009–2021 (do septembra).

lahko s faktorsko analizo zajamemo različne vidike splošnih pogojev financiranja.³

Na podlagi te analize se določijo tri »glavne komponente«, ki se nanašajo na finančni položaj podjetij, necenovne pogoje in cenovne pogoje. Omenjene komponente so prikazane v grafu A po vrstnem redu glede na njihov pomen pri pojasnjevanju skupne variance pogojev financiranja. Pozitivna vrednost posamezne glavne komponente pomeni zaostritev pogojev financiranja.

Na splošno je na podlagi obravnavanih treh kazalnikov mogoče sklepati, da je imelo to, kako so podjetja ocenjevala pogoje financiranja, več pomembnih faz, ki so bile tesno povezane s takratnimi ukrepi denarne politike ECB (graf A, vse slike). Sodeč po teh kazalnikih so se pogoji financiranja v zadnjem desetletju na splošno izboljšali, kar je skladno s spodbujevalno naravnano denarno politiko v tem obdobju in z ukrepi, sprejetimi za obnovitev transmisijskega mehanizma po svetovni finančni krizi.⁴ Čeprav so bili v večjem delu tega obdobja pogoji financiranja za mala in srednje velika podjetja na splošno strožji kot za velika podjetja, so se pogoji financiranja izboljšali za podjetja vseh velikosti, njihova ublažitev pa je potekala neprekinjeno ob le začasnih obdobjih zaostritve.

³ Tehnično gledano dobimo s faktorsko analizo več glavnih komponent. S Hornovo vzporedno analizo smo obdržali tri glavne komponente, ki pojasnjujejo več kot 65% skupne variance v podatkovnem nizu osmih posameznih spremenljivk. Potem ko smo veljavnost zmanjšane količine podatkov ocenili z uporabo Kaiser-Meyer-Olkinove in Cronbachove alfa statistike, smo s poševno rotacijo faktorskih obremenitev dobili korelirane faktorje. Na podlagi matrike rotiranih faktorskih obremenitev smo vsaki glavni komponenti dodelili specifičen pomen, tako da smo upoštevali največje obremenitve za vsako spremenljivko.

⁴ Podrobni opis različnih faz in ukrepov ECB, sprejetih do začetka pandemije COVID-19, je v članku z naslovom »[Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

Graf A

Kazalniki pogojev financiranja na podlagi faktorske analize

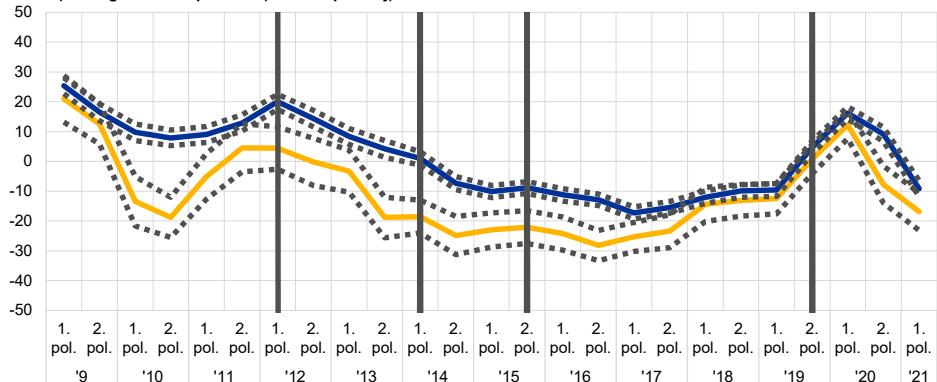
(tehtane vrednosti v odstotkih)

— mala in srednje velika podjetja

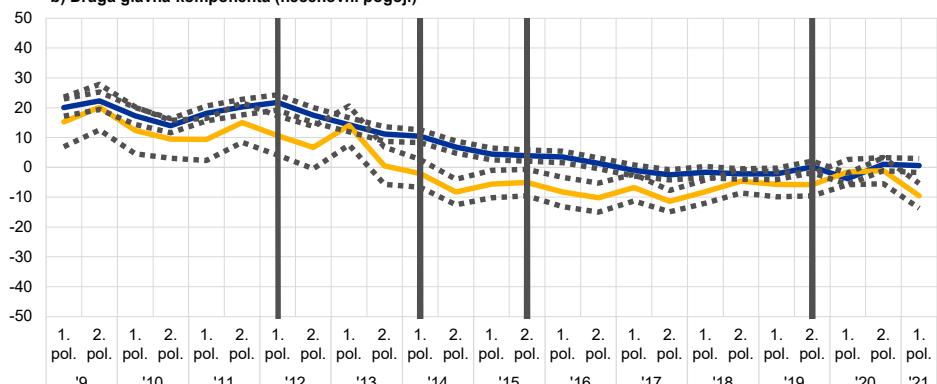
— velika podjetja

— 95-odstotni interval zaupanja

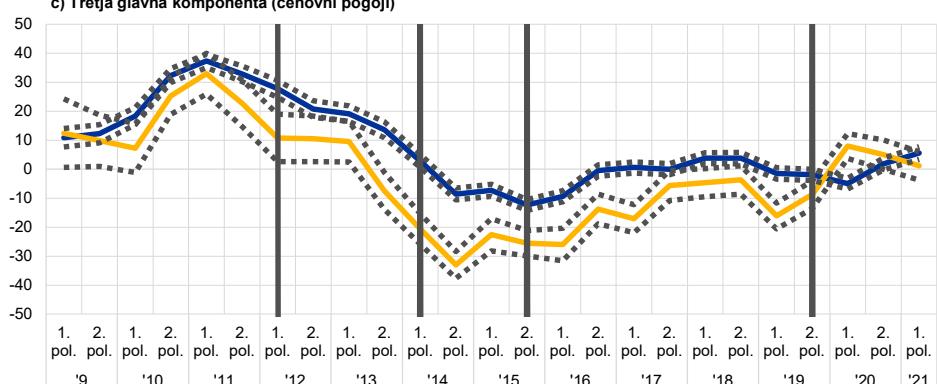
a) Prva glavna komponenta (finančni položaj)



b) Druga glavna komponenta (necenovni pogoji)



c) Tretja glavna komponenta (cenovni pogoji)



Zadnja faza v ocenjevanju, kako podjetja dojemajo spremembe pogojev financiranja, je sovpadala z začetkom izvajanja izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) in s sprostivijo pogojev v tretji seriji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III). Iz najnovejših anketnih rezultatov, ki zajemajo obdobje od aprila 2021 do septembra 2021, je razvidno, da se je po hitrem gospodarskem upadu dostop do financiranja izboljšal v tolikšni meri, da je razpoložljivost zunanjega financiranja presegla povpraševanje. Vendar pa so bile v zadnji fazi ocene pogojev financiranja, dobljene na podlagi treh glavnih komponent, različne zaradi specifične narave gospodarske krize, ki je bila posledica pandemije.

Prvi kazalnik pogojev financiranja izpostavlja vlogo sprememb v kakovosti bilanc podjetij (dobiček, lastni kapital in kreditna sposobnost) pri določanju njihovega dostopa do zunanjega financiranja (finančni položaj: graf A, slika a). Če se osredotočimo na obdobje tik pred pandemijo in med njo (zadnji štirje krogi ankete), se je po precejšnjem poslabšanju na začetku pandemije finančni položaj podjetij izboljšal vzporedno s ponovno okrepitvijo gospodarske aktivnosti. Od aprila 2020 do marca 2021 so mala in srednje velika podjetja poročala o izrazitem upadu dobička in o določenem poslabšanju kapitalskega položaja. Ker oba kazalnika pomembno vplivata na odločitve bank o dodeljevanju posojil, so podjetja to poslabšanje razumela kot oviro za dostop do zunanjega financiranja. V zadnjem krogu ankete (od aprila 2021 do septembra 2021) so mala in srednje velika podjetja nakazala, da pogoji znova postajajo blažji, kar je bilo odraz optimističnega dojemanja dolgoročne rasti prometa, čeprav je bilo poslovanje z vidika dobička še naprej šibko. Poslabšanje dobička so zabeležila tudi velika podjetja, vendar je bilo kratkotrajno.

Druga komponenta se osredotoča zlasti na dejavnike, povezane s spremembami zahtev glede zavarovanja posojil in drugih jamstev (necenovni pogoji: graf A, slika b). Ta kazalnik je bil skozi čas stabilnejši in se je na splošno zniževal. Sodeč po tem kazalniku so se pogoji financiranja med pandemijo izboljšali samo za velika podjetja, medtem ko so se za mala in srednje velika podjetja poslabšali zaradi povečanja zahtev glede zavarovanja posojil in drugih zahtev, kot so pogodbene klavzule.

Tretja komponenta odraža predvsem spremembe obrestnih mer in drugih stroškov financiranja (cenovni pogoji: graf A, slika c). To je komponenta, ki bi v zgoraj opisanih štirih fazah lahko najbolje odražala transmisijo denarne politike v pogoje financiranja za podjetja. Pri malih in srednje velikih podjetjih nakazuje, da so se pogoji nekoliko zaostrili od oktobra 2020 dalje, kar je bilo povezano z bančnimi stroški, pri velikih podjetjih pa kaže, da so se zaostrili na začetku pandemije, ki se je v zadnjem obdobju (od aprila 2021 do septembra 2021) precej umirila.

Ocene podjetij glede cenovnih pogojev financiranja tesno sledijo gibanju pogojev, o katerih poročajo banke v euroobmočju. V grafu B je prikazana primerjava komponente »cenovni pogoji« z dvema pomembnima vidikoma bančnih pogojev, dogovorjenih v posojilnih pogodbah. To so marže za povprečna posojila in marže za bolj tvegana posojila, opredeljene kot pribitek na relevantne tržne obrestne mere. O spremembah teh spremenljivk banke v euroobmočju redno poročajo v

četrtletni anketi o bančnih posojilih.⁵ Od leta 2009 se povečanje (zmanjšanje) bančnih marž odraža v poslabšanju (izboljšanju) pogojev financiranja, o katerih poročajo podjetja. Tik pred začetkom pandemije je bilo mogoče iz rezultatov ankete o bančnih posojilih sklepati, da je bilo zaostrovanje kreditnih pogojev vsespološno, čeprav so bile obrestne mere bank za posojila še vedno ugodne glede na pretekle ravni. Banke so kot vzrok zaostrovanja navajale krepitev tveganj za kreditno sposobnost podjetij (tukaj zajeto tudi s prvim kazalnikom) in možnost morebitnih izgub iz posojil v prihodnosti. S tem ko je gospodarsko okrevanje zajelo vse več podjetij, se je zaostrovanje zmanjšalo, marže za posojila pa so bile, sodeč po rezultatih ankete o bančnih posojilih v zadnjem razpoložljivem krogu ankete SAFE, večinoma nespremenjene. Hkrati so se po ocenah malih in srednje velikih podjetij cenovni pogoji financiranja poslabšali. Zadnja zaostritev, tj. v obdobju od aprila 2021 do septembra 2021, bi bila lahko posledica manjše uporabe posojil s poroštvo države, povezanih s pandemijo, ki so jih banke navadno dodeljevale pod zelo ugodnimi pogoji, vključno z ohlapnejšimi kriteriji odobravanja posojil.

⁵ Za vsak (polletni) krog ankete SAFE je bilo izbrano povprečje odgovorov v anketi o bančnih posojilih v pripadajočih dveh četrtletjih.

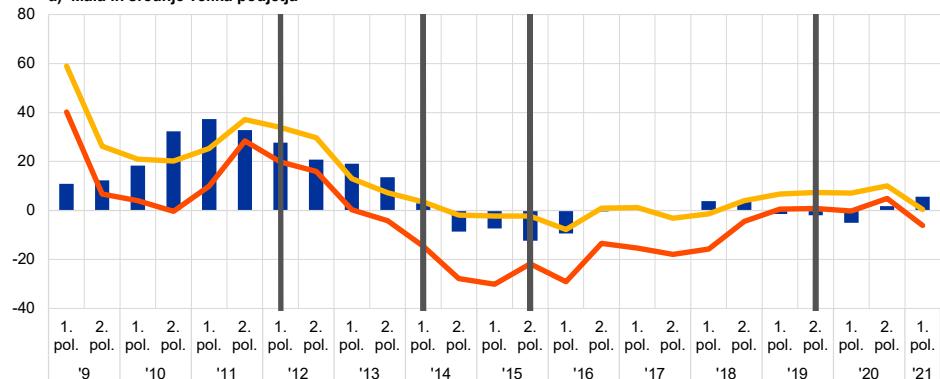
Graf B

Bančni posojilni pogoji in tretja glavna komponenta (cenovni pogoji)

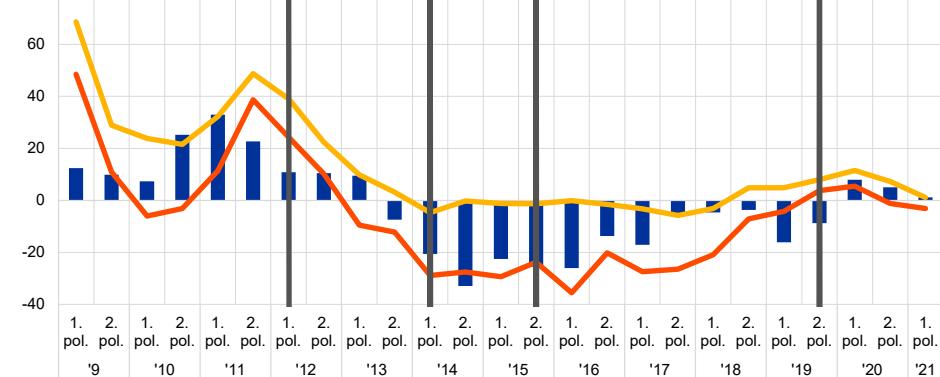
(neto odstotki pri maržah; tehtane vrednosti pri cenovnih pogojih v odstotkih)

- cenovni pogoji
- marže za bolj tvegana posojila na podlagi ankete o bančnih posojilih
- marže za povprečna posojila na podlagi ankete o bančnih posojilih

a) Mala in srednje velika podjetja



b) Velika podjetja



Vira: anketa o bančnih posojilih v euroobmočju ter anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

Opombe: Pozitivne vrednosti pomenijo poslabšanje glavne komponente in neto povečanje marž za posojila. Mala in srednje velika podjetja imajo manj kot 250 zaposlenih. Posamezne dobljene vrednosti za glavno komponento so tehtane z razredom velikosti, gospodarsko dejavnostjo in državo, da bi tako odražale ekonomsko strukturo zadevne populacije podjetij. Posamezne dobljene vrednosti so standardizirane, tako da znašajo od -1 do 1, in pomnožene s 100, da bi dobili tehtana ravnotežja v odstotkih. Za vsak (polletni) krog ankete SAFE je bilo izbrano povprečje odgovorov v anketi o bančnih posojilih v pripadajočih dveh četrtelejih. Prva navpična siva črta označuje najavo dokončnih denarnih transakcij, druga navpična siva črta začetek prve serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR I) in politike negativnih obrestnih mer, tretja navpična siva črta začetek druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR II) in programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, zadnja navpična siva črta pa začetek izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III). Zadnji podatki se nanašajo na obdobje od aprila 2021 do septembra 2021.

Z zaostritvijo pogojev financiranja, zaradi česar se poveča katera od glavnih komponent, se poveča verjetnost, da bo podjetje poročalo o pričakovanem poslabšanju prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil (graf C). V anketi SAFE so sodelujoča podjetja naprošena, da navedejo svoja pričakovanja glede prihodnje razpoložljivosti zunanjega financiranja v šestih mesecih po izvedbi terenskega dela.⁶ Po pristopu, ki sta ga uporabila Ferrando in Ganoulis,⁷ se z uporabo modela logit pričakovano poslabšanje prihodnje razpoložljivosti bančnih posoil poveže z

⁶ V zadnjem krogu ankete so bila denimo podjetja med sredino septembra in sredino oktobra 2021 naprošena, da poročajo o spremembah dostopa do financiranja v obdobju od aprila 2021 do septembra 2021 ter o pričakovanih spremembah dostopa do financiranja v obdobju od oktobra 2021 do marca 2022.

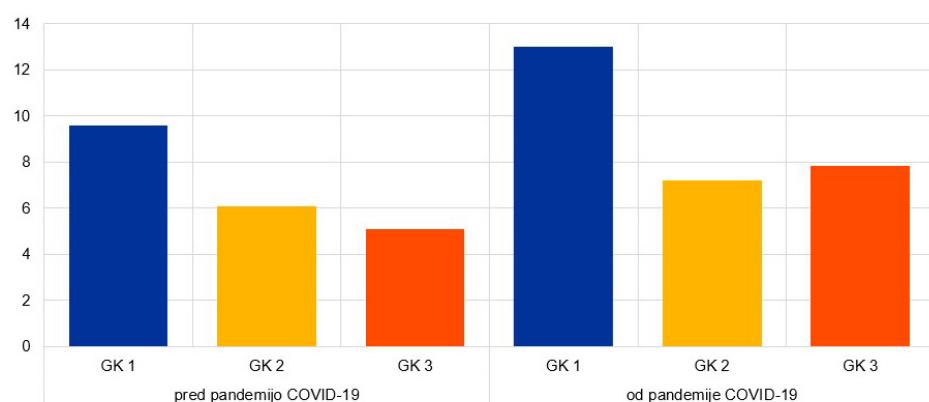
⁷ Ferrando, A., in Ganoulis, I., »Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic«, Working Paper Series, št. 2446, ECB, 2020.

obravnavanimi tremi glavnimi komponentami, z naborom slepih spremenljivk, s katerimi se ločeno za vsako državo in obdobje kontrolira za makroekonomska gibanja, in z značilnostmi podjetja (sektor in velikost).⁸ V grafu C je prikazana verjetnost, da bo podjetje poročalo o poslabšanju prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil zaradi sprememb pogojev financiranja (povprečni mejni učinki). Prvi trije stolpci temeljijo na ocenah za obdobje pred pandemijo, drugi trije pa na ocenah za obdobje po začetku pandemije. Vsi navedeni mejni učinki so pozitivni in statistično pomembni.

Graf C

Prispevek kazalnikov pogojev financiranja k poslabšanju ocenjene prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil

(povprečni mejni učinki, odstotki)



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

Opombe: Povprečni mejni učinki povečanja glavnih komponent za en standardni odklon na poslabšanje prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil na podlagi logistične regresije. GK pomeni »glavna komponenta«, GK 1 se nanaša na finančni položaj podjetij, GK 2 na necenovne pogoje in GK 3 na cenovne pogoje.

Od začetka pandemije COVID-19 so podjetja postajala vse bolj zaskrbljena zaradi morebitnega zmanjšanja prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil, če bi se stroški financiranja povečali. Od začetka pandemije COVID-19 se je pri napovedovanju prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil najbolj povečal pomen komponente, povezane s spremembami bančnih obrestnih mer in drugih stroškov financiranja. Z zmanjšanjem te komponente, ki je neposredno povezana z ocenami podjetij glede ravnanja bank, za en standardni odklon se verjetnost poslabšanja prihodnje razpoložljivosti bančnih posojil poveča za 7,8%. Ta vrednost je do marca 2020 znašala 5,1%. Vseeno na pričakovano razpoložljivost financiranja še vedno najbolj vpliva finančni položaj podjetij (prva glavna komponenta), pri čemer je povprečni mejni učinek pred pandemijo COVID-19 znašal 9,6%, od začetka pandemije pa se je povečal na 13%. Povprečni mejni učinek komponente, povezane z necenovnimi pogoji (druge glavne komponente), se je od začetka pandemije povečal za 1,1 odstotne točke na 7,2%.

⁸ Ena od specifikacij vključuje spremembo v razpoložljivosti bančnih posojil. Ta spremenljivka ima podobno vlogo kot odložena odvisna spremenljivka v presečnem modelu, čeprav podjetja o njej poročajo hkrati s pričakovanji. Ekonometrični rezultati so potrjeni na podlagi te druge specifikacije, čeprav v tem okvirju niso predstavljeni.

Če sklenemo, iz empirične analize je razvidno, da so od začetka pandemije splošni pogoji financiranja, o katerih so poročala podjetja v anketi SAFE in so tukaj izluščeni s tremi glavnimi komponentami, postali pomembnejši pri merjenju, kako podjetja ocenjujejo prihodnjo razpoložljivost bančnih posojil.

Razčlenitev tržnih meril nadomestila za inflacijo na inflacijska pričakovanja in premije za tveganje

Pripravili Valentin Burban, Bruno De Backer, Fabian Schupp in Andreea Liliana Vladu

V tem okvirju je predstavljen modelski pristop k razlikovanju med dvema neopazovanimi komponentama, vgrajenima v tržne kazalnike nadomestila za inflacijo, tj. med inflacijskimi pričakovanji in premijami za inflacijsko tveganje. Pristop temelji na ekonometričnih modelih, ki se uporabljajo za analizo časovne strukture obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo. Ocene kažejo, da je zvišanje terminskih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo od sredine leta 2020 bolj posledica premij za inflacijsko tveganje kot inflacijskih pričakovanj. Na podlagi tega je mogoče sklepati, da je zvišanje povezano predvsem s premikom v pričakovanih inflacijskih tveganjih, in sicer od manjših od pričakovanih k večjim od pričakovanih.

Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo se pogosto uporabljajo kot referenčna vrednost za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo v euroobmočju. Na podlagi pogodb o obrestnih zamenjavah na inflacijo se ob zapadlosti vnaprej dogovorjena fiksna obrestna mera zamenja za povprečno stopnjo inflacije, realizirano v času trajanja zadevne zamenjave, pri čemer se fiksna obrestna mera in stopnja inflacije uporabita na hipotetičnem znesku. V nasprotju z izvedenimi stopnjami inflacije, izpeljanimi iz nominalnih državnih obveznic, vezanih na inflacijo, ki so jih izdale določene države euroobmočja, na obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo težave z likvidnostjo trga vplivajo manj.¹

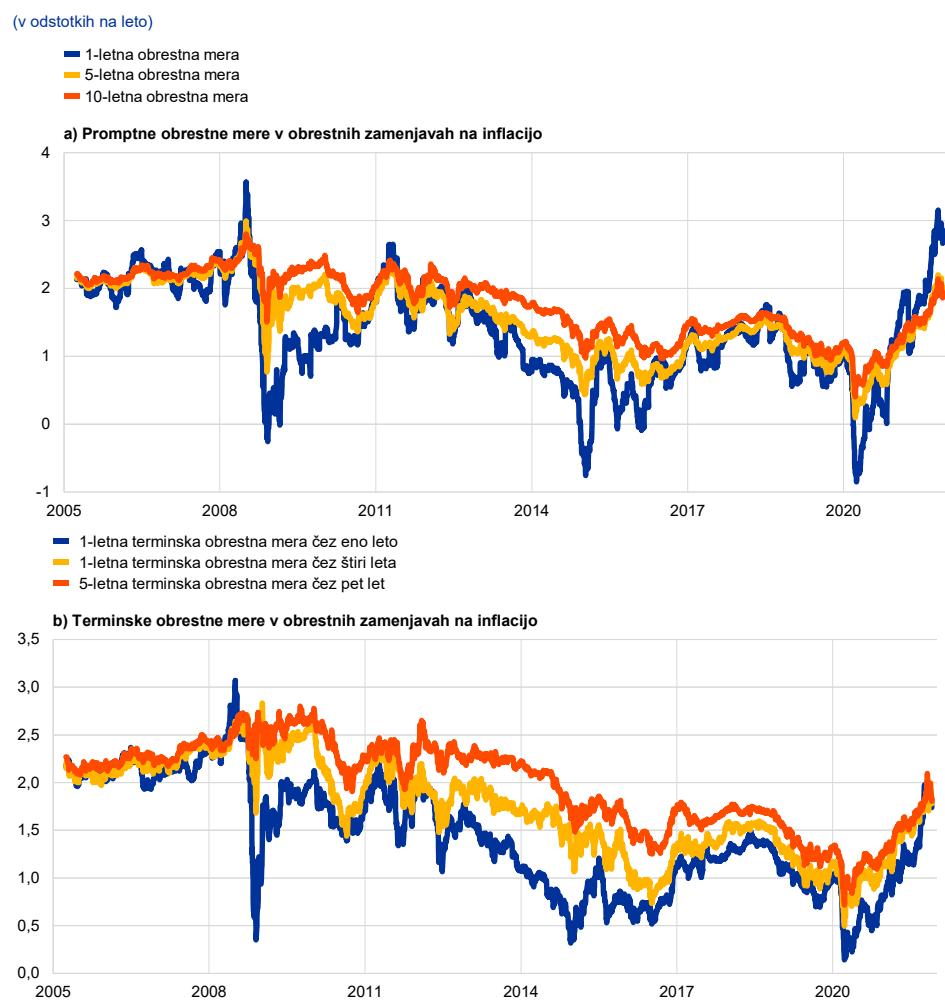
Ker so obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo odraz stališč udeležencev na finančnih trgih glede prihodnje inflacije, jih centralne banke pozorno spremljajo (graf A). Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo so bile v obdobju 2005–2007 razmeroma stabilne na ravni dobrih 2%, vendar so v drugi polovici leta 2008 ob nadaljevanju svetovne finančne krize strmo padle. Čeprav so se do konca leta 2010 vrnilе na raven blizu 2%, so se postopoma znova znižale na ravni, neskladne s takratnim inflacijskim ciljem ECB, tj. pod 2%, vendar blizu te meje. Obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez štiri leta je bila denimo sredi leta 2016 rahlo nižja od 1%. Čeprav so obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo do sredine leta 2018 nekoliko porasle, so pozneje znova zdrsnile na nizke ravni, dokler ni kriza zaradi koronavirusa (COVID-19) povzročila še en dramatičen padec, pri čemer so najnižjo raven dosegle ob koncu marca 2020. Nato so se v naslednjem letu in pol precej zvišale. Nazadnje je obrestna mera v 1-

¹ Trg obrestnih zamenjav na inflacijo je predstavljen v članku z naslovom »Derivatives transactions data and their use in central bank analysis«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2019; »Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2018; Delovna skupina o inflacijskih pričakovanjih, »Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting«, *Occasional Paper Series*, št. 264, ECB, 2021. V skladu s tržnimi običaji je referenčni indeks cen za obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju HICP brez tobacnih izdelkov (HICPxT). Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo se nanašajo na HICPxT s 3-mesečnim indeksacijskim odlogom.

letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo dosegla kar 3%, vendar je bila obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto še vedno nižja od 2%. Iz tega je mogoče sklepati, da finančni trgi zadnje povečanje inflacije ocenjujejo kot prehodno. Za srednjeročni cilj stabilnosti cen je pomembno, da se je obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let vrnila na raven blizu 2%.

Graf A

Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju



Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo in drugi tržni kazalniki nadomestila za inflacijo ne odražajo le dejanskih inflacijskih pričakovanj udeležencev na finančnih trgih, temveč tudi premije za inflacijsko tveganje. Prisotnost premij za inflacijsko tveganje je posledica tega, da so udeleženci na finančnih trgih nenaklonjeni tveganjem in se morajo spopadati z negotovostjo. Na splošno so po teoriji premije za inflacijsko tveganje navadno pozitivne takrat, ko prevladujejo šoki na strani ponudbe, negativne pa takrat, ko prevladujejo šoki na

strani povpraševanja.² Negativni šoki na strani ponudbe denimo spodbujajo pozitivne premije za inflacijsko tveganje, saj implicirajo, da se inflacija navadno poveča, kadar so izplačila iz finančnih instrumentov (realno) visoko ovrednotena, tj. kadar se realna gospodarska aktivnost zmanjša, mejna koristnost potrošnje pa poveča.

Z ekonometričnimi modeli časovne strukture obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo je mogoče te obrestne mere razčleniti na inflacijska pričakovanja in premije za inflacijsko tveganje. Ocenjeni modeli navadno vključujejo ključne ekonomske dejavnike, ki poganjajo kratkoročno stopnjo inflacije (»dejavnike oblikovanja cen«), in mehanizem v zvezi z dinamiko dejavnikov oblikovanja cen (»zakon gibanja«). Na podlagi teh sestavin je mogoče izdelati napovedi kratkoročne stopnje inflacije in povprečja napovedi za vse ročnosti. Inflacijska pričakovanja se lahko nato ocenijo kot povprečna kratkoročna stopnja inflacije v določenem obdobju, premije za inflacijsko tveganje pa se lahko približno določijo kot razlika med obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah na inflacijo in temi inflacijskimi pričakovanji.³

V tem okvirju za razčlenitev obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijska pričakovanja in premije za inflacijsko tveganje uporabimo dve različici ekonometričnega modela časovne strukture. Modela vključujeta tri dejavnike oblikovanja cen, s katerimi je mogoče pojasniti večino sprememb obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo konec meseca različnih ročnosti skozi čas.⁴ V obeh modelih se tako kot v kateremkoli modelu stacionarne časovne strukture predpostavlja, da se kratkoročna obrestna mera v obrestnih zamenjavah na inflacijo dolgoročno približa fiksni vrednosti. Ker je to končno vrednost težko empirično določiti,⁵ se s kalibriranjem določi na ravni 1,9%. Ta vrednost je v skladu z dolgoletnim povprečjem dolgoročnih napovedi inflacije iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov in ankete Consensus Economics ter s številskim uresničevanjem cilja ECB v večini analiziranega obdobja.⁶ Različici se razlikujeta v

² Glej na primer Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., in Yianguo, J., »[Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank](#)«, Oxford University Press, 2021.

³ Premije za inflacijsko tveganje se navadno ocenijo kot razlika med »prilagojenimi« obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah na inflacijo (tj. izpeljanimi na podlagi ocenjenega modela) in ocenjenimi komponentami pričakovanj.

⁴ Referenčni model sledi metodologiji temeljnega članka avtorjev Joslin, S., Singleton, K. J., in Zhu, H., »[A new perspective on Gaussian dynamic term structure models](#)«, *The Review of Financial Studies*, 24, številka 3, 2011, str. 926–970, in se uporablja za obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo konec meseca, prilagojene za 3-mesečni indeksacijski odlog, kot v Camba-Mendez, G., in Werner, T., »[The inflation risk premium in the post-Lehman period](#)«, *Working Paper Series*, št. 2033, ECB, 2017.

⁵ Glej na primer Villani, M., »[Steady-state priors for vector autoregressions](#)«, *Journal of Applied Econometrics*, 24, številka 4, 2009, str. 630–650.

⁶ Določitev dolgoročne povprečne stopnje inflacije na ravni 1,9% je v skladu z novim modelom za celotno euroobmočje, v katerem je bil, preden je ECB sprejela novi 2-odstotni inflacijski cilj, dolgoročni inflacijski cilj ECB določen na ravni 1,9% na leto (glej Christoffel, K., Coenen, G., in Warne, A., »[The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis](#)«, *Working Paper Series*, št. 944, ECB, 2008; ter 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, 2019). Glej tudi Mazelis, F., Motto, R., in Ristinemi, A., »[Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area](#)«, v pripravi, ki prav tako uporabljajo 1,9%. Prilagoditev na podlagi pregleda strategije ECB v obdobju 2020–2021, po kateri naj bi ciljna inflacija v srednjeročnem obdobju znašala 2%, pomeni, da bo morda treba dolgoročno povprečno vrednost inflacijskih pričakovanj nekoč spremeniti, zaradi česar bi bile ocenjene premije za inflacijsko tveganje na splošno rahlo nižje.

tem, kako se z njima oceni zakon gibanja dejavnikov oblikovanja cen. Metoda, po kateri se oceni ena od različic, namreč upošteva dobro znano pristranskost, prisotno pri ocenah trajnih procesov, medtem ko druga metoda te pristranskosti ne upošteva.⁷

Rezultati razčlenitve so predstavljeni kot povprečja rezultatov obeh modelov.

Prednost inflacijskih pričakovanj na podlagi prvega pristopa je ta, da so razmeroma blizu ravnih iz anketnih napovedi. To je smiselno navzkrižno preverjanje, saj anketni podatki v fazi ocene niso upoštevani. Vendar pa so inflacijska pričakovanja za daljša obdobja, določena na podlagi prvega pristopa, praviloma precej rigidna ter lahko podcenjujejo dejanska in nemerljiva gibanja v času. Dolgoročna pričakovanja, določena na podlagi drugega pristopa, s katerim se odpravi pristranskost ocene, so bolj spremenljiva, vendar se zdi, da se s tem pristopom občasno vzpostavi pretesna povezava med kratkoročnimi obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah na inflacijo in dolgoročnimi pričakovanji. Z modelskim povprečenjem se vzpostavi ravnotežje med obema pristopoma.⁸ Hkrati je treba upoštevati, da je modelska ocena inflacijskih pričakovanj (in, po drugi strani, premij), izpeljanih iz obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo, negotova, vrednosti teh pričakovanj pa ni mogoče neposredno potrditi z opazovano nasprotno spremenljivko.⁹

⁷ Izpopolnjenima testoma Dickey-Fuller in Philips-Perron ni mogoče ovreči ničelne hipoteze korenih enot v obrestnih merah v obrestnih zamenjavah na inflacijo. Popravek pristranskosti ocene (v smeri pomanjkanja vztrajnosti) v drugem modelu je v skladu z metodologijo iz Kilian, L., »Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses«, *Review of Economics and Statistics*, 81, št. 4, 1999, str. 652–660.

⁸ Kot splošna kontrola »sprejemljivost« je standardni odklon komponent pričakovanj, dobljenih iz povprečja ocen obeh modelov, relativno blizu standardnemu odklonu inflacijskih napovedi na podlagi ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov in ankete Consensus Economics (npr. 10 bazičnih točk pri štiri- do petletnem obdobju).

⁹ Anketne ocene se lahko namreč od resničnih (neopazovanih) pričakovanj, vgrajenih v obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo, razlikujejo zaradi preprostega dejstva, da svoja stališča izražajo različni udeleženci na trgu.

Graf B

Modelska razčlenitev obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Povprečne ocene na podlagi dveh modelov podobnosti časovne strukture v skladu z Joslin, Singleton in Zhu (2011), ki se aplicirajo na obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo, prilagojene za indeksacijski odlog, kot v Camba-Mendez in Werner (2017). Zadnji podatki se nanašajo na november 2021 (mesečni modeli).

Iz ocenjenih razčlenitev je razvidno, da so inflacijska pričakovanja na splošno stabilnejša kot obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo in da so premije za inflacijsko tveganje pri vseh ročnostih v preteklosti, med drugim tudi v zadnjem času, spremenile predznak (graf B). Razčlenitve nakazujejo, da se lahko inflacijska pričakovanja sčasoma precej spreminjajo, čeprav je na splošno njihovo gibanje enakomernejše kot gibanje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na inflacijo. To še zlasti velja za bolj oddaljene terminske obrestne mere, kar je v skladu z občutkom, da so inflacijska pričakovanja načeloma dolgoročno bolje zasidrana. Ocenjuje se, da so premije za inflacijsko tveganje iz negativnih postale pozitivne približno ob koncu leta 2013 in na začetku leta 2014, na podlagi česar je mogoče sklepati, da so trgi vse bolj upoštevali dejstvo, da bo inflacija nižja od njihovih pričakovanj. V zadnjem času, ko so posledice pandemije koronavirusa (COVID-19) začele pojmati, so se ocenjene premije za inflacijsko tveganje precej zvišale ter celo spremenile predznak in znova postale rahlo pozitivne. Sprememba predznaka bi bila lahko povezana z oceno večje verjetnosti ali vsaj tveganja, da bodo v bližnji prihodnosti v gospodarstvu prevladovali šoki na strani ponudbe zaradi ozkih gril v dobavnih verigah.¹⁰

¹⁰ Glej na primer okvir 4 »Vpliv ozkih gril v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2021.

5

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. julija do 2. novembra 2021

Pripravili Elvira Fioretto in Juliane Kinsele

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2021. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 28. julija do 2. novembra 2021 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2021 povečala za 175,5 milijarde EUR in dosegla rekordno raven v višini 4.367 milijard EUR. To je bilo zlasti posledica nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) in programa nakupa vrednostnih papirjev ter poravnave osme in devete operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR). Učinek operacij denarne politike na presežno likvidnost je delno izravnalo precejšnje povečanje neto avtonomnih dejavnikov.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 170,8 milijarde EUR na 2.290,2 milijarde EUR.

Precejšnje povečanje likvidnostnih potreb od prejšnjih dveh obdobjij izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo skoraj v celoti posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 167,8 milijarde EUR na 2.138,4 milijarde EUR (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), medtem ko so se obvezne rezerve povečale le malenkostno, in sicer za 3 milijarde EUR na 151,9 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 120,3 milijarde EUR na 3.116,6 milijarde EUR, k čemur so prispevali drugi avtonomni dejavniki ter povečanje bankovcev v obtoku in vlog države.

Drugi avtonomni dejavniki (več informacij je v spodnji tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povečali za 55,1 milijarde EUR na 959,4 milijarde EUR. Hkrati so se bankovci v obtoku povečali za 28,7 milijarde EUR na 1.503,7 milijarde EUR. Vrednost vlog države je po zvišanju za 36,6 milijarde EUR na 653,5 milijarde EUR še vedno zelo visoka, čeprav je nižja od rekordno visoke vrednosti v višini 729,8 milijarde EUR, dosežene v letu 2020.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se zmanjšali za 47,5 milijarde EUR na 978,6 milijarde EUR. Zmanjšanje teh avtonomnih dejavnikov je bil neto učinek zmanjšanja neto aktive v eurih za 63,1 milijarde EUR in povečanja tuje aktive za 15,6 milijarde EUR.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov.¹

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 28. julij 2021–2. november 2021				Prejšnje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. julij–14. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. september–2. november	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni likvidnostni dejavniki	3.116,6 (+120,3)	3.086,2 (+28,8)	3.147,0 (+60,8)	2.996,3 (+46,9)		
Bankovci v obtoku	1.503,7 (+28,7)	1.499,9 (+14,1)	1.507,4 (+7,5)	1.475,0 (-35,0)		
Vloge države	653,5 (+36,6)	635,7 (-16,5)	671,3 (+35,6)	616,9 (-1,3)		
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	959,4 (+55,1)	950,6 (+31,2)	968,3 (+17,7)	904,3 (+13,2)		
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	3.614,5 (+143,3)	3.575,3 (+72,3)	3.653,7 (+78,4)	3.471,2 (+338,8)		
od tega izvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	904,2 (+17,1)	899,2 (+4,4)	909,2 (+10,0)	887,1 (+13,1)		
od tega neizvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	2.709,5 (+123,2)	2.675,3 (+67,2)	2.743,7 (+68,4)	2.586,3 (+317,9)		
Obvezne rezerve²⁾	151,9 (+3,0)	150,9 (+0,8)	152,8 (+1,9)	148,9 (+1,9)		
Priznano izvzetje³⁾	911,3 (+18,1)	905,6 (+4,5)	916,9 (+11,3)	893,2 (+11,6)		
Odprta ponudba mejnega depozita	752,6 (+32,2)	766,6 (+30,1)	738,5 (-28,2)	720,4 (+86,2)		
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)		

Vir: ECB.

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

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

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

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

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

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 28. julij 2021–2. november 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. julij–14. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. september–2. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	978,6	(–47,5)	987,2	(–19,9)	970,0	(–17,2)	1.026,1	(–39,9)
Neto tuja aktiva	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(–11,2)
Neto aktiva v eurih	147,7	(–63,1)	160,5	(–24,9)	134,9	(–25,5)	210,8	(–28,6)
Instrumenti denarne politike	6.657,3	(+346,3)	6.592,2	(+151,6)	6.722,3	(+130,1)	6.311,0	(+513,8)
Operacije odprtega trga	6.657,3	(+346,3)	6.592,2	(+151,6)	6.722,3	(+130,1)	6.311,0	(+513,8)
Avkcijski postopki	2.211,7	(+63,5)	2.213,3	(+17,2)	2.210,0	(–3,3)	2.148,2	(+234,4)
Operacije glavnega refinanciranja	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(–0,2)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,1	(–0,1)	0,1	(–0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(–0,4)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(–9,7)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	2.195,0	(+74,3)	2.188,9	(+20,4)	2.201,1	(+12,3)	2.120,7	(+244,3)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	16,4	(–10,8)	24,2	(–3,2)	8,6	(–15,6)	27,2	(+0,5)
Dokončni portfelji	4.445,6	(+282,8)	4.378,9	(+134,4)	4.512,3	(+133,4)	4.162,8	(+279,4)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,4	(–0,0)	0,4	(–0,0)	0,4	(–0,0)	0,4	(–0,0)
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,4	(–0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(–0,2)
Tretji program nakupa kritih obveznic	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	9,5	(–7,7)	12,6	(–4,5)	6,5	(–6,1)	17,2	(–8,4)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	27,0	(–1,4)	27,5	(–0,7)	26,6	(–1,0)	28,4	(–0,3)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.448,0	(+36,0)	2.439,7	(+18,1)	2.456,3	(+16,6)	2.412,0	(+37,7)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	1.367,5	(+236,1)	1.311,0	(+112,4)	1.424,1	(+113,2)	1.131,4	(+232,6)
Odpta ponudba mejnega posojila	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(–0,0)	0,0	(–0,0)

Vir: ECB.

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

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 28. julij 2021–2. november 2021				Prejšnje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. julij–14. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. september–2. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	2.290,2 (+170,8)	2.250,3 (+49,3)	2.330,2 (+79,8)	2.119,4 (+88,8)		
Neto avtonomni dejavniki ²⁾	2.138,4 (+167,8)	2.099,4 (+48,5)	2.177,3 (+78,0)	1.970,6 (+86,8)		
Presežna likvidnost ³⁾	4.367,0 (+175,5)	4.341,9 (+102,4)	4.392,2 (+50,3)	4.191,5 (+425,0)		

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 28. julij 2021–2. november 2021				Prejšnje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. julij–14. september	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 15. september–2. november	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
EONIA ¹⁾	-0,485 (-0,005)	-0,484 (-0,003)	-0,486 (-0,002)	-0,480 (-0,001)		
€STR	-0,569 (-0,004)	-0,569 (-0,003)	-0,570 (-0,002)	-0,565 (-0,001)		

Vir: ECB.

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

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

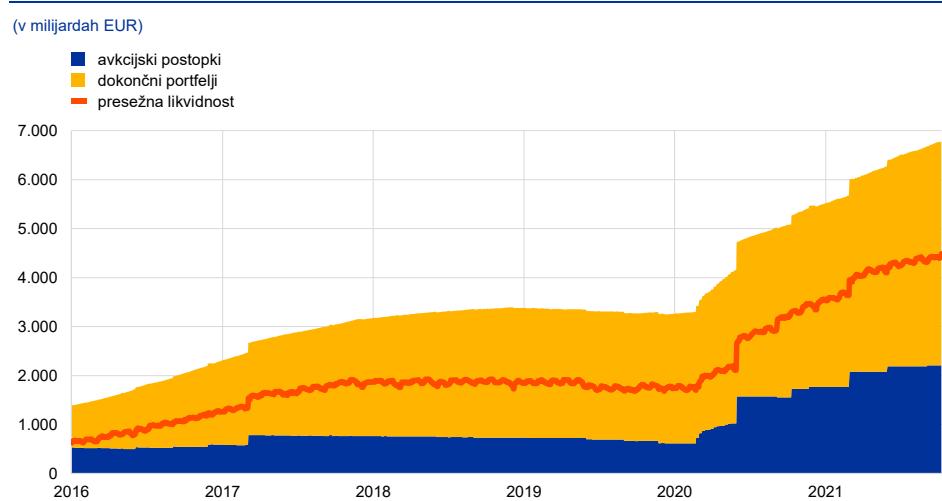
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 346,3 milijarde EUR na 6.657,3 milijarde EUR (graf A).

Okrug 82% povečanja likvidnosti je bilo posledica sedanjih neto nakupov v okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, zlasti programa PEPP, preostalih 18% pa je izhajalo iz kreditnih operacij, zlasti operacij v okviru tretje serije CUODR, medtem ko so zapadle operacije in odplačila prispevali k umiku likvidnosti.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. november 2021.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju povečal za 63,5 milijarde EUR. K temu sta prispevala znesek v višini 109,8 milijarde EUR, zagotovljen z osmo operacijo iz tretje serije CUODR, poravnano v juniju (katere polni učinek na povprečje obdobja se pokaže šele v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv po poravnavi), in znesek v višini 97,6 milijarde EUR, dodeljen v deveti operaciji iz te serije ob koncu septembra. Znesek likvidnosti, zagotovljen z deveto operacijo, je bil delno odtehtan s prvim krogom prostovoljnih odplačil v okviru tretje serije CUODR, ki so septembra skupno znašala 79,3 milijarde EUR. Poleg tega so ob koncu septembra zapadle tri izredne neciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO) v znesku 22,1 milijarde EUR, medtem ko je bilo v septembrski operaciji PELTRO dodeljenih le 1,3 milijarde EUR. V celoti gledano se je zaradi novih zneskov, dodeljenih v operacijah PELTRO, in zapadlih avkijskih postopkov povprečna neto likvidnost od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 10,8 milijarde EUR. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej postransko vlogo, pri čemer je bila povprečna uporaba obeh rednih operacij refinanciranja tako kot v prejšnjem obravnavanem obdobju na rekordno nizki ravni.

Hkrati so se zaradi neto nakupov v okviru programa PEPP in programa nakupa vrednostnih papirjev dokončni portfelji povečali za 282,8 milijarde EUR na 4.445,6 milijarde EUR. Povprečna imetja v programu PEPP so znašala 1.367,5 milijarde EUR in so se v primerjavi s povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju povečala za 236,1 milijarde EUR. Nakupi v okviru programa PEPP so predstavljali največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih papirjev, ki jih izvaja ECB, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povprečnim povečanjem za 36 milijard EUR na 2.448 milijard EUR in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povprečnim povečanjem za 15,4 milijarde EUR na 294,8 milijarde EUR. Zaradi zapadlosti vrednostnih papirjev v

portfeljih neaktivnih programov se je obseg dokončnih portfeljev zmanjšal za 7,7 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 175,5 milijarde EUR na nov rekordni znesek v višini 4.367 milijard EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve, so se povečala za 143,3 milijarde EUR na 3.614,5 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa za 32,2 milijarde EUR na 752,6 milijarde EUR.

Presežne rezerve, ki so po dvostopenjskem sistemu² izvzete iz obrestovanja po negativni obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, so se povečale za 17,1 milijarde EUR na 904,2 milijarde EUR. Neizvzeta presežna likvidnost, ki vključuje odprto ponudbo mejnega depozita, se je povečala za 155,4 milijarde EUR na 3.462,1 milijarde EUR. Skupna stopnja izkoriščenosti največjega priznanega izvzetja, tj. razmerje med izvzetimi rezervami in najvišjim izvzetim zneskom,³ ki se od tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 ohranja na ravni, višji od 98%, se je malenkostno znižala z 99,3% na 99,2%. Delež izvzetih presežnih rezerv v celotni presežni likvidnosti je znašal 20,7%, medtem ko je bil v prejšnjem obravnavanem obdobju 21,2-odstoten.

Gibanje obrestnih mer

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala približno nespremenjena na ravni –56,9 bazične točke. Zaradi velike presežne likvidnosti je €STR še naprej razmeroma neodzivna tudi na precejšnja nihanja likvidnosti. EONIA se od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke, zato se je gibala vzporedno z €STR do 3. januarja 2022, ko se je prenehala uporabljati. V okviru prehoda na €STR kot nove referenčne obrestne mere se EONIA od 18. oktobra 2021 ne uporablja več v novih pogodbah o izvedenih finančnih instrumentih, ki jih poravnavajo centralne nasprotne stranke. Ključne obrestne mere ECB, tj. obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

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

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

Komuniciranje ECB o gospodarskih obetih: primerjalna analiza

Pripravili Julian Ashwin, Maarten Dossche, Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Eleni Kalamara in Beatrice Pierluigi

Komuniciranje ECB o gospodarskih obetih se je v zadnjih 20 letih precej spremenilo.

Tukaj prikazujemo, kako se je komuniciranje ECB o okvirih in konceptih, na katerih temeljijo gospodarski obeti, razvijalo od ustanovitve centralne banke leta 1998. Hkrati tudi primerjamo komuniciranje ECB o gospodarskih obetih s komuniciranjem sveta guvernerjev ameriške centralne banke in britanske centralne banke v obdobju 2015–2019. Analiza se konča z letom 2019, da na rezultate ne bi vplivali ukrepi, povezani s pandemijo koronavirusa (COVID-19), ali pregled strategije denarne politike, ki sta ga izvedla tako svet guvernerjev ameriške centralne banke kot tudi ECB. Medtem ko se ta okvir osredotoča na ožji sklop komuniciranja ECB, pa članek z naslovom »ECB communication with the wider public« v tej številki Ekonomskega biltena obravnava komuniciranje s širšega stališča in vključuje spoznanja, pridobljena v nedavnem pregledu strategije ECB.¹

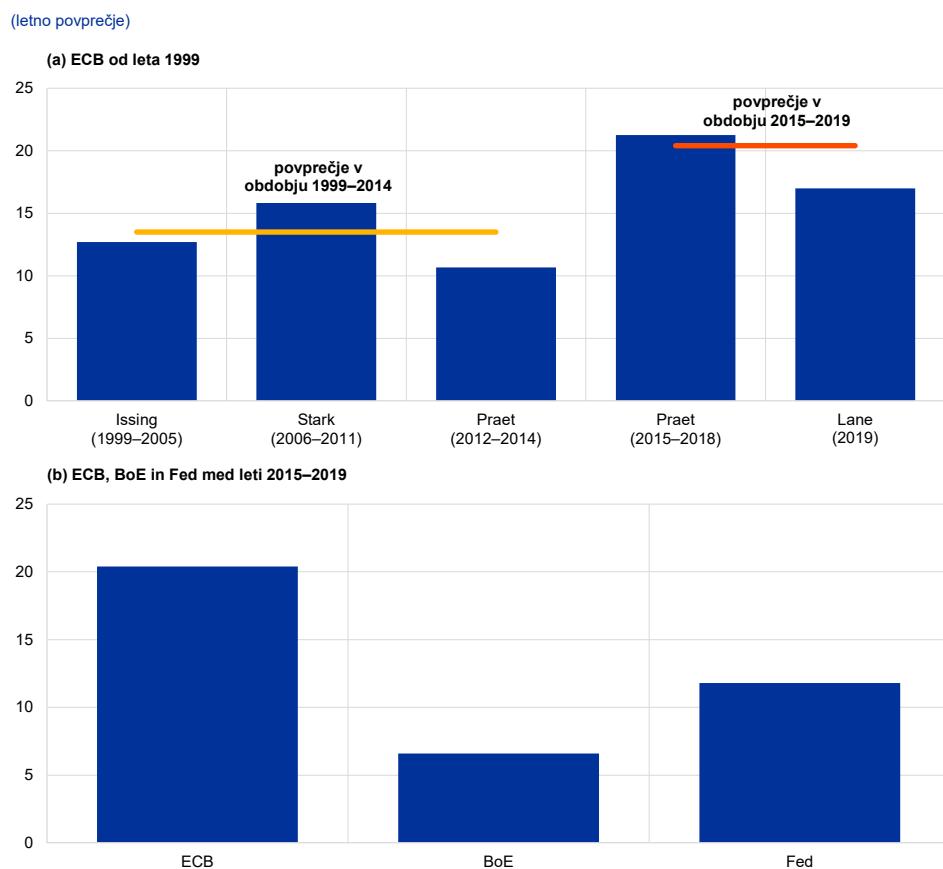
Leta 2015 se je redna komunikacija ECB o gospodarskih obetih dvakrat pomembno spremenila. Prvič, ECB je zmanjšala pogostost sej Sveta ECB o denarni politiki, in sicer s štiritedenskega na šesttedenski cikel. Drugič, ECB je začela objavljeni povzetke sej Sveta ECB o denarni politiki. S spremembama se je zmanjšalo tveganje, da se v komunikaciji o gospodarskih obetih pojavi šum, ki lahko nastane, kadar se nove informacije objavljajo prepogosto. Obenem sta se povečali tudi transparentnost in demokratična odgovornost v procesu odločanja. Z obema spremembama se je pristop ECB približal praksi posvetovanja o denarni politiki, ki jo uporablja svet guvernerjev v ZDA. Medtem ko se je uradna komunikacija o gospodarskih obetih zmanjšala z dvanajstih objav (Mesečni bilten) na osem objav (Ekonomski bilten) letno, se je komuniciranje glavnega ekonoma ECB v obliki govorov in predstavitev o gospodarskih obetih, namenjenih širši javnosti (graf A, slika a), v zadnjih 20 letih povečalo. Glavni ekonomist ECB je imel obenem v obdobju 2015–2019 precej več govorov o gospodarskih obetih kot glavni ekonomist britanske centralne banke ali podpredsednik sveta guvernerjev ameriške centralne banke (graf A, slika b).²

¹ Glej članek z naslovom »ECB communication with the wider public« v tej številki Ekonomskega biltena in Assenmacher, K., Glöckler, G., Holton, S. in Trautmann, P., »Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world«, delovna skupina o obveščanju o denarni politiki, Occasional Paper Series, št. 274, ECB, september 2021.

² Kar zadeva govore britanske centralne banke, se analiza osredotoča na glavnega ekonoma. Če bi poleg govorov glavnega ekonoma upoštevali tudi govore namestnika guvernerja za denarno politiko, ki je po izvršilni odgovornosti bližje glavnemu ekonому ECB, to ne bi pomembno vplivalo na rezultate.

Graf A

Število govorov glavnega ekonomista o gospodarskih obetih



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki (a) so se ob zamenjavi osebe na položaju med letom (npr. leta 2006 Issing/Stark; leta 2019 Praet/Lane) govor pripisali letnemu povprečju novega člena Izvršilnega odbora. Na sliki (b) funkcija podpredsednika sveta guvernerjev ameriške centralne banke (Fischer, Clarida) ustreza funkciji glavnega ekonomista v ECB (Praet, Lane) in v britanski centralni banki (Haldane). »BoE« pomeni britanska centralna banka; »Fed« pomeni svet guvernerjev ameriške centralne banke.

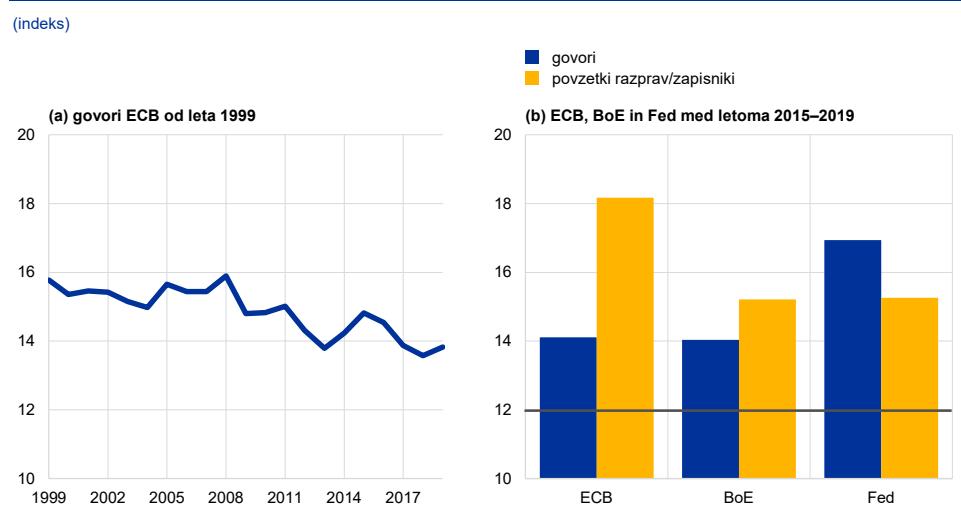
Berljivost komunikacije ECB o gospodarskih obetih se je od leta 2008 izboljšala.

To kaže graf B, slika a, kjer je prikazano, koliko let izobrazbe je potrebnih, da oseba razume govore ECB o gospodarskih obetih. Graf kaže, da je jezik, ki se uporablja v govorih o gospodarskih obetih, tekom časa postajal manj kompleksen. Izboljšanje je podobno kot pri berljivosti vseh govorov ECB, torej tudi o drugih temah poleg gospodarskih obetov.³ Berljivost govorov ECB o gospodarskih obetih je zelo primerljiva z berljivostjo govorov britanske centralne banke. Govori sveta guvernerjev ameriške centralne banke so po tem merilu za branje nekoliko bolj zahtevni kot govorji ECB (graf B, slika b). Po drugi strani pa je berljivost povzetkov razprav ECB o denarni politiki, ki se objavlja od leta 2015, precej manjša kot berljivost zapisnikov sej zveznega odbora za odprt trgovski ZDA ali zapisnikov sej odbora za denarno politiko v britanski centralni banki. Medtem ko bi bili povzetki razprav ECB lahko namenjeni strokovnjakom, više število let izobrazbe nakazuje tudi, da bi jih širša javnost teže razumela.

³ Glej članek z naslovom »ECB communication with the wider public« v tej številki Ekonomskoga biltena.

Graf B

Berljivost govorov o gospodarskih obetih in povzetkov razprav/zapisnikov



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Merjeno z indeksom Flesch-Kincaidov razred težavnosti za obdobje 2015–2019. Vrednost je mogoče razumeti kot število let izobrazbe, ki je potrebna za razumevanje besedila. Višja ko je vrednost Flesch-Kincaidovega razreda težavnosti, težje je razumeti jezik komunikacije. Za vse vrednosti nad 12 je potrebna izobrazba, višja od srednje šole. »BoE« pomeni britanska centralna banka; »Fed« pomeni svet guvernerjev ameriške centralne banke.

Spremenjen način komuniciranja ECB o gospodarskih obetih odraža sprejetje novih teoretičnih konceptov. Graf C, slika a kaže, da se je pojavnost besed ali izrazov, kot so na primer »proizvodna vrzel«, »Phillipsova krivulja«, »brezposelnost« in »neizkoriščen gospodarski potencial« v drugem desetletju eura jasno povečala. Po drugi strani pa se je v zadnjih desetih letih uporaba besede »denar« izrazito zmanjšala. To je odraz premikov pri interpretaciji in ocenjevanju rasti in inflacije v euroobmočju – vse bolj se namreč upošteva razmerje med merili izkoriščenosti zmogljivosti ter plačnimi in cenovnimi pritiski.⁴ Redkejša uporaba besede »denar« v govorih ECB in vse večja pogostost izrazov »brezposelnost« in »neizkoriščen gospodarski potencial« sta opazni tudi v govorih članov Izvršilnega odbora ECB (graf C, slika a).

Dve glavni razliki med komunikacijo ECB in komunikacijo drugih centralnih bank je povezana z razlikami v strategijah denarne politike. Prvič, graf C, slika b kaže, da člani Izvršilnega odbora ECB izraza »brezposelnost« in »neizkoriščen gospodarski potencial« uporabljo manj pogosto, kot se uporabljava v govorih britanske centralne banke in sveta guvernerjev ameriške centralne banke, medtem ko sta najpogosteje uporabljeni med različnimi temami. Kar zadeva svet guvernerjev ameriške centralne banke, to odraža pomembnost cilja čim večje zaposlenosti, ki je del njenega dvojnega mandata. Pogostost omembe izrazov »proizvodna vrzel« in »Phillipsova krivulja« je podobna v vseh treh centralnih bankah. To nakazuje, da zdaj ECB ta dva koncepta uporablja v podobni meri kot britanska centralna banka in svet guvernerjev ameriške centralne banke, čeprav sta bila v preteklosti v komunikaciji ECB manj pogosta. Drugič, ECB v govorih besedo »denar« uporablja pogosteje kot

⁴ Več ugotovitev je v Hartmann, P. in Smets, F., »The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy«, Working Paper Series, št. 2219, ECB, december 2018.

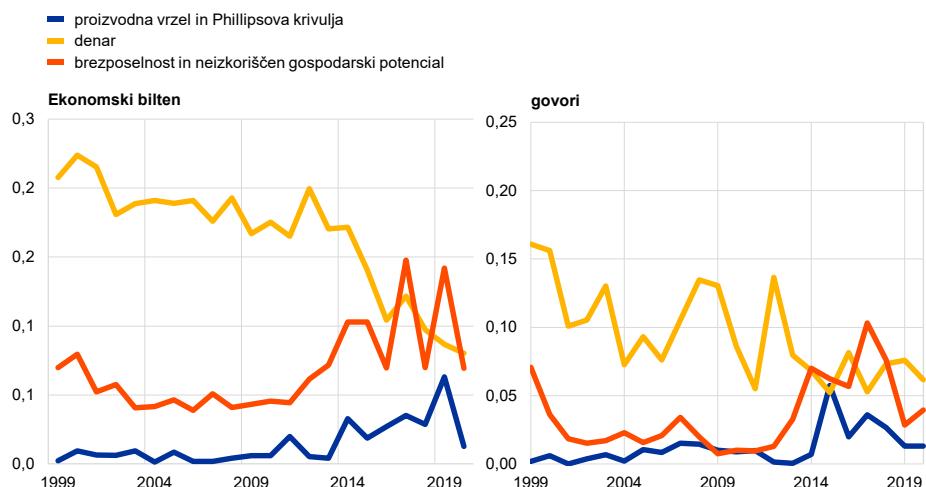
svet guvernerjev ameriške centralne banke ali britanska centralna banka, kar bi bil lahko odraz pomembnosti denarne analize v strategiji denarne politike.

Graf C

Pogostost besed, povezanih z različnimi temami, pri vseh treh centralnih bankah

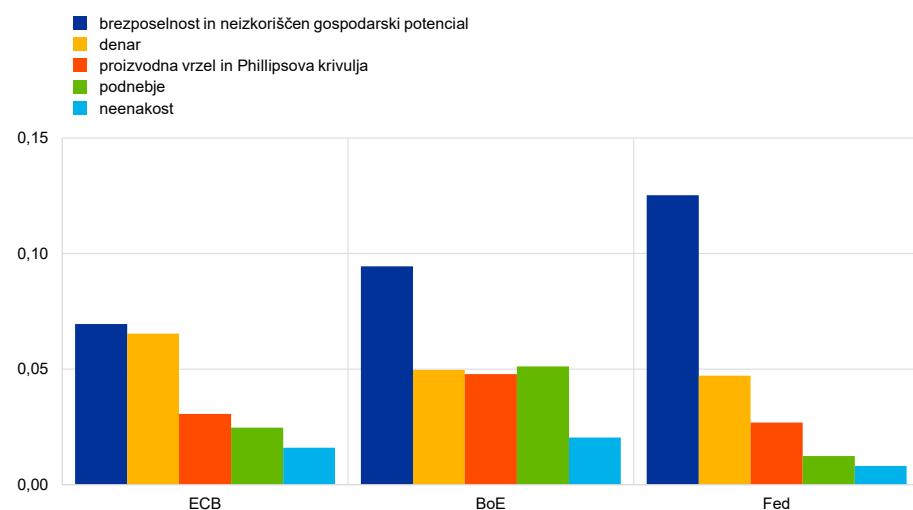
(a) Pogostost v komunikaciji ECB

(odstotek skupnega števila besed)



(b) Pogostost v govorih vseh treh centralnih bank

(odstotek skupnega števila besed)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Pogostost posameznega izraza/besede se izračuna kot število pojavov posameznega izraza/besede, deljeno s skupnim številom besed, objavljenih v tistem letu. »BoE« pomeni britanska centralna banka; »Fed« pomeni svet guvernerjev ameriške centralne banke.

Omembe neenakosti so primerljive v vseh treh pomembnejših centralnih bankah, izstopajoča tema pa so tudi podnebne spremembe. Medtem ko se je večina centralnih bank sčasoma vse bolj osredotočala na neenakost, se zdi, da ECB tej temi namenja primerljivo mero pozornosti kot drugi dve pomembnejši centralni banki. Videti je, da so razprave o podnebnih spremembah pogosteje v govorih britanske centralne banke kot v govorih ECB in sveta guvernerjev ameriške centralne banke.

Besedilna analiza potrjuje pomembnost »zgodb« pri komuniciranju o gospodarskih obetih. Sharpe et al. so dokumentirali, kako je razpoloženje oz. »tonaliteta«, zaznana v zgodbah, ki spremljajo gospodarske napovedi sveta guvernerjev ameriške centralne banke, močno povezana s prihodnjo ekonomsko uspešnostjo, in sicer pozitivno z BDP in negativno z brezposelnostjo in inflacijo. Obenem tonaliteta izraža dodatne informacije, ker predvidi napake v napovedih sveta guvernerjev ameriške centralne banke in zasebnega sektorja o BDP ter brezposelnost do štiri četrletja vnaprej.⁵ Avtorji so ugotovili, da napovedovalna moč tonalitete izhaja iz tega, da signalizira tveganja za poslabšanje ekonomske uspešnosti. Ugotovili so tudi, da ima tonaliteta precejšnjo napovedovalno moč za denarno politiko. Bolj optimističnemu tonu analize in napovedi v zelenomodri knjigi do štiri četrletja vnaprej nato sledi višja medbančna obrestna mera v ZDA od pričakovane.⁶ Podobno so Jones et al. ugotovili, da se zaradi nekaterih informacij v kvalitativni razpravi o napovedih gospodarske rasti v četrletnjem inflacijskem poročilu britanske centralne banke izboljšajo kvalitativne kratkoročne napovedi in napovedi za eno četrletje vnaprej.⁷

Zgoraj naštete ugotovitve ponazarjajo, da kvalitativne razprave (ali »zgodbe«), ki spremljajo napovedi, vsebujejo dodatne informacije o gospodarstvu, ki dopolnjujejo kvantitativno analizo. To potrjuje, kako pomembna je jasna in informativna komunikacija o gospodarskih obetih – kar je prednostna naloga, ki je bila ponovno potrjena tudi v okviru nedavnega pregleda strategije ECB.⁸ Nenehen pritok novih informacij pomeni, da se tudi zgodba, ki spremlja gospodarske obete ECB, ves čas posodablja, za kar je potreben širok nabor ekonomskega modelov, orodij in anket.

⁵ Glej Sharpe, S., Sinha, N. in Hollrah, C., »The Power of Narratives in Economic Forecasts«, *Finance and Economics Discussion Series*, št. 2020-001, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶ Uradni naslov zelenomodre knjige je »Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy«, pripravilo pa ga strokovnjaki sveta guvernerjev ameriške centralne banke. Poročilo je dobilo ime po zelenomodri barvi, ko sta bili junija 2010 združeni modra knjiga in zelena knjiga.

⁷ Glej Jones, J., Sinclair, T. in Stekler, H., »A textual analysis of Bank of England growth forecasts«, *International Journal of Forecasting*, letnik 36(4), 2020, str. 1478–1487. Podobne ugotovitve v zvezi s centralno banko Banco de España so v Sobrino, N., Ghirelli, C., Hurtado, S., Pérez, J. in Urtasun, A., »The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports«, *Applied Economics*, november 2021.

⁸ Glej članek z naslovom »An overview of the ECB's monetary policy strategy«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju

Pripravil Roberto A. De Santis

Na okrevanje v euroobmočju med letom 2021 vplivajo vse večje motnje v svetovnih dobavnih verigah. Realno rast BDP je leta 2021 večinoma spodbujalo okrevanje poslovnih storitev, industrija in gradbeništvo pa sta zaradi pomanjkanja uvoženih vmesnih proizvodov in opreme prispevala nekoliko manj. Motnje v globalnih dobavnih verigah so bile posledica kombinacije več dejavnikov, ki bi jih lahko povezali v pet glavnih kategorij: (i) hitro močno okrevanje svetovnega povpraševanja po industrijskih proizvodih; (ii) pomanjkanje v dobavi določenih polprevodnikov; (iii) logistične motnje v prevoznem sektorju, povezane zlasti z aktivnostjo kontejnerskih ladij; (iv) strogi ukrepi omejevanja gibanja v nekaterih glavnih azijskih državah proizvajalkah vmesnih proizvodov; (v) potreben čas, da se povečajo dobavne zmogljivosti v proizvodnji polprevodnikov in zmogljivosti ladij.

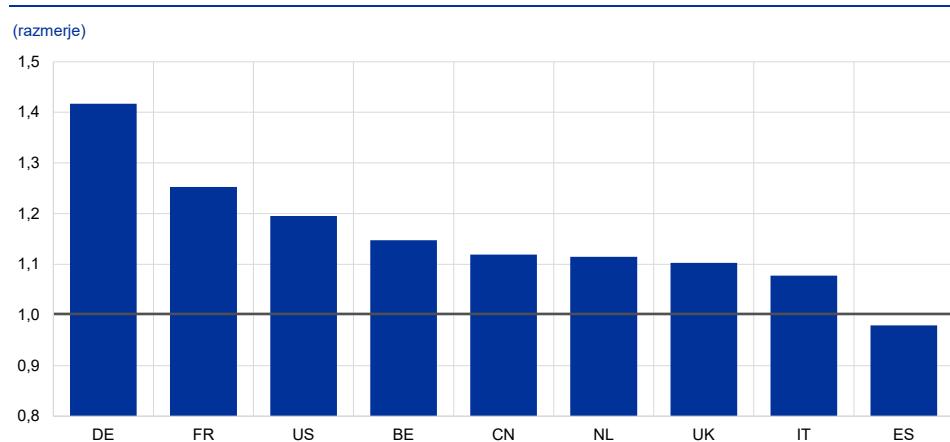
Neravnoesje med hitrim okrevanjem svetovnega povpraševanja in pomanjkanjem na strani ponudbe je bilo resnejše in dolgotrajnejše od sprva pričakovanega. Strmo povečanje povpraševanja gospodinjstev po vsem svetu po visokotehnološki opremi zaradi dela od doma in povpraševanja podjetij zaradi nadgradnje internetnih zmogljivosti in dostopa do omrežja po eni strani ter motnje v dobavi zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19) po drugi strani so ustvarili krizo v dobavi polprevodnikov, ki je še posebno negativno vplivala na avtomobilsko industrijo.¹ Upoštevati je treba tudi, da je bil zaradi pandemije močno prizadet tudi prevoz s kontejnerskimi ladjami. Zaradi kolapsa svetovne trgovinske menjave aprila 2020 tovorne ladje niso uspele poslovati s polno zmogljivostjo in v pristaniščih zahodnih držav so se zaradi ukrepov omejevanja gibanja kopičili kontejnerji. Ko se je po poletju 2020 svetovno povpraševanje ponovno okrepilo, so zaradi pomanjkanja kontejnerjev za prevoz blaga iz Azije v ZDA in Evropo ter zaradi številnih ladij, ki niso prihajale na cilj po urniku (tudi zaradi hude blokade kontejnerskih ladij v Sueškem prekopu), v dobavnih verigah nastala precejšnja ozka grla. Po podatkih Konference Združenih narodov za trgovino in razvoj (UNCTAD) je bil v prvi polovici leta 2021 povprečni čas kontejnerskih ladij v pristaniščih daljši za 11% v primerjavi s povprečjem pred pandemijo v letih 2018 in 2019. V Evropi se je zaradi preobremenjenosti, zamud in infrastrukturnih omejitev v nemških in francoskih pristaniščih močno podaljšal čas postanka ladij v pristaniščih (npr. 42% in 25% več od povprečja v letih 2018 in 2019), ki je bil celo daljši kakor v ZDA. V Belgiji, Italiji in na Nizozemskem so bile po drugi strani spremembe skladnejše s svetovnim povprečjem (graf A). Druga težava, ki je ozka grla v dobavnih verigah še zaostrlila, so bili ponovni ukrepi omejevanja gibanja zaradi širjenja delta različice virusa v

¹ Več informacij o gibanjih v industriji polprevodnikov je v članku Evropske centralne banke »*What is driving the recent surge in shipping costs?*«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021; Evropska centralna banka, »*Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2021; posebna izdaja v jesenski evropski gospodarski napovedi, *Evropska komisija*, in dokument za razpravo, »*Bottlenecks: causes and macroeconomic implications*«, *Banka za mednarodne poravnave*, *BIS Bulletin*, št. 48, BIS, 2021.

nekaterih državah v Azijско-pacifiški regiji (vključno z Malezijo, Singapurjem, Tajsko in Vietnamom), ki so ključne za proizvodnjo polprevodniških čipov. Po mnenju kontaktov ECB v podjetniškem sektorju bodo zmogljivosti proizvodnje polprevodnikov in zmogljivosti tovornih ladij leta 2023 ostale tesne.²

Graf A

Mediana časa postanka kontejnerskih ladij v pristaniščih v prvi polovici leta 2021 v primerjavi s povprečjem v letih 2018 in 2019



Vir: UNCTAD (Konferenca Združenih narodov za trgovino in razvoj) in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na junij 2021.

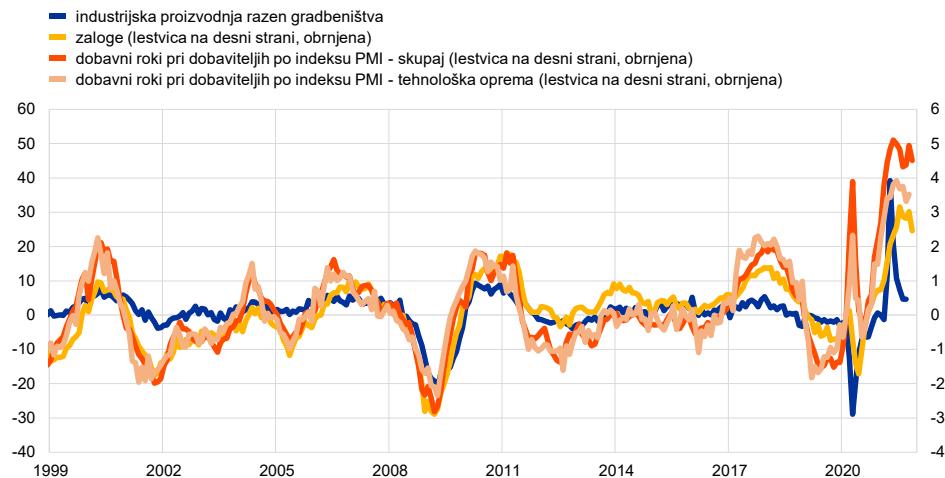
V običajnih časih je povečanje proizvodnje ponavadi povezano z daljšimi dobavnimi roki pri dobaviteljih in z zmanjševanjem zalog. Pred pandemijo je bil glavni mehanizem naslednji: povečanje povpraševanja povzroči povečanje proizvodnje, pri čemer se dobava blaga podjetjem upočasni in zaloge se zmanjšajo, toda z učinkovito alokacijo virov zaradi globalizacije se je ponudba izboljšala in dobava pospešila. Od druge polovice leta 2020 podaljšanje dobavnih rokov ni bilo samo posledica močnega povpraševanja, ampak tudi ozkih gril v dobavnih verigah, ki so povzročala tako velike zamude, da se je proizvodnja zmanjšala (graf B). Ozke grile so povzročila pomanjkanje materiala oziroma opreme, zato se podjetja v euroobmočju niso mogla ustrezno odzvati na hitro okrevanje povpraševanja po industrijskih proizvodih, kar je nato povzročilo zmanjšanje zalog po vseh sektorjih (graf C). S tem novim pojavom je mogoče preučiti, kolikšni meri lahko ozka grila v dobavnih verigah oslabijo industrijsko proizvodnjo v euroobmočju.

² Glede stališč podjetij o vztrajjanju omejitve na strani ponudbe glej članek Evropske centralne banke, »*Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies*«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021.

Graf B

Industrijska proizvodnja, dobavni roki pri dobaviteljih in zaloge v euroobmočju

(lestvica na levi strani: medletna stopnja rasti; lestvica na desni strani: vrednosti Z)



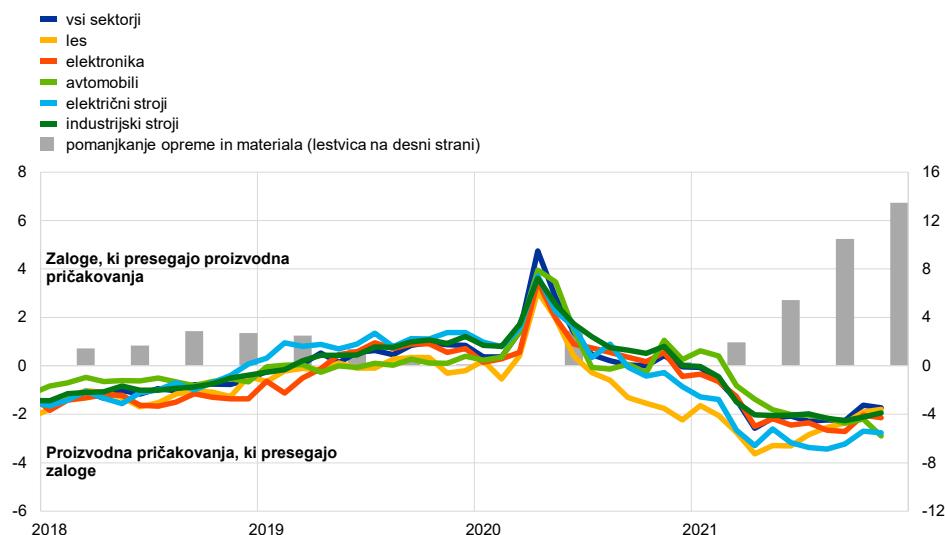
Vir: Eurostat, Evropska komisija, IHS Markit in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Vrednosti Z so izračunane za posamezne kazalnike tako, da se odšteje njihova povprečna vrednost in razlika deli s standardnim odklonom, izračunanim za obdobje od leta 1999 do leta 2019. Zadnji podatki se nanašajo na september 2021 (industrijska proizvodnja), oktober 2021 (dobavni roki dobaviteljev po indeksu PMI za tehnološko opremo) in november 2021 (dobavni roki dobaviteljev po indeksu PMI skupaj ter zaloge).

Graf C

Zaloge v euroobmočju glede na proizvodna pričakovanja po sektorjih ter pomanjkanje opreme in materiala

(vrednosti Z)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Vrednosti Z se za posamezne kazalnike izračunajo tako, da se odšteje njihova povprečna vrednost in razlika deli s standardnim odklonom, izračunanim za obdobje od leta 1999 do leta 2019. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2021 (za zaloge glede na proizvodna pričakovanja) in november 2021 (za pomanjkanje opreme in materiala).

Z modelom strukturne vektorske avtoregresije (SVAR) je mogoče razvozlati pomen ključnih dejavnikov, ki vplivajo na dobavne roke in industrijsko proizvodnjo. Ta model ugotavlja prispevek šokov, ki izhajajo iz povpraševanja, obrestnih mer, finančnih pogojev, stroškovnih pritiskov in ozkih grl, s pomočjo

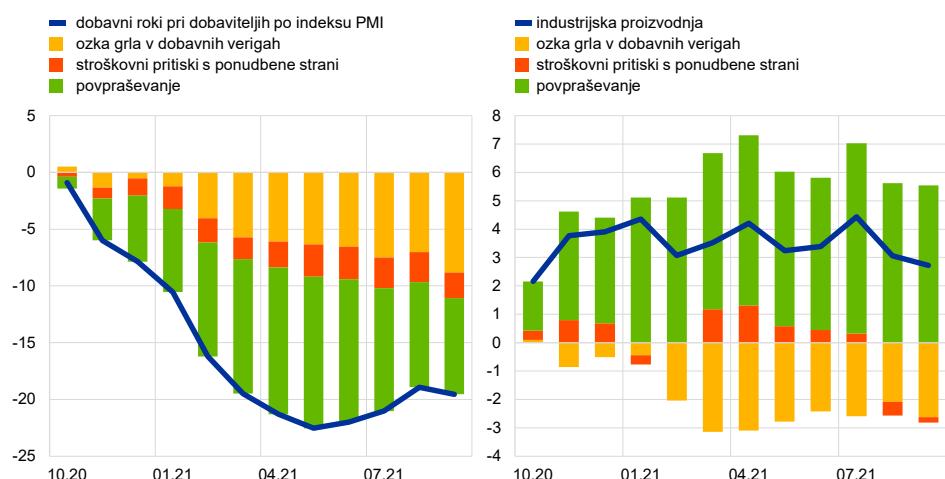
indeksa HICP, industrijske proizvodnje (razen gradbeništva), obrestne mere v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, razmikov v donosnosti podjetniških obveznic in dobavnih rokov pri dobaviteljih po indeksu PMI.

Model kaže, da so ozka grla v dobavnih verigah leta 2021 močno ovirala industrijsko proizvodnjo. V skladu z modelom je bilo od oktobra 2020 do septembra 2021 okoli 45% spremembe v dobavnih rokih pri dobaviteljih po indeksu PMI posledica skupnih sil na strani povpraševanja (tj. vsote povpraševanja, obrestnih mer in finančnih šokov), okoli 45% posledica ozkih grl v dobavnih verigah, približno 10% pa je bilo posledica drugih vrst stroškovnih šokov (graf D, slika na levi strani). Prispevek povpraševanja, ozkih grl v dobavnih verigah in stroškovnih šokov k industrijski proizvodnji je prikazan v grafu D, na sliki na desni strani. Če vse drugo ostane nespremenjeno, se ocenjuje, da so ozka grla v dobavnih verigah med oktobrom 2020 in septembrom 2021 znižala raven industrijske proizvodnje v euroobmočju za skupno 2,6% v primerjavi s scenarijem brez ozkih grl.³

Graf D

Prispevek šokov zaradi ozkih grl v dobavnih verigah k industrijski proizvodnji in dobavnim rokom pri dobaviteljih po indeksu PMI v euroobmočju

(lestvica na levi strani: indeks razpršitve odstopanja od izhodiščne ravni; lestvica na desni strani: delež odstopanja od izhodiščne ravni v odstotkih, skupna vrednost od oktobra 2020 do septembra 2021)



Vir: Eurostat, Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Ta model prikazuje prispevek agregatnega povpraševanja (povpraševanje, obrestne mere, finančni šoki), stroškovnih šokov in ozkih grl s pomočjo indeksa HICP, industrijske proizvodnje (razen gradbeništva), obrestne mere v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, razmikov v donosnosti podjetniških obveznic in dobavnih rokov pri dobaviteljih po indeksu PMI. Model temelji na agregiranih podatkih za euroobmočje do januarja 1999 do septembra 2021, šoki pa so opredeljeni z uporabo metode, ki sta jo uporabila J. Antolín-Díaz in J.F. Rubio-Ramírez v »Narrative Sign Restrictions for SVARs«, *American Economic Review*, št. 108, 2018, str. 2802–2829. Predpostavljene omejitve predznaka učinka so naslednje: Šoki na strani povpraševanja predpostavljajo HICP (+); industrijsko proizvodnjo (+); 10-letne obrestne zamenjave na indeks transakcij čez noč (+); razmike v donosnosti podjetniških obveznic (+). Finančni šoki predpostavljajo industrijsko proizvodnjo (-) in razmike v donosnosti podjetniških obveznic (+). Šoki zaradi pritiska stroškov predpostavljajo HICP (+) in industrijsko proizvodnjo (-). Šoki zaradi ozkih grl predpostavljajo HICP (+); industrijsko proizvodnjo (-) in dobavne roke pri dobaviteljih po indeksu PMI (-). Obrestni šoki predpostavljajo HICP (-); 10-letne obrestne zamenjave na indeks transakcij čez noč (+); razmike v donosnosti podjetniških obveznic (+). Finančni šoki predpostavljajo industrijsko proizvodnjo (-) in razmike v donosnosti podjetniških obveznic (+). Šoki zaradi pritiska stroškov predpostavljajo HICP (+) in industrijsko proizvodnjo (-). Predpostavljene omejitve so naslednje: k napakam v napovedi 10-letnih obrestnih zamenjav na indeks transakcij čez noč so januarja 2015 največ prispevali šoki denarne politike; k razmikom v donosnosti podjetniških obveznic so julija 2007 največ prispevali finančni šoki, k dobavnim rokom pri dobaviteljih po indeksu PMI pa so aprila 2020 in marca 2021 največ prispevala ozka grla. Predpostavlja se tudi, da imajo vsi finančni šoki septembra in oktobra 2008 pozitiven predznak ter da imajo vsi šoki na področju povpraševanja marca in aprila 2020 negativen predznak.

³ Ozka grla v dobavnih verigah so močno vplivala na izvoz, kot je opisano v okvirju Evropske centralne banke z naslovom »[Vpliv ozkih grl v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2021. Več podrobnosti o prispevku šokov na strani ponudbe k industrijski proizvodnji in trgovinski menjavi je v okvirju 1 v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Do februarja 2021 je postal vpliv ozkih grl v dobavnih verigah na industrijsko proizvodnjo vedno očitnejši. Anketni kazalniki na voljo za zadnje četrletje 2021 kažejo, da ta vpliv najverjetneje ne bo absorbiran do zadnjega letošnjega četrletja. Ker industrija razen gradbeništva predstavlja okoli 20% skupne dodane vrednosti v euroobmočju, zgoraj navedene ocene pomenijo, da bi bila leta 2021 realna rast BDP za okoli 0,5% višja, če ne bi bilo ozkih grl v dobavnih verigah. Ta ocena velja kot spodnja meja, ker ozka grla v dobavnih verigah še vedno vplivajo na proizvodnjo tudi v zadnjem četrletju 2021, pa tudi na gradbeništvo in poslovne storitve.

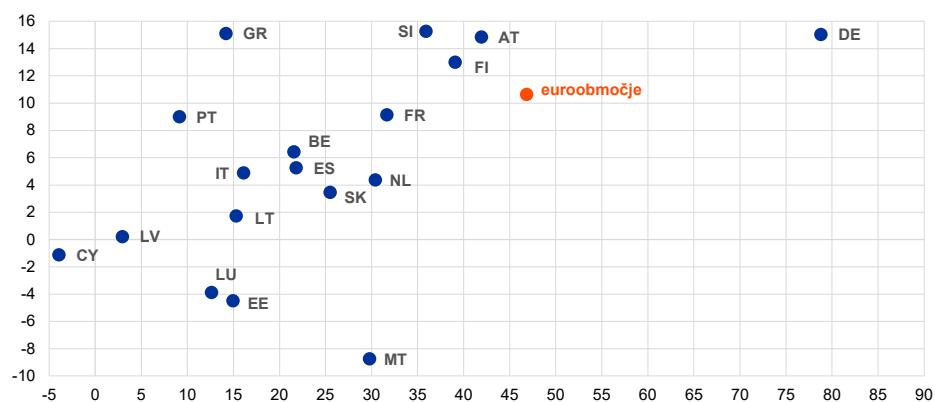
Vpliv ozkih grl v dobavnih verigah bi lahko vztrajal tudi še skoraj vse leto 2022.

Pomanjkanje polprevodnikov, negativna gibanja pandemije v Aziji in trenutna preobremenjenost kontejnerskih pristanišč se verjetno ne bodo dosti izboljšali, kar pomeni, da bodo ti šoki po pričakovanjih še naprej vplivali na gospodarstvo v euroobmočju v prihodnjih mesecih, vpliv šokov zaradi ozkih grl v dobavnih verigah pa bi lahko vztrajal večji del leta 2022, kot kažejo tudi kontakti ECB v podjetniškem sektorju. V skladu z anketami Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov iz oktobra 2021 so podjetja pričakovala nadaljnje poslabšanje pomanjkanja materiala v prihodnjih treh mesecih v vseh državah euroobmočja, razen nekaj manjših držav (graf E). Velik del anketirancev je potrdil, da je bilo njihovo podjetje prizadeto zaradi pomanjkanja v primerjavi z dolgoročnim povprečjem, večji delež anketirancev je pričakoval nadaljnje poslabšanje položaja, kar potrjuje splošno oceno dolgotrajnega in vztrajnega vpliva ozkih grl v dobavnih verigah.

Graf E

Pomanjkanje opreme in materiala v državah euroobmočja, pričakovano v zadnjem četrletju 2021

(os x: delež anketirancev, ravn, od katerih so odšteata pretekla povprečja; os y: delež anketirancev, razlika v primerjavi s tretjim četrletjem 2021)



Vir: Eurostat, Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Vrednosti za posamezne kazalnike so izračunane tako, da se odšteje njihova povprečna vrednost za vsako gospodarstvo v obdobju od 1999 do 2019. Zadnji podatki so za oktober 2021.

Javnofinančne politike v letu 2022 – kaj prinašajo osnutki proračunskih načrtov za leto 2022

Pripravili Giovanni Bardone, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Philip Muggenthaler

Evropska komisija je 24. novembra 2021 objavila svoje mnenje o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2022.¹ Mnenja se osredotočajo na skladnost proračunskih načrtov s priporočili Sveta z dne 18. junija 2021, ki državam članicam svetujejo, naj leta 2022 sprejmejo bolj diferencirane javnofinančne politike. Svet je priporočil državam članicam z nizko ali srednjo stopnjo zadolženosti, naj leta 2022 sprejmejo ali ohranijo spodbujevalno naravnano javnofinančno politiko, medtem ko je državam članicam z visoko stopnjo zadolženosti priporočil, naj za financiranje dodatnih naložb kot pomoč pri okrevanju uporabijo mehanizem za okrevanje in odpornost ter naj si prizadevajo izvajati preudarno fiskalno politiko. Vsem državam članicam je priporočil, naj ohranijo nacionalno financirane naložbe. Komisija je pri oceni osnutkov proračunskih načrtov upoštevala nadaljnjo uporabo splošne odstopne klavzule² iz Pakta za stabilnost in rast tudi leta 2022. Klavzula se bo po pričakovanih prenehala uporabljati leta 2023.

Na podlagi prilagojenega kazalnika, katerega namen je zajeti usmeritev javnofinančne politike v sedanjem gospodarskem okolju, naj bi ostala fiskalna politika v euroobmočju leta 2021 in 2022 spodbujevalno naravnana. Komisija je v oceni uporabila prilagojeno merilo naravnosti fiskalne politike, ki je bilo pripravljeno v luči sedanje krize ter nacionalnih in EU javnofinančnih ukrepov, sprejetih zaradi krize.³ Prvič, merilo naravnosti fiskalne politike upošteva izdatke, financirane z mehanizmom za okrevanje in odpornost ter drugimi sredstvi EU, ki zagotavljajo javnofinančno spodbudo gospodarstvu, vendar niso izkazani v evidentiranem proračunskem saldu držav članic. Drugič, izločijo se začasni nujni ukrepi, sprejeti zaradi krize. V skladu z napovedmi Komisije jeseni 2021, ki upoštevajo osnutke proračunskih načrtov za leto 2022, bo fiskalna ekspanzija na

¹ Evropska komisija (2021), »Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu in Evropski centralni banki o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2022: celovita ocena«.

² Klavzula je bila sprejeta v okviru »šesterčka« reform Pakta za stabilnost in rast leta 2011. Klavzula se lahko aktivira v primeru neobičajnega dogodka – na katerega zadevna država članica ne more vplivati – ki močneje prizadene finančni položaj širše države, ali v obdobjih hude gospodarske recesije v euroobmočju ali EU kot celoti. Po aktivaciji lahko države članice začasno odstopajo od zahtevanih javnofinančnih prilagoditev iz preventivnega in korektivnega dela pakta, če to ne ogroža srednjoročne vzdržnosti javnih financ.

³ Komisija izračunava naravnost fiskalne politike glede na letno povečanje neto izdatkov v razmerju do 10-letne potencialne rasti. Na podlagi priporočil Sveta o programih stabilnosti za leto 2021 je bil neto agregat odhodkov, ki se uporablja za izračun splošne fiskalne naravnosti, prilagojen tako, da so vključeni odhodki, financirani z nepovratnimi sredstvi iz mehanizma za okrevanje in odpornost in drugimi sredstvi EU, ter izvzeti začasni izredni ukrepi v zvezi s krizo zaradi koronavirusa (COVID-19). Poleg prispevka odhodkov, ki jih finanira EU, so v oceni Komisije obravnavani tudi prispevki k splošni fiskalni naravnosti iz različnih nacionalno financiranih agregatov odhodkov, in sicer (i) naložb; (ii) drugih naložb v osnovna sredstva; (iii) tekočih primarnih odhodkov (brez diskrecijskih ukrepov na strani prihodkov).

podlagi te opredelitve naravnosti fiskalne politike znašala okoli 1,75% BDP leta 2021, za leto 2022 pa se pričakuje nadaljnja ekspanzija v višini skoraj 1% BDP.⁴

V skladu z oceno Komisije so posamezni osnutki proračunskih načrtov na splošno v skladu s priporočili za javnofinančno politiko, ki jih je sprejel Svet 18. junija 2021. Merjeno na podlagi prilagojenega kazalnika, ki zajema usmeritev javnofinančnih politik v sedanji krizi, se je večina nizko in srednje zadolženih držav v euroobmočju odločila za spodbujevalno naravnano javnofinančno politiko. Od držav članic v tej skupini (Nemčija, Estonija, Irska, Ciper, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Avstrija, Slovenija, Slovaška in Finska) samo Malta in Slovaška tega ne nameravata nadaljevati tudi leta 2022. Komisija ocenjuje, da nameravajo vse države članice v tej skupini – razen Nizozemske, ki še ni predložila načrtov za okrevanje in odpornost – kot pomoč pri okrevanju uporabljati mehanizem za okrevanje in odpornost. Vse ohranjajo ali večinoma ohranjajo nacionalno financirane naložbe.

Komisija obenem poudarja, da je pomembno, da države članice z visokim dolgom »ohranijo preudarno fiskalno politiko«. V ta namen Komisija ocenjuje, da Belgija, Grčija, Španija, Francija in Italija v skladu s priporočili Sveta iz junija 2021 uporabljajo mehanizem za okrevanje in odpornost, da bi financirale dodatne naložbe v podporo okrevanju, ter ohranjajo nacionalno financirane naložbe.⁵ Komisija tudi poudarja, da bi morale te države pri sprejemanju spodbujevalnih proračunskih ukrepov zagotoviti, da se »ohrani preudarna fiskalna politika za zagotovitev srednjeročne vzdržnosti javnih financ«.

Ocena Komisije upošteva povečanje državnih naložb med pandemijo v celotnem euroobmočju, kar je v nasprotju z dinamiko po svetovni finančni krizi, velik del povečanja pa je rezultat financiranja EU, vključno z mehanizmom za okrevanje in odpornost. Komisija predvideva, da se bodo državne naložbe v euroobmočju povečale z 2,8% BDP leta 2019 na 3,2% BDP leta 2022 in s tem deloma preobrnile trend zmanjševanja javnih naložb pred pandemijo po svetovni finančni krizi (graf A). Napovedi Komisije jeseni 2021 in osnutki proračunskih načrtov kažejo, da je v ospredju skupna poraba nepovratnih sredstev iz mehanizma za okrevanje in odpornost, saj bo okoli dve tretjini nepovratnih sredstev iz mehanizma, ki so dodeljena državam članicam euroobmočja, porabljenih do konca leta 2023. Z vidika BDP so odhodki, financirani s sredstvi iz mehanizma za okrevanje in odpornost, ocenjeni na okoli 0,5% BDP v letu 2022 in 2023. Na splošno bi morali kakovostni državni proračuni in preudarne javne naložbe podpirati dvojni prehod v smeri zelenega in digitalnega gospodarstva.

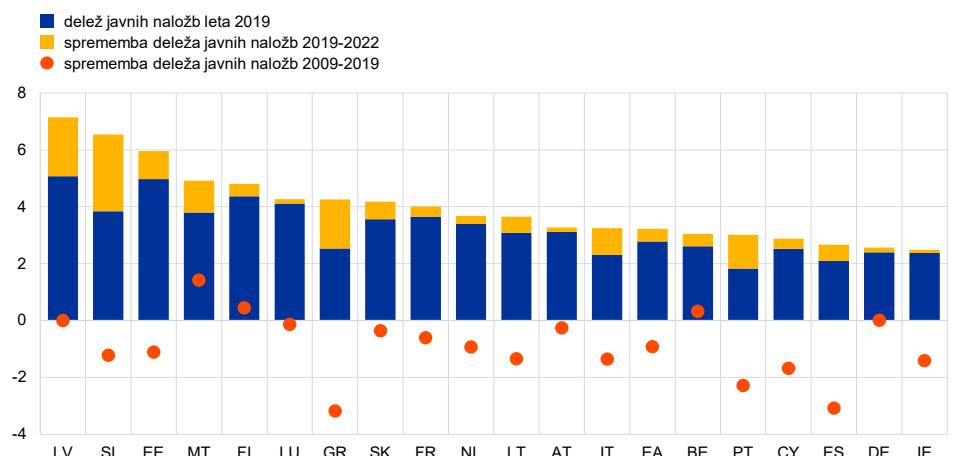
⁴ Evropska komisija (2021), op. cit.

⁵ Evropska komisija ni sprejela mnenja o osnutku proračunskega načrta Portugalske, ker je portugalski parlament medtem zavrnil osnutek proračuna, na katerem je temeljil načrt.

Graf A

Javne naložbe, 2009–2022

(v odstotkih BDP)



Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.

Hkrati je mogoče znižati prispevek tekoče potrošnje k javnofinančni pomoči, kar bi omejilo rast javnega dolga. Komisija navaja, da med državami z nizko ali srednjo stopnjo zadolženosti Latvija in Litva nista predvideli zadostnega nadzora rasti nacionalno financirane tekoče potrošnje. Med državami z visokim deležem javnega dolga v razmerju do BDP naj Italija ne bi zadostno zagotovila omejevanje rasti nacionalno financirane tekoče potrošnje. Komisija in Euroskupina⁶ zato pozivata Italijo, naj sprejme ustrezne ukrepe za omejitev tekoče porabe.

Popravljanje javnofinančnih neravnovesij po državah euroobmočja še naprej poteka različno.⁷ V skladu z napovedmi Komisije jeseni 2021 naj bi se primanjkljaj v letih 2022 in 2023 po napovedih zmanjšal v vseh državah euroobmočja (graf B). Sedem držav euroobmočja naj bi leta 2023 po napovedih zabeležilo primanjkljaj, višji od praga na ravni 3% BDP. Največji primanjkljaj v letih 2022 in 2023 je napovedan za nekatere države, ki so v obdobje pandemije vstopile z visokim deležem javnega dolga v razmerju do BDP. Delež javnega dolga v razmerju do BDP v večini držav euroobmočja naj bi se po napovedih leta 2022 zmanjšal, v nekaterih pa bo še naprej naraščal do konca obdobja napovedi, če se politika ne bo spremenila (graf C). Na splošno naj bi po napovedih ob koncu obdobja napovedi leta 2023 ostal nad predkrizno ravnijo, in sicer tudi v nekaterih državah članicah, ki so v krizo vstopile z razmeroma visokim deležem javnega dolga v razmerju do BDP.

⁶ Izjava Euroskupine o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2022, sprejeta 6. decembra 2021, »poziva tiste države članice z visokim dolgom, v katerih po oceni Komisije ni načrtovano zadostno omejevanje rasti nacionalno financirane tekoče potrošnje, naj sprejmejo potrebne ukrepe v okviru nacionalnega proračunskega postopka«.

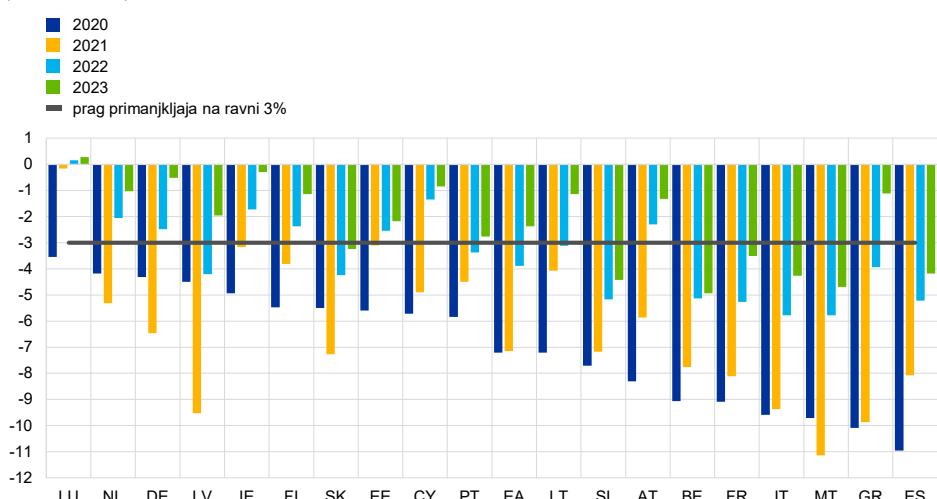
⁷ Podrobnosti o agregatnih proračunskih gibanjih v euroobmočju na podlagi makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje iz decembra 2021 so v poglavju 6 v tej številki Ekonomskoga biltena.

Še naprej se morajo izvajati ciljno usmerjeni in rasti prijazni javnofinančni ukrepi. Javnofinančne politike morajo še vedno iskati ravnotežje med varnim in vzdržnim izhodom iz krize ter zagotavljanjem javnofinančne vzdržnosti. Zaradi precejšnje negotovosti lahko k iskanju takšnega ravnotežja bolje prispeva javnofinančna pomoč, ki je odzivna na makroekonomska gibanja. Če bi se pandemične razmere poslabšale, bi lahko dodatna javnofinančna pomoč omejila škodljive posledice za gospodarsko rast. Če se gospodarstva naučijo učinkovitej prilagajati pandemiji in rasti hitreje, kot se trenutno predvideva, bi lahko države z visokim javnim dolgom izboljšale javnofinančno vzdržnost tako, da boljša gibanja nominalnega BDP od napovedanih izkoristijo za izboljšanje javnofinančnega položaja. Če bi se v skladu s priporočili Sveta iz junija 2021 javnofinančna pomoč v letu 2022 osredotočala na produktivno porabo – vključno z naložbami, ki se financirajo iz mehanizma za okrevanje in odpornost – bi bil vpliv na gospodarsko rast še posebno ugoden. Glede na pričakovano deaktivacijo splošne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast od leta 2023 ter možne posledice sedanje prenove okvira ekonomskega upravljanja v EU⁸ je treba pravočasno pripraviti sporazum o usmeritvi javnofinančnih politik.

Graf B

Proračunski saldo širše opredeljene države, 2020–2023

(v odstotkih BDP)



Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.

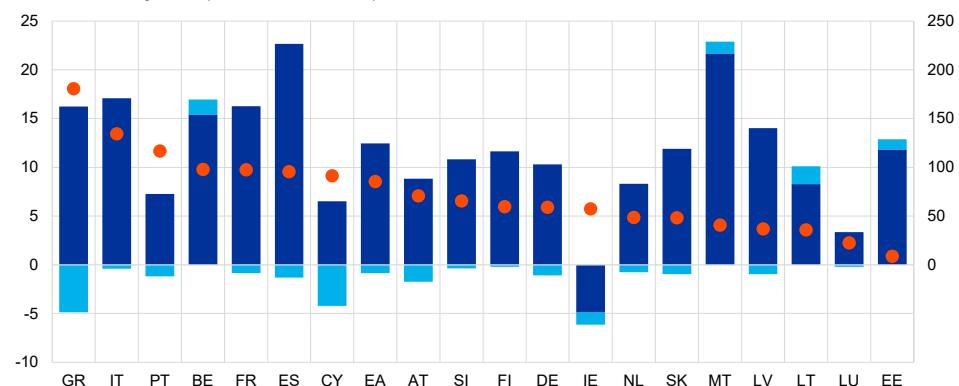
⁸ Odgovor Eurosistema na Sporočilo Evropske komisije »Gospodarstvo EU po COVID-19: posledice za ekonomsko upravljanje« z dne 19. oktobra 2021.

Graf C

Bruto dolg širše opredeljene države, 2019–2023

(v odstotkih BDP)

- sprememba deleža dolga 2019-2022
- sprememba deleža dolga 2022-2023
- delež dolga 2019 (lestvica na desni strani)



Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.

Članka

1 The ECB Survey of Monetary Analysts: an introduction

Prepared by Claus Brand and John Hutchinson

1 Introduction

Understanding the expectations of households, firms and financial markets regarding monetary policy and macroeconomic developments is important for the conduct of monetary policy. Expectations regarding macroeconomic developments and monetary policy matter for the transmission of monetary policy and can be used as a yardstick to assess the credibility of monetary policy. Their development over time also helps central banks understand the effectiveness of monetary policy.

Surveys can play an important role in understanding expectations and complement expectations inferred from market pricing. While it is not possible to measure expectations of households, firms and financial markets directly, surveys provide information on the expectations of these specific groups.

The ECB Survey of Monetary Analysts (SMA) brings together information on financial sector expectations of monetary policy and macroeconomic developments in a coherently structured and regularly updated survey.¹

Integrating survey information on both macroeconomic developments and monetary policy closes a knowledge gap that is left by surveys focusing either just on expectations of economic developments alone (e.g. the ECB Survey of Professional Forecasters – SPF) or only on monetary policy (e.g. private sector surveys available from Thomson Reuters and Bloomberg). The SMA is not the first survey of this type to be conducted by a central bank as part of its market intelligence gathering (see Box 1 for a description of how the SMA adds to information obtained from other surveys for the euro area, how it compares to the Federal Reserve Bank of New York's Survey of Primary Dealers (SPD) and how it contributes to the ECB's market intelligence gathering).

The key objective of the SMA is to “gather regular, comprehensive, structured and systematic information on market participants’ expectations”. This information is intended to serve three purposes (see examples in Section 5): (i) assessing financial market participants' expectations of the ECB's monetary policy measures, including their possible impact on financial markets; (ii) examining respondents' outlook for the economy; and (iii) understanding whether the ECB's communication and forward guidance is well understood.

¹ For information on the SMA, see the ECB's [website](#).

The ECB launched the SMA initially as a pilot project in April 2019, which ended in June 2021 with the publication of aggregate results. The survey runs eight times a year, ahead of the Governing Council's monetary policy meetings. The ECB decided to end the pilot phase and publish aggregate results on its website following a staff assessment that the SMA had significantly advanced the quality and comprehensiveness of systematic market intelligence gathering.²

Box 1

The role of surveys in gathering market intelligence related to monetary policy expectations and the economy

Prepared by John Hutchinson, Falk Mazelis, Martin Strukat and Olivier Vergote

This box examines the role of private sector and central bank surveys in gathering systematic market intelligence and how they contribute to the understanding of monetary policy expectations and expectations regarding the development of the economy.

Gathering market intelligence is important for central banks to be able to better understand financial market participants' monetary policy expectations, their participation in open market operations and their overall view of market developments and market functioning. For the most part, market intelligence gathering is qualitative in nature and takes the form of direct interactions with traders and market participants, complemented by information inferred from high-frequency market data and analysts' research reports.³ Regular market contact group meetings are an important component of the ECB's market intelligence gathering.⁴

Surveys undertaken by private sector companies are a valuable market intelligence source for summarising market expectations in a more systematic way than bilateral exchanges or market contact group discussions. An advantage of surveys over discussing topics of interest with market participants is that surveys can provide a more systematic view of financial market participants' expectations by asking a broad set of respondents the same questions over a fixed time horizon. Such surveys also cover a wide range of respondent types (in a relatively stable but still changing composition). Bloomberg and Thomson Reuters run two of the most established surveys of market participants' expectations of ECB policy with, on average, 35 and 70 respondents, respectively, per survey round in 2021. The private sector surveys do not have fixed survey periods or fixed dates for the publication of their results, but typically occur in the week prior to the Governing Council's monetary policy meetings.⁵

Central banks also undertake their own surveys to address their specific informational needs and to better understand monetary policy expectations and the economy.⁶ The key advantage of a central bank undertaking its own survey is that it can control the precise timing around monetary policy meetings, the scope and detail of the questions, the forecast horizons and the panel of

² See the [press release](#) of 8 February 2021.

³ See "Market Intelligence Gathering at Central Banks", *Markets Committee Papers*, No 8, Bank for International Settlements, December 2016.

⁴ More information on the ECB's market contact groups is available on the ECB's [website](#).

⁵ Such surveys typically ask questions concerning the path of key interest rates and other policy parameters, like the pace of asset purchases and communication aspects. Bloomberg also publishes the results of a separate monthly survey that focuses solely on the path of the deposit facility rate (DFR) and the main refinancing operations (MRO) rate.

⁶ The Federal Reserve System also gathers market intelligence on other topics, e.g. on banks' strategies and practices for managing reserve balances (via the Senior Financial Officer Survey).

respondents. Moreover, by having recurring questions and a broadly stable group of respondents, regular surveys provide comprehensive information about the evolution of expectations, while the inclusion of questions on key macroeconomic variables captures how policy expectations correlate with economic developments.

The SMA shares many similarities with the Federal Reserve Bank of New York's Survey of Primary Dealers (SPD), which is the most established survey undertaken by a major central bank.⁷ Like the SMA, the SPD is staff-led, but the SPD is conducted by the Trading Desk of the Federal Reserve Bank of New York.⁸ The SPD questionnaire is distributed to the 24 primary dealers of the Federal Reserve Bank of New York and published on its website approximately two weeks ahead of each scheduled meeting of the Federal Open Market Committee (FOMC). Both the SPD and the SMA focus on expectations regarding monetary policy measures, financial conditions and the macroeconomic outlook. However, while SMA policy questions only relate to communication from the Governing Council's monetary policy statement (formerly the introductory statement), the SPD also covers "topics that are widely discussed in the public domain". Both questionnaires typically ask respondents to provide modal expectations, which may be supplemented by probability distribution questions. The period of time between the end of the SPD's response period and the first day of the FOMC meeting is about one week, which is slightly shorter than the corresponding period for the SMA. Summaries of the SPD results are published about three weeks after each FOMC meeting. Since the end of the pilot phase in June 2021, the SMA results have been published in aggregate form on the Friday of the week after the Governing Council's monetary policy meeting.

This article looks at the structure of the survey and the rationale behind it and explains what role it plays in understanding changes in market participants' expectations of euro area monetary policy and the macroeconomy. Section 2 outlines the scope and main features of the SMA; Section 3 describes how the panel of respondents was initially selected and the survey's likely future evolution; Section 4 examines the SMA's governance along several dimensions; and Section 5 illustrates how the SMA's results can be used to inform views on market expectations.

2 Scope and main features of the SMA

The objective of the SMA is to gather "regular, comprehensive, structured and systematic information on market participants' expectations".⁹ First, the SMA provides "regular" information by collecting market participants' expectations ahead of each Governing Council monetary policy meeting and making the results available

⁷ For more information on the SPD, see the Federal Reserve Bank of New York's [website](#), and for an in-depth study, see "[Understanding the New York Fed's Survey of Primary Dealers](#)", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 19, No 6, Federal Reserve Bank of New York, 2013. The Federal Reserve Bank of New York also conducts the Survey of Market Participants, which covers a subset of firms associated with its advisory groups and committees.

⁸ See, for example, "[Responses to Survey of Primary Dealers](#)", Federal Reserve Bank of New York, July 2021. The SMA is jointly formulated by ECB staff from the Directorate General Market Operations and the Directorate General Monetary Policy.

⁹ See [press release](#) of 30 January 2019.

to the Eurosystem committees, to the Governing Council and, since June 2021, also to the general public after the Governing Council meeting. For this purpose, it gathers “comprehensive” data on ECB policy expectations, such as: (i) the key ECB interest rates and other market interest rates – the euro interbank offered rate (EURIBOR) and the euro short-term rate (€STR) – over an extended horizon and in the long run, as well as expectations on interest rate forward guidance; (ii) the ECB’s asset purchase programmes and expectations on changes in forward guidance; (iii) targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) (repayments and take-ups); and (iv) the macroeconomic outlook (baseline and risks) over an extended horizon and in the long run. In addition, the SMA provides “structured” information by ensuring that the survey covers horizons that give visibility to the main policy parameters (e.g. interest rate lift-off, end of net asset purchases and end of reinvestments) and by collecting information on how changes in the macroeconomic outlook and policy expectations jointly evolve. Finally, the SMA provides “systematic” information by asking a set of questions that are intended to remain fairly stable over time, thereby fostering respondents’ understanding of the questions and gradually building up the longitudinal dimension of the survey.

The questionnaire is structured around four sections pertaining to interest rate expectations, asset purchases, refinancing operations and the macroeconomic outlook. The questions in these sections are largely kept stable in order to facilitate comparability of replies over time. However, when new policy measures are announced by the Governing Council, these are systematically incorporated into the questionnaire. For example, in the September 2021 SMA, a dedicated section was included relating to the ECB’s new monetary policy strategy. Over time the questionnaire has been adjusted, but its structure has been maintained, ensuring that all key policy parameters are always captured.

The questionnaire collects modal and probabilistic views of respondents.

While it asks for the modal view (in the form of a point estimate), in many instances it also makes use of probabilistic questions to elicit the likelihood that respondents assign to different future events. This type of question is particularly suitable where there is a bimodality of expectations. Probabilistic questions also eliminate uncertainty about whether the respondent is referring to the mean, median or mode when asked to provide a point estimate.¹⁰

As intended, the information gathered by the SMA can be used to undertake the following analyses:

- **Assessing financial market participants’ expectations regarding monetary policy:** To the extent that survey results can be understood as reflecting financial market expectations, these results can complement information in asset prices and inform analysis to extract such financial market expectations. Specifically, econometric models can be deployed that combine both surveys and prices to extract useful “underlying” or average expectations (for a more technical discussion, see Box 2). At the same time, survey data are not

¹⁰ For an instructive overview of the rationale behind the Federal Reserve System’s introduction of probability distribution questions in the SPD, see Fischer, S., “[Monetary Policy Expectations and Surprises](#)”, speech at the School of International and Public Affairs, Columbia University, April 2017.

necessarily representative of financial market expectations: their cross-section dimension can be small (given the small size of the SMA panel), and the heterogeneity of panellists may affect aggregate results.

- **Examining respondents' outlook for the economy:** The SMA provides respondents' forecasts on key macroeconomic variables and risks that correspond to their policy expectations (see Section 5).
- **Examining how the ECB's communication and forward guidance are understood:**¹¹ As the SMA provides joint information on expected interest rates, asset purchases and macroeconomic developments, it allows a quantitative assessment of how forward guidance translates into expectations regarding the timing and pace of interest rate changes and net asset purchases and of the duration of reinvestments under the ECB's purchase programmes. Specifically, the SMA reveals information on respondents' expectations regarding the timing of "shortly before" the ECB rates start increasing, while expectations regarding the ending of full reinvestments provide insight on interpretations of the "extended period of time" after which the ECB rates will start increasing. It can also be used to analyse the extent to which the ECB's current interest rate forward guidance conditions regarding inflation are met (see Box 3).

Box 2

Inferring financial market participants' expectations from asset prices and surveys

Prepared by Bruno De Backer, Fabian Schupp and Andreea Liliana Vladu

The SMA captures survey panellists' expectations regarding monetary policy and macroeconomic developments. An alternative way to capture economic agents' expectations is to look at financial asset prices, which incorporate expectations of future payoffs, which in turn link to interest rates, inflation, economic growth, corporate profits and other key variables. As asset prices are available at daily or even higher frequency, these can be used to extract financial market participants' expectations in a timely manner. These prices can therefore complement survey information, which is available at lower frequency and only for a selection of forecast horizons.

Forward interest rates are indicators of market participants' interest rate expectations. These rates (e.g. the one-year interest rate four years ahead) are locked in today and apply to lending or borrowing contracts that start in the future.¹² Considering the simplest form of the expectations hypothesis, forward rates can be interpreted as expected short-term rates. By this logic, the current flatness of the short end of the €STR forward curve suggests that market participants expect the €STR (and hence also the ECB's DFR) to remain at its current level for an extended period of time.

¹¹ For a description of the ECB's revised interest rate forward guidance, see Lane, P.R., "The new monetary policy strategy: implications for rate forward guidance", *The ECB Blog*, ECB, August 2021. The chained forward guidance structure of the asset purchase programme (APP) links the horizons of net asset purchases and reinvestments to the interest rate lift-off date.

¹² Forward rates are often reported as "implied forward rates", i.e. they are computed from observed spot interest rates using the fact that one can replicate the pay-off stream of a forward contract by creating certain portfolios of long and short positions in bonds. The "implied forward rate" would then depend on the current yields of the bonds constituting the replicating portfolio. The one-year forward rate four years ahead, for instance, would be implied by the four-year and five-year bond yields.

Similarly, forward rates derived from inflation-linked swaps reflect expectations regarding future inflation rates.

However, forward rates do not exclusively reflect market participants' actual rate expectations; they also reflect a risk premium component compensating investors for the risk of rate changes or reinvestment risk.¹³ This risk premium is measured by the difference between forward rates and a measure of the expected short-term interest rate at corresponding horizons. It can be positive or negative, it can change over time, and its absolute size varies with the uncertainty and risk aversion of market participants. While forward rates as such are readily available, their sub-components (rate expectations and risk premia) are not individually observable. This poses a challenge to the use of asset prices for monitoring market participants' expectations over time.

Chart A compares the three-month EURIBOR forward rate 12 months ahead (blue line) with survey forecasts of the three-month EURIBOR rate in 12 months. Survey figures represent the average of Consensus Economics' panellists' expected rate (yellow dots) and the median of SMA panellists' most likely rate (red dots). Assuming that aggregated survey responses are broadly in line with interest rate expectations embedded in three-month EURIBOR forward rates, Chart A illustrates the presence and time variation of forward risk premia measured by the difference between survey expectations and forward rates. An analysis of forward rates and Consensus Economics survey forecasts suggests that the 12 months ahead three-month EURIBOR forward risk premium has, on average, been slightly negative since 2014.¹⁴ For the most recent period, aggregated SMA forecasts differ slightly from aggregated Consensus Economics forecasts, which might be due to panel compositional effects, different reporting periods, and discrepancies in underlying questions.

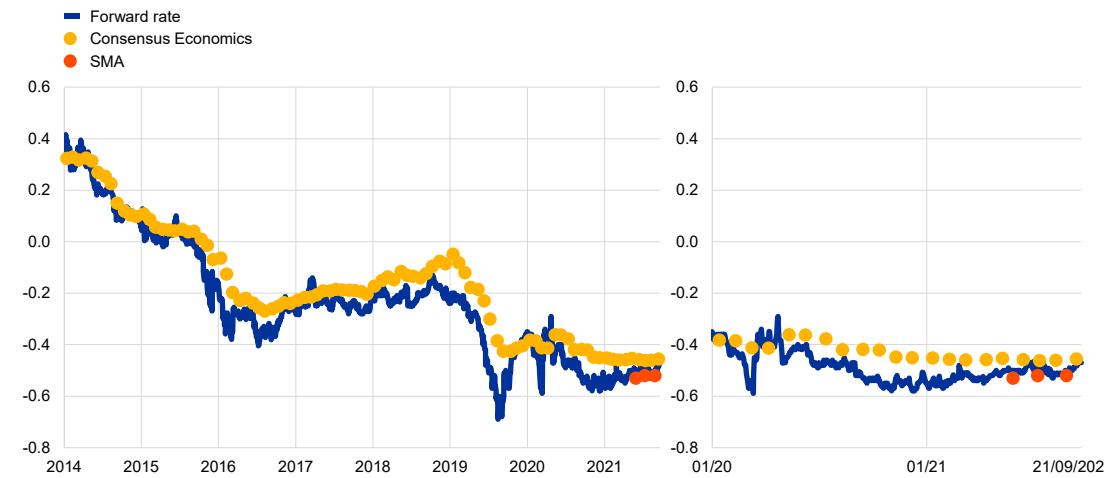
¹³ The size and sign of the forward risk premium will depend on the uncertainty about the future level of the short-term interest rate, but also on the economic environment in which those higher or lower-than-expected rate realisations are expected to happen. See, for example, Chapter 19.2 on "Yield curve and expectations hypothesis" in Cochrane, J.H., *Asset pricing*, Princeton University Press, 2001.

¹⁴ Paying a negative risk premium might be reasonable from an investor's perspective if an asset serves as insurance against adverse shocks – i.e. it tends to have a high pay-off in bad states of the world. For nominal risk-free assets this may, for example, be the case if investors are worried about low growth/low inflation scenarios (see Piazzesi, M. and Schneider, M., "Equilibrium Yield Curves", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 21, 2006; and Campbell J.Y., Sunderam, A. and Viceira, L.M., "Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds", *Critical Finance Review*, Vol. 6, 2017, pp. 263-301).

Chart A

Three-month EURIBOR rate: 12-months-ahead forward rate and survey expectations

(percentages per annum)



Sources: Consensus Economics, SMA and ECB staff calculations.

Notes: The latest survey forecasts are for September 2021. Consensus Economics reports averages across survey panellists of mean point forecasts. The SMA reports medians across survey panellists of modal point forecasts.

As survey expectations are only available at certain points in time, these may not be available when they are most useful to gauge market participants' expectations, e.g. in times of crisis.¹⁵ Asset prices, by contrast, are available daily, but, as argued above, their information content regarding interest rate expectations is blurred by the presence of risk premia. In order to reap the benefits of both data sources, econometric models have been developed to combine the timeliness of asset price data with the premia-free but more sporadic information from surveys. Econometric models of the term structure of interest rates, for instance, can be designed to include survey information.¹⁶ Accounting for survey information in the estimation of term structure models helps econometricians to better estimate the degree of persistence of interest rates expectations. This could otherwise be underestimated, implying too strong a reversion of rate forecasts to their long-run model-implied mean.¹⁷ In addition, including survey information in term structure models can also help to better pin down the long-run mean of interest rates.¹⁸ Overall, these models provide a high-frequency

¹⁵ For instance, at the end of February and beginning of March 2020, when the financial market turmoil related to the coronavirus (COVID-19) outbreak in Europe intensified, surveys were only available on 9 March (Consensus Economics), 6 and 17 March (Bloomberg surveys on the DFR), and 1 March (SMA pilot phase), with survey results quickly becoming obsolete following their release.

¹⁶ A central assumption frequently imposed on econometric term structure models is the exclusion of arbitrage opportunities across maturities. This assumption implies that it is not possible to build bond portfolios across maturities such that the investor receives positive profits with certainty in the future without investing any capital today. Technically, the no-arbitrage constraint is imposed via restrictions across model parameters. See, for example, Joslin, S., Singleton, K.J. and Zhu, H., "A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models", *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No 3, 2011, pp. 926-970.

¹⁷ See, for example, Kim, D.H. and Orphanides, A., "Term Structure Estimation with Survey Data on Interest Rate Forecasts", *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol. 47, No 1, 2012, pp. 241-272; and Geiger, F. and Schupp, F., "With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound", *Discussion Paper*, No 27, Deutsche Bundesbank, 2018.

¹⁸ Models that use survey information to help pin down the (potentially time-varying) long-term mean of interest rates include Kozicki, S. and Tinsley, P.A., "Effective Use of Survey Information in Estimating the Evolution of Expected Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 44, No 1, 2012, pp. 145-169; Del Negro M., Giannone, D., Giannoni, M.P. and Tambalotti, A., "Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 2017, pp. 235-316; and Bauer, M.D. and Rudebusch, G.D., "Interest Rates under Falling Stars", *American Economic Review*, Vol. 110, No 5, 2020, pp. 1316-1354.

measure of interest rate expectations that reflects both sources of information: asset prices (the yield curve observed every day) and surveys (rate expectations at various horizons, sampled at certain points in time).

Importantly, model-based estimates of interest rate expectations typically do not (and need not) precisely match survey-based expectations. The difference between the two partly reflects the fact that models are subject to estimation and model uncertainty, as the true “data generating process” cannot be observed. Moreover, the reported average or median expectations across survey panellists may differ from expectations of the marginal investors who determine asset prices.¹⁹ Besides, as models typically include average or median survey expectations, they neglect the heterogeneity across survey panellists.²⁰ In addition, survey expectations might suffer from misunderstandings or a misrepresentation of expectations induced by wrong incentives (like a reluctance to deviate too much from the consensus view).

Chart B compares snapshots of the EONIA and €STR forward curves with model-based forecasts and survey-based expectations of the money market rates at three different points in time over the last decade. The model-based results are obtained from an econometric term structure model with a lower bound on interest rates that takes Consensus Economics forecasts and recent SMA forecasts into account.²¹ The upper and middle panels of Chart B show that survey expectations and model-implied expected rate paths can be below or above the forward curve, indicating that forward term premia can be positive or negative. Moreover, the panels illustrate that model-based expectations can be displayed for an arbitrary and dense set of horizons. By contrast, surveys can only cover the horizons specified in the respective questionnaires. The lower panel of Chart B compares the €STR forward curve prevailing in August 2021 with the median of the SMA participants’ most likely path for the €STR.²² The survey and model results suggest close to nil forward term premia up to about three years out, and negative forward term premia thereafter.

¹⁹ See, for example, Reis, R., “The People versus the Markets: A Parsimonious Model of Inflation Expectations”, *CEPR Discussion Paper*, No 15624, 2021.

²⁰ The availability of individual data across participants to measure the heterogeneity of views is an advantage of survey data. However, most econometric models deploying surveys focus on a measure of central tendency, ignoring such dispersion.

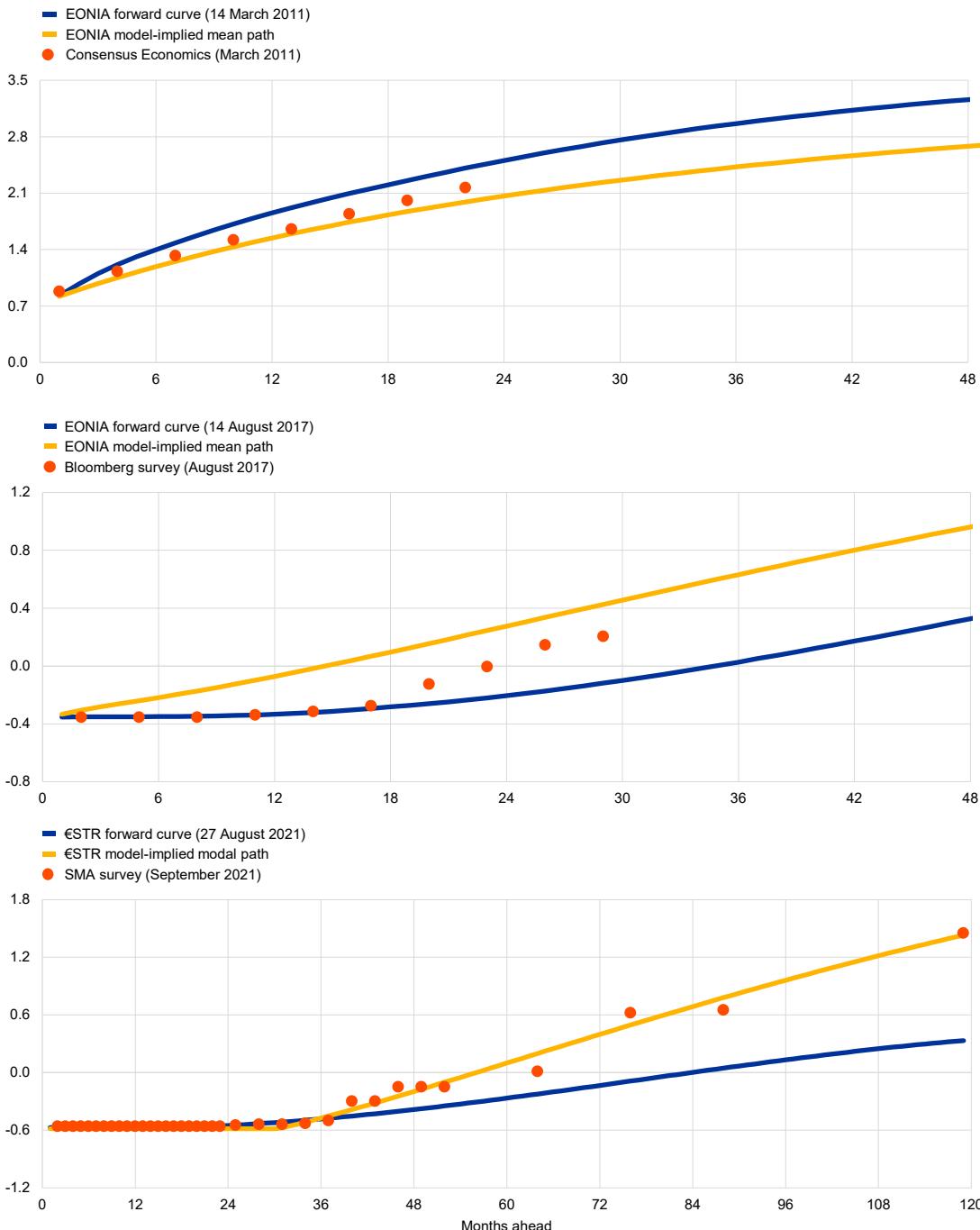
²¹ As Consensus Economics asks survey participants for their expectations for the three-month EURIBOR rate, these forecasts are adjusted for the observed spread between the three-month EURIBOR rate and the €STR before being input into the model.

²² For consistency, the model-based most likely rate path, i.e. the modal path, is shown instead of the mean path.

Chart B

Forward curves, model-based expectations and survey-based forecasts

(x-axis: months ahead; y-axis: percentages per annum)



Sources: Bloomberg, Consensus Economics, Refinitiv and ECB (SMA and staff calculations).

Note: Model-implied estimates follow Geiger, F. and Schupp, F., "With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound", *Discussion Paper*, No 27, Deutsche Bundesbank, 2018.

The SMA can be particularly helpful for models that decompose asset prices into expectations and risk premia, owing to its unique features: first, compared to other surveys, it provides forecasts for a broader range of variables (the three key ECB policy interest rates, the €STR, the three-month EURIBOR rate and inflation); second, unlike most other surveys, SMA vintages also provide a

consistent and dense grid of forecast horizons, reaching up to ten years ahead (“long term”) for some variables; third, the survey is carried out shortly before Governing Council monetary policy meetings (every six weeks on average).

Owing to the still short history of the SMA, SMA survey results need to be complemented with other survey data to inform models used to extract interest rate or inflation expectations at high frequency. As more SMA vintages become available, such models will increasingly be informed by the survey.

3 Panel selection

The press release announcing the launch of the SMA gave four criteria for the selection of respondents. The criteria are: (i) market relevance, (ii) geographical representativeness, (iii) commitment to participating regularly in the survey, and (iv) having an active involvement in the areas of activity covered by the survey.²³

The survey respondents have been selected from among members of the ECB’s market contact groups, as these largely satisfy the four criteria.²⁴ The track record of the ECB’s market contact groups provides an effective way to identify potential SMA participants, as their willingness to actively engage is critically important in ensuring the quality of the survey.²⁵ The degree of engagement is especially relevant as the SMA sample size consists of 29 institutions, so a high response rate is required if the survey is to be indicative of the market’s view. The list of institutions is published on the ECB’s website and the participation rate has been high, including during the pilot phase.²⁶ The panel composition, which has remained largely unchanged since the start of the survey, is currently being reviewed. Figure 1 illustrates the geographical distribution of the current panellists.

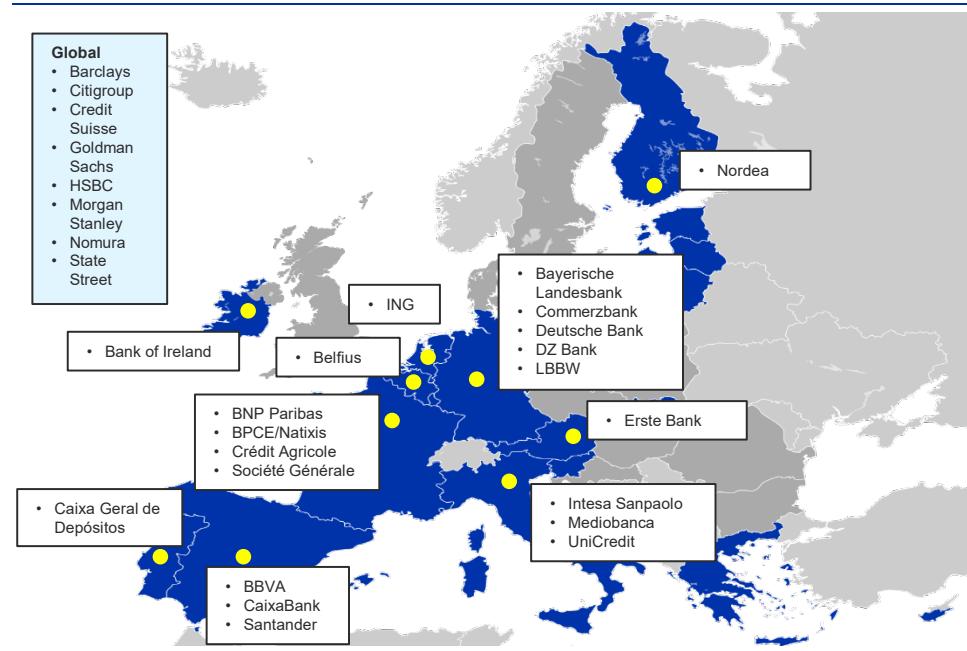
²³ See the [press release](#) of 30 January 2019.

²⁴ All respondents are given equal weight when constructing the summary statistics.

²⁵ Details on the ECB’s market contact groups are available on the ECB’s [website](#). It should be noted that these groups contain the largest institutions, as reflected in their market relevance and analytical capacity.

²⁶ A list of SMA participants in the pilot phase can be found on the ECB’s [website](#).

Figure 1
Panel composition



Source: ECB.

The selection of respondents has focused on the banking community. One reason for this approach is the important role banks play in euro area monetary policy transmission, be it as counterparties to the ECB, traders in financial markets or as credit intermediaries in the euro area bank-based system. In addition, banks' economic forecasting and market research can inform the views of their clients. As such, their expectations regarding monetary policy and the economy can also be considered as being informative of investor expectations. To obtain the "house view", SMA respondents were asked to coordinate the answers based on the views of their own economists, strategists and traders so as to ensure consistency.

The panel composition will henceforth be reviewed annually. The ECB periodically updates the panel of banks in its contact groups. Accordingly, the SMA panel composition is reviewed too, with a focus on assessing the quality of responses and the degree of engagement of respondents over the preceding 12 months. At the same time, new potential respondents may be invited to take part in the survey. Looking ahead, and in view of the increasing importance of the asset management industry in financial markets, buy-side institutions may eventually be invited to take part in the SMA too.

4 SMA governance

With the SMA being an ECB survey on monetary policy, specific safeguards are required to ensure that survey questions cannot be misinterpreted as revealing signals of future monetary policy decisions and, at the same time, to ensure that these capture decisions taken by the Governing Council in a timely

and comprehensive manner. Accordingly, the SMA's governance has been shaped along several dimensions:

Staff ownership: From the outset the SMA has been staff-led with the questionnaire disclaimer stating "This survey has been formulated by ECB staff; members of the ECB's decision-making bodies are not involved in the formulation of the survey" and "The questions never presume or signal an intention to undertake any particular policy action in the future".²⁷

Scope of the questionnaire: The SMA questionnaire appears to be well-understood by respondents and has evolved considerably over the pilot phase to incorporate new policy measures introduced by the Governing Council through questions that are generally based on the monetary policy statement.

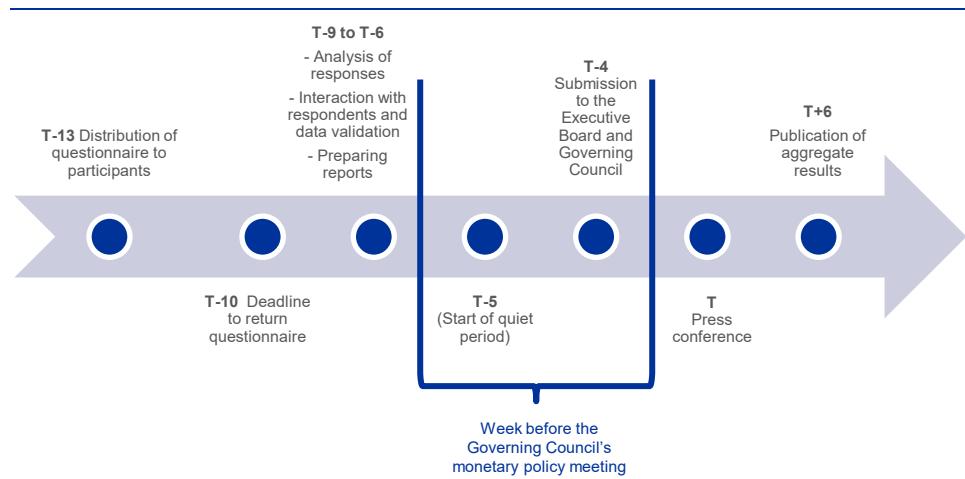
Formulation of the questions: Questions are formulated in a neutral manner.

Survey frequency: Since its launch, the frequency of the SMA has been aligned with the six-weekly schedule of the Governing Council's monetary policy meetings (see Figure 2 for a typical SMA timeline). 13 business days before the Governing Council meeting, typically on a Monday morning at 10:00 CET, the questionnaire is sent to the respondents and published simultaneously on the ECB's website. Respondents provide their responses by Thursday evening of the same week, then the SMA team validates and analyses the questionnaires before disseminating the aggregated results to the Governing Council four business days before the Governing Council meeting. Since June 2021, the results have been published on the ECB's website at 18:00 CET on the Friday of the week after the Governing Council meeting.

Quality control of results: Cross-checks of responses against other publicly available information and periodical statistical exercises are consistently applied.

²⁷ For the full disclaimer, see, for example, "ECB Survey of Monetary Analysts (SMA), September 2021", ECB, August 2021.

Figure 2
SMA timeline



Source: ECB.

Note: The timeline is in business days with T referring to the date of the Governing Council's monetary policy meeting.

5 How the SMA results can inform views on financial market expectations

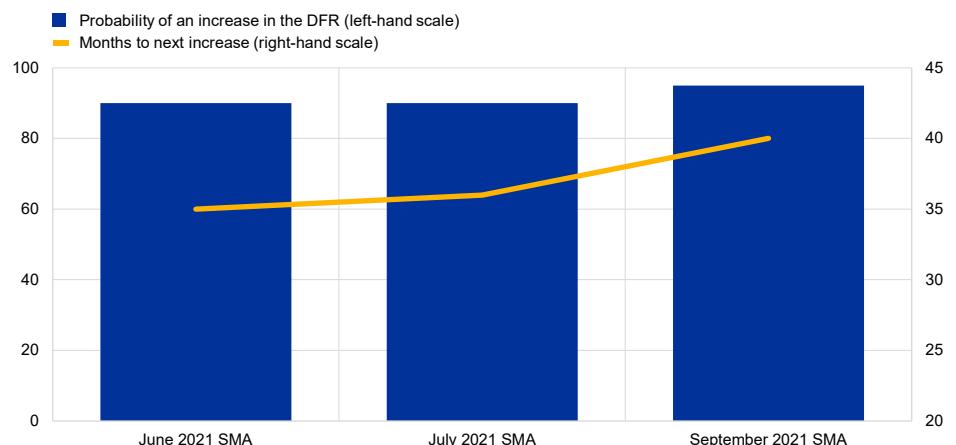
One of the main purposes of the SMA is to assess respondents' expectations regarding key interest rates, asset purchases and refinancing operations.

Section 1 of the questionnaire asks respondents for their expectations regarding key ECB interest rates, market rates and market conditions. For example, the first question in the section asks respondents to indicate the probability that the next change in key ECB interest rates will be an increase or decrease, the most likely timing of the change and the expected size of the change. According to the September 2021 SMA, there was a near unanimous expectation with a median 95% probability that the next change in the DFR would be an increase (Chart 1, third column). In terms of the timing of the increase, the median expectation was that this would occur in the fourth quarter of 2024, six months later than expected in the July 2021 SMA (Chart 2). As described in Box 3, this development reflects the Governing Council's revised interest rate forward guidance announced in July 2021. This shows that the information in the SMA captures the way changes in respondents' expectations about the economic outlook, as covered in Section 4 of the survey, affect their policy expectations.

Chart 1

Probability attached to next change in the DFR being an increase

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



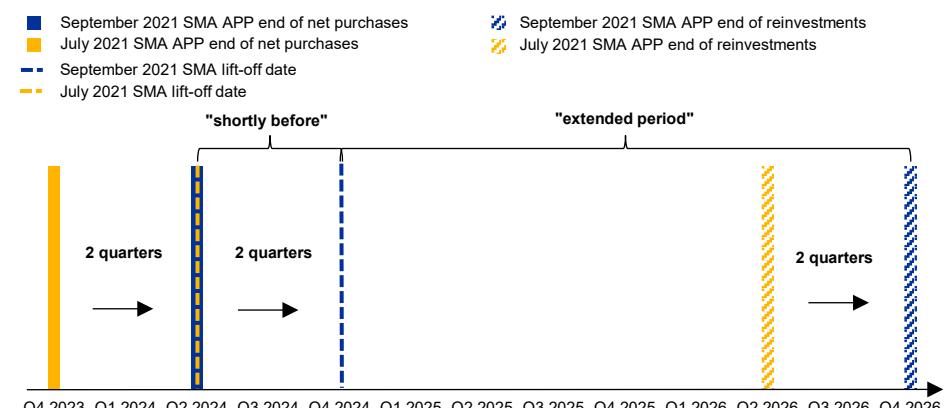
Source: ECB.

Note: Number of respondents is 21 for the September 2021 SMA, 21 for the July 2021 SMA and 22 for the June 2021 SMA.

Chart 2

Expectations for policy parameters

(x-axis: date)



Source: ECB.

Note: Number of respondents is 24 for the September 2021 SMA and 24 for the July 2021 SMA.

The respondents' expectations regarding the ECB's asset purchase programmes – the APP and the pandemic emergency purchase programme (PEPP) – and reinvestments are covered in Section 2 of the questionnaire. The section starts with the APP and asks multipart questions pertaining to when net asset purchases will end, the length of time the reinvestment of maturing securities purchased under the APP will continue, the evolution of the stock of the APP and whether respondents expect changes to the programme. In the September 2021 round, the median expectation was that the APP would end in mid-2024 with full reinvestments continuing until the end of 2026 (Chart 2).

SMA survey results on interest rates and asset purchases can be used to understand the effectiveness of the interaction between forward guidance on

interest rates and on asset purchases. Forward guidance on APP parameters are linked to forward guidance on interest rates via the conditions that are required to be met before policy interest rates start increasing (see Box 3): net purchases will be conducted until “shortly before” the date on which the Governing Council starts raising interest rates, and reinvestments will run for “an extended period of time” past that date (see Chart 2). SMA survey results indicate that respondents have revised the expected timing of the end of net purchases, the interest rate lift-off, and the end of reinvestment in a consistent manner in line with the chained forward guidance on interest rates and asset purchases: the postponement of the DFR lift-off date is associated with the prolonged horizon of APP net purchases and reinvestments, and vice versa.

The second part of Section 2 of the questionnaire relates to respondents’ expectations regarding the PEPP, which was introduced in response to the COVID-19 pandemic. Respondents were asked multipart questions covering the amount of the PEPP envelope they expect to be used by March 2022, when they expect the programme to end and what they expect the profile of quarterly purchases to be. In the September round, the median expectation was for the programme to end in the first quarter of 2022 (Chart 3, panel a), reinvestments to continue until the end of 2024 (Chart 3, panel a) and the €1,850 billion envelope to not be fully taken up by March 2022 (Chart 3, panel b). The median expectation that the entire PEPP envelope would not be fully exhausted by the second quarter of 2022 was also corroborated by Bloomberg and Thomson Reuters surveys. The respondents’ median expectation was that the size of average monthly purchases per quarter would progressively decline over the final three quarters of the programme (Chart 4).

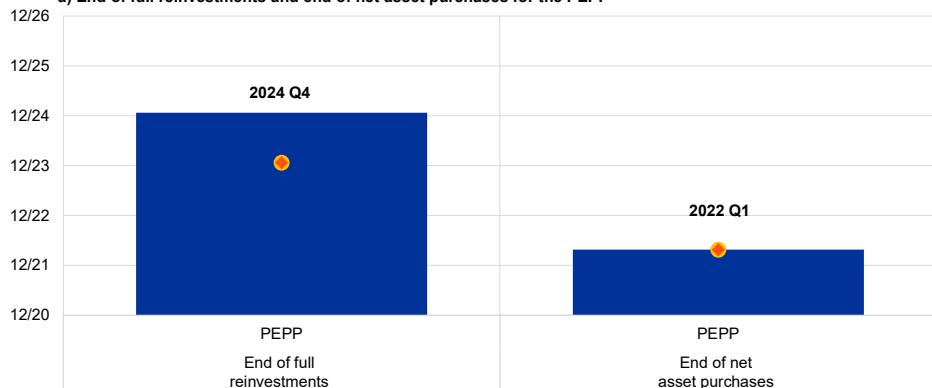
Chart 3

Expectations for the PEPP and TLTRO III

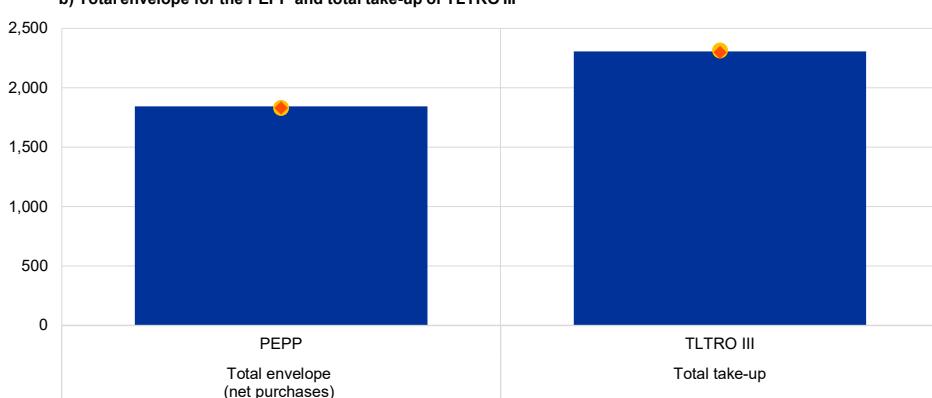
(panel a: date; panel b: EUR billions)

- September 2021 SMA
- July 2021 SMA
- ◆ June 2021 SMA

a) End of full reinvestments and end of net asset purchases for the PEPP



b) Total envelope for the PEPP and total take-up of TLTRO III

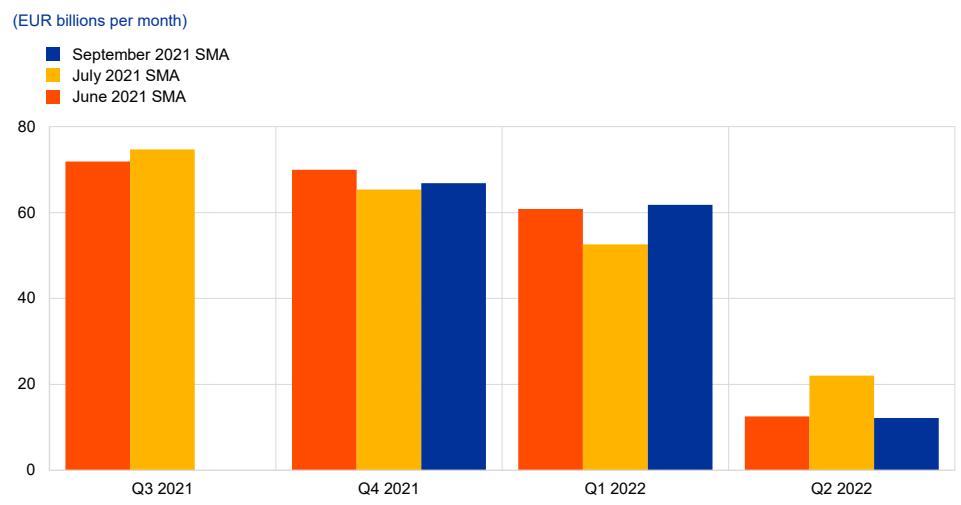


Source: ECB.

Note: Number of respondents is 24 for the September 2021 SMA, 24 for the July 2021 SMA and 24 for the June 2021 SMA.

Chart 4

Expectations for average monthly PEPP purchase pace by quarter



Source: ECB.

Notes: Number of respondents is 22 for September SMA, 21 for July 2021 SMA and 22 for June 2021. Pace derived as first difference of the PEPP holdings for the median respondent.

Section 3 of the questionnaire garners expectations of the ECB's refinancing operations. In the September round, the median respondent expected the total take-up of TLTRO III to be €2,304 billion (Chart 3, panel b). Together, Sections 1, 2 and 3 of the survey provide a very comprehensive assessment of financial market participants' expectations.

The macroeconomic outlook is captured in Section 4 of the questionnaire.

Respondents are asked to provide forecasts for key macroeconomic variables over a long horizon as well as the associated risks surrounding the outlook. The survey rounds from June to September 2021 indicated upward revisions of the near-term euro area growth and inflation outlooks (Chart 5). The SMA gathers respondents' macroeconomic forecasts, longer-term outlook and risks which are commensurate with their policy expectations. Notably, the median expectation for long-run inflation was 1.9% in September and, as outlined in Box 3, there was an increase in the number of respondents indicating long-run inflation in the 1.8% to 2% range following the ECB's new strategy review.²⁸ As for risks associated with the panellists' outlook, the majority of respondents assess the risks to growth as being balanced, with upside risks to inflation increasing over recent surveys (Chart 6).

²⁸ The long run should be interpreted as the horizon over which the effects of all shocks will vanish. For the purposes of this survey and, for the sake of simplicity, this can be interpreted as around ten years.

Chart 5

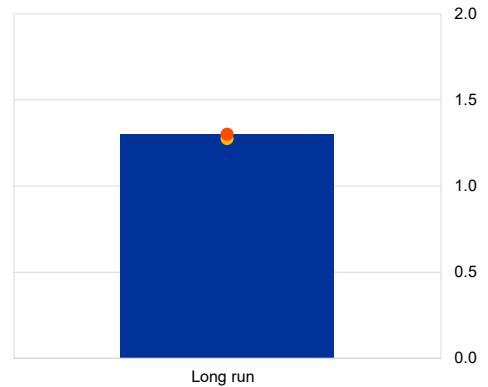
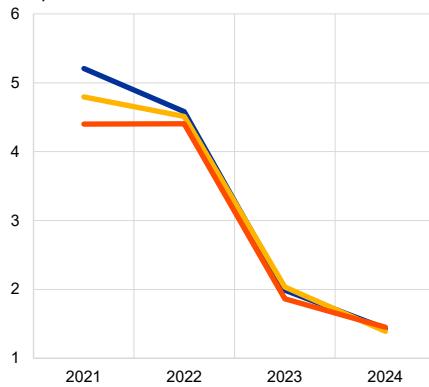
Median forecasts of real GDP and HICP inflation

(year-on-year percentage changes)

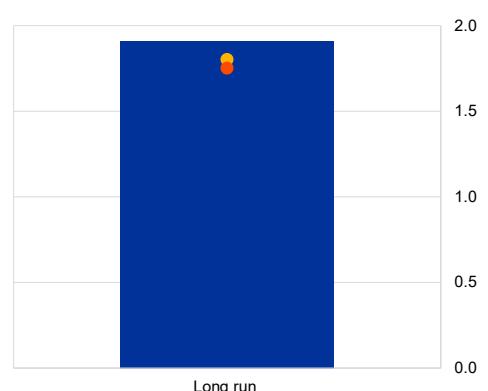
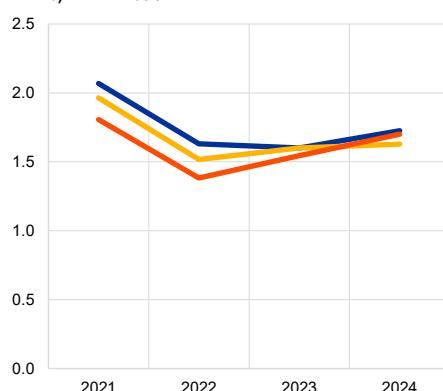
- September 2021 SMA
- July 2021 SMA
- June 2021 SMA

- September 2021 SMA
- July 2021 SMA
- June 2021 SMA

a) Real GDP



b) HICP inflation



Source: ECB.

Note: Number of respondents is 23 for the September 2021 SMA, 24 for the July 2021 SMA and 25 for the June 2021 SMA.

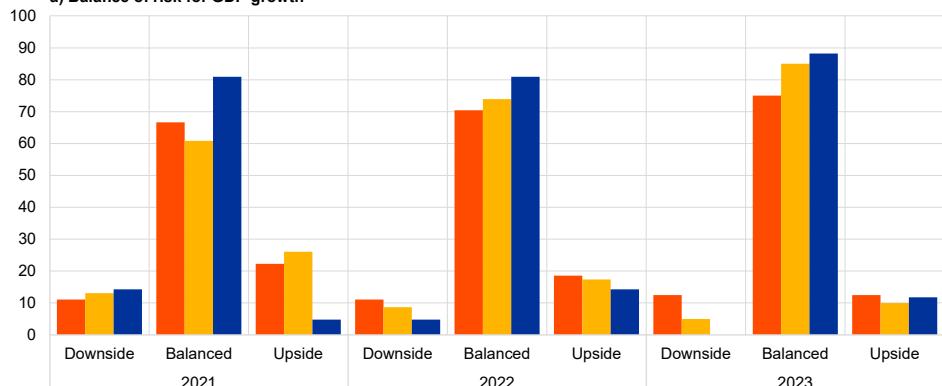
Chart 6

Balance of risks

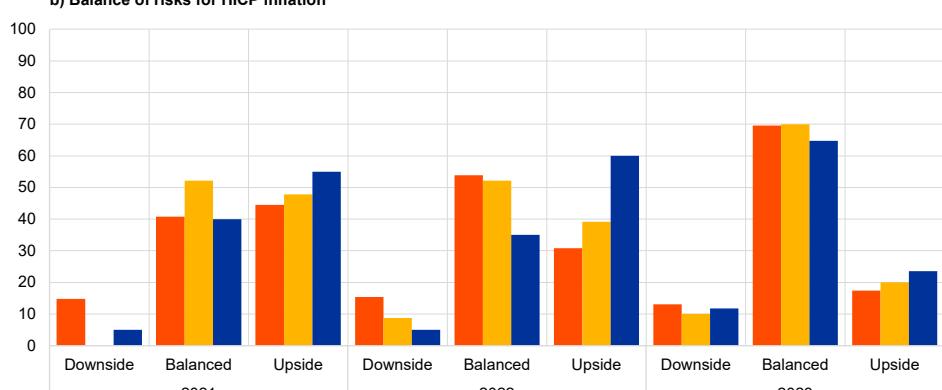
(percentages of respondents)

- September 2021 SMA
- July 2021 SMA
- June 2021 SMA

a) Balance of risk for GDP growth



b) Balance of risks for HICP inflation



Source: ECB.

Note: Number of respondents is 21 for the September 2021 SMA, 23 for the July 2021 SMA and 27 for the June 2021 SMA.

The level of disagreement between respondents was limited in relation to the growth outlook and slightly more elevated for the inflation outlook. The survey allows the heterogeneity of replies across respondents to be examined, which can be illustrated by plotting the disagreement among respondents (calculated as the difference between the 75th percentile and 25th percentile) on growth and inflation forecasts (Chart 7). There was a similar degree of disagreement among respondents regarding the growth outlook, with a growing share of respondents assessing the outlook to be balanced (Chart 6, panel a). By contrast disagreement over the inflation outlook increased in the September 2021 SMA, with a growing share of respondents perceiving upside risks to inflation (Chart 6, panel b).

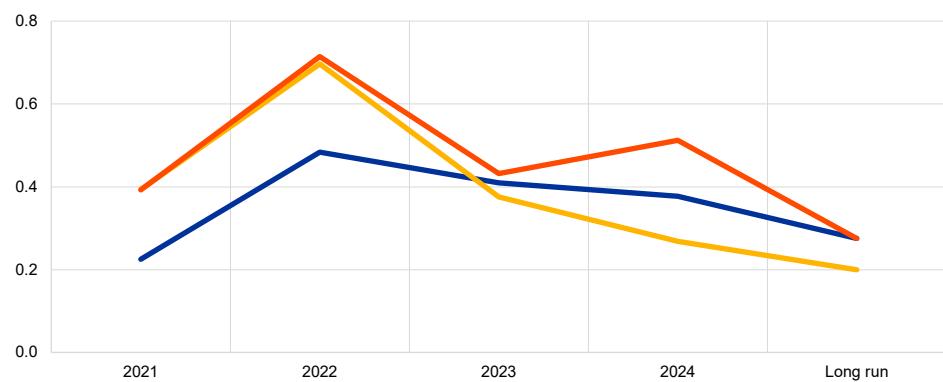
Chart 7

Disagreement on real GDP and HICP inflation among SMA respondents

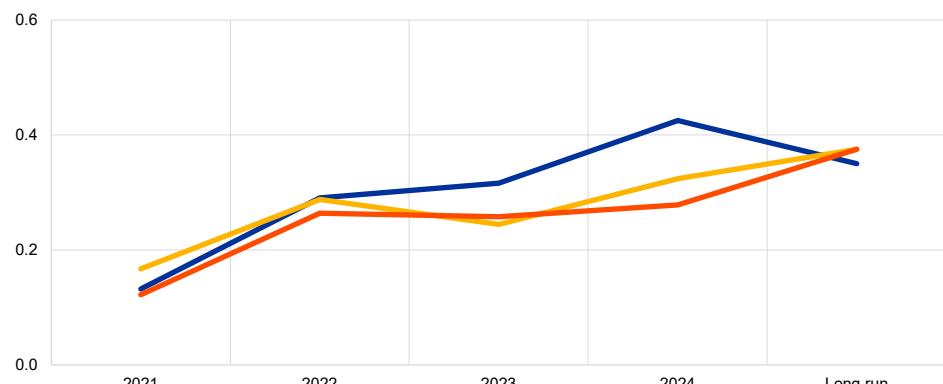
(interquartile ranges)

- September 2021SMA
- July 2021 SMA
- June 2021 SMA

a) Change in real GDP



b) Change in HICP inflation



Source: ECB.

Note: Number of respondents is 23 for the September 2021 SMA, 24 for the July 2021 SMA and 25 for the June 2021 SMA.

As mentioned above, SMA survey results have been used to examine how SMA respondents interpret the ECB's new strategy statement and revised interest rate forward guidance in order to analyse the effectiveness of ECB communication (see Box 3 for a more detailed discussion). The September 2021 SMA included a specific section dedicated to the new strategy statement with SMA respondents indicating that they now had greater clarity regarding the ECB's price stability target following the statement. Also, respondents appeared to have taken on board the conditions that need to be met, as outlined in the revised forward guidance on interest rates, before policy interest rates can begin increasing.

Box 3

Examining the impact of the ECB's revised strategy statement on market expectations through the lens of the SMA²⁹

Prepared by Falk Mazelis and Arthur Saint-Guilhem

On 8 July 2021 the ECB communicated its new monetary policy strategy, which incorporates two key innovations: first, the redefinition of the price stability objective as a symmetric two per cent inflation target over the medium term; second, a conditional commitment to take into account the implications of the effective lower bound when conducting policy in an environment of structurally low nominal interest rates.³⁰

On 22 July 2021 the Governing Council revised its interest rate forward guidance to align it with the achievement of the symmetric two per cent inflation target. The revised forward guidance stipulates three conditions that need to be met before policy interest rates start increasing: first, looking forward, inflation should be expected to reach the new two per cent target "well ahead" of the end of the projection horizon; second, this convergence should be reached "durably for the rest of the projection horizon"; third, progress in current-looking underlying inflation should be judged to be "sufficiently advanced" at the time of lift-off, so as to act as a safeguard against a premature policy tightening in the face of adverse cost-push shocks that might elevate headline inflation temporarily but fade quickly with no implication for inflation trends. Also, according to the revised forward guidance, and in line with the strategy review statement, the verification of these three conditions might imply a transitory period in which inflation is moderately above target.

The ECB's monetary policy strategy statement

SMA respondents reported that the revised strategy statement has improved their understanding of the ECB's communication. The September SMA round featured questions specifically tailored to gauge the effects of the ECB's revised strategy statement on market participants' perception of the ECB's reaction function. Respondents overwhelmingly considered the statement to have enhanced the clarity of the ECB's price stability definition, as well as to have clarified the ECB's reaction function (Chart A, panel a). Respondents' comments revealed that they welcomed the new strategy and signalled that it was broadly anticipated.³¹ They also indicated that it remained to be seen how the revised strategy would translate into the practical implementation of monetary policy over time.³²

²⁹ All aggregate results referred to in this box are available on the ECB's [website](#).

³⁰ For more detail, see the [ECB's monetary policy strategy statement](#) and the accompanying [overview of the ECB's monetary policy strategy](#).

³¹ The broad anticipation of the strategy review outcome implies that the comparison of the June, July and September SMA rounds may only partially capture the impact of the revised strategy on respondents' expectations. That the outcome of the strategy review was broadly anticipated is further evidenced by the limited reaction of financial markets on the day of the announcements. Indeed, reports by market analysts published ahead of the announcements support the view that market participants were correctly anticipating important elements of the new strategy and the revised forward guidance.

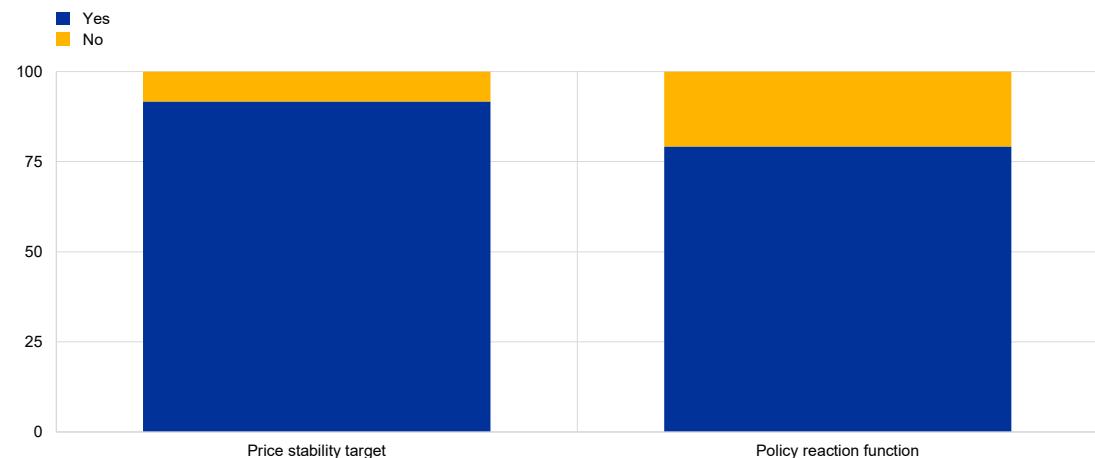
³² A favourable disposition towards the ECB's new monetary policy strategy was also evident from the [results of a special survey of professional forecasters on the ECB's new monetary policy strategy](#).

Chart A

Strategy review announcement (list of survey respondents)

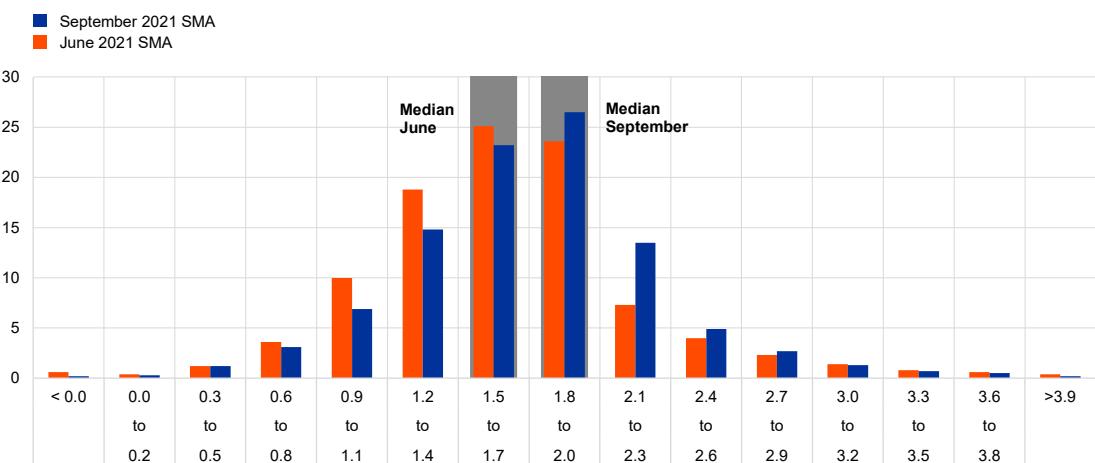
a) Improved understanding through strategy statement

(percentages of respondents)



b) Long-term inflation expectations (pooled probability distribution)

(x-axis: percentages per annum; y-axis: percentages)



Source: ECB.

Notes: Panel a depicts the share of respondents to the September 2021 SMA that answered "yes" (blue) or "no" (yellow) to Question 0.1 "Has [the ECB's monetary policy strategy statement] enhanced the clarity of your understanding of the ECB's price stability target?" (left column) and Question 0.2 "Has [the ECB's monetary policy strategy statement] enhanced the clarity of the ECB's policy reaction function?" (right column). The number of respondents to each question was 24. In panel b, the grey areas highlight the medians for June (1.5% to 1.7%) and September (1.8% to 2.0%). The number of respondents was 19 for the September 2021 SMA and 20 for the June 2021 SMA.

The September 2021 SMA also indicated a noticeable upshift in respondents' long-term inflation expectations.³³ Compared to the June round, the median long-term inflation expectation across respondents has increased, from 1.5-1.7% in June to 1.8-2.0% in September (Chart A, panel b). In addition, respondents' expectations exhibited a slightly more symmetric distribution, as indicated by the reduced skewness compared to the June distribution. This change is also visible in the

³³ The assessment focuses on the September SMA, as the July round's deadline was only one day after the strategy announcement, allowing little time for respondents to digest the announcement. In addition, the September SMA is the first round available following the revised forward guidance announcement and therefore allows for a broader assessment of the joint impact of the strategy and forward guidance revisions on respondents' expectations. While respondents are asked to provide long-run inflation expectations referring to a horizon when the effects of all transitory disturbances have vanished, short-run inflation dynamics, which increased during the summer period, cannot be ruled out as a factor behind the increase in long-run dynamics.

increased probability – from 30% in June to 40% in September – attached to euro area long-term inflation ranging between 1.8% and 2.3% (Chart A, panel b).

Revised interest rate forward guidance

In addition to the strategy statement, the evolution of respondents' expectations over the reviewed period also reflected the update to the Governing Council's interest rate forward guidance. First, in the September SMA, the median expected timing of the first increase in key interest rates was postponed by two quarters to the end of 2024, compared to mid-2024 in the July round, which was conducted before the revised forward guidance was announced. Second, respondents indicated that, at the time of lift-off, they expected the prevailing headline inflation rate to be higher, at 1.85%, compared to 1.7% in the two preceding rounds, albeit with significant dispersion across responses (Chart B, panel a). Third, responses to a direct question included in the September SMA imply the "well ahead" condition to be interpreted as around six quarters before the end of the projection horizon. Fourth, with regard to the "sufficiently advanced" progress in underlying inflation, the September SMA signalled expected HICP inflation excluding food and energy to be at 1.8% at the time of lift-off, which was an increase compared to 1.6% in July and 1.5% in June. A cross-check with a direct question on the third conditionality of rate forward guidance featured in the September SMA confirms this assessment, with respondents indicating their understanding that the "sufficiently advanced" condition would be fulfilled when euro area underlying inflation stands at 1.8%.

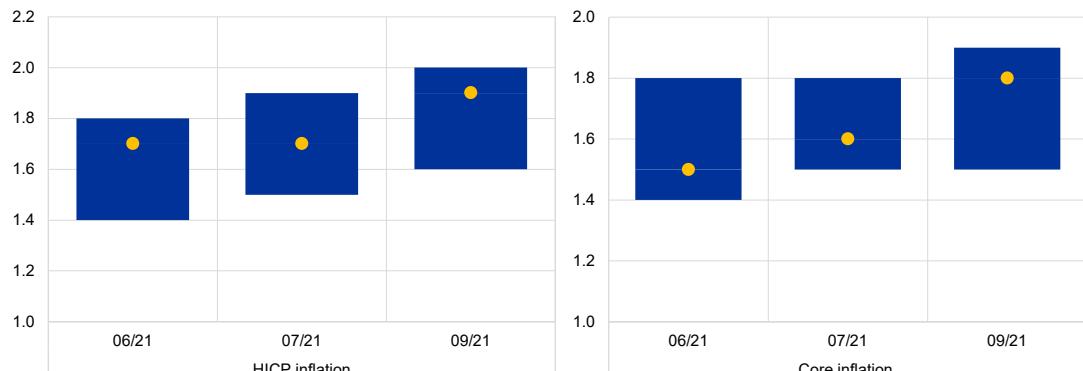
Chart B

Revised interest rate forward guidance

(year-on-year percentage changes)

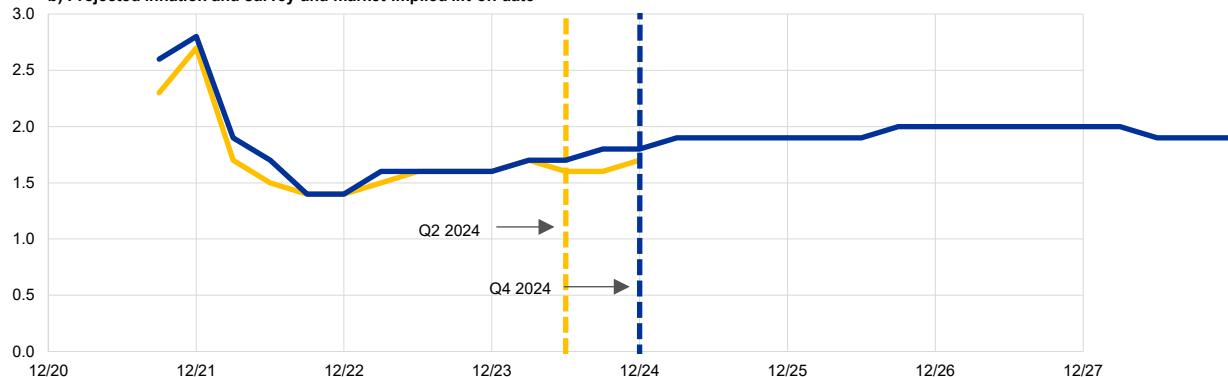
- 25th-75th percentile
- Median

a) Expected inflation at lift-off before and after the ECB strategy review and the revision to forward guidance



- SMA HICP July
- SMA lift-off July
- SMA HICP September
- SMA lift-off September

b) Projected inflation and survey and market-implied lift-off date



Sources: ECB, Bloomberg, ECB calculations.

Notes: Panel a is based on Question 4.2: "Please indicate your estimate of the most likely value (i.e. the mode) for [inflation] during the quarter of the next increase in key interest rates". Panel b depicts the median responses to Question 1.1 (expected timing of the next increase in the DFR) and Question 4.1 (expectations for HICP inflation) from the July and September 2021 SMA rounds. The forecast horizon for macroeconomic variables was until the end of 2024 in the July round and until the end of 2028 in the September round.

Market participants' answers to additional questions in the SMA, such as respondents' expectations for the path of key interest rates combined with their expectations for the inflation outlook (Chart B, panel b), allows the fulfilment of the new interest rate forward guidance condition to be cross-checked. In the September round, median expectations were for interest rate lift-off to occur in the fourth quarter of 2024 and HICP inflation to reach 2% in the third quarter of 2026. From the fourth quarter of 2024 – when rate lift-off is expected to take place – the typical projection horizon would extend for three years until the end of 2027. Accordingly, as inflation is expected to reach 2% around five quarters ahead of the end of the projection horizon, the interpretation of the length of

the “well-ahead” period would be around five quarters, which is broadly consistent with the estimate from the above-mentioned direct question.³⁴

Overall, the evolution of respondents’ answers over the June, July and September survey rounds provides valuable insights into market participants’ perception of the changes in the ECB’s reaction function following the strategy revision. Nonetheless, the understanding of the entire scope can be expected to take time and be fully internalised only over a longer horizon. Such a pattern would be consistent with the recent experience in the United States, where it took some time for the new strategy of the Federal Reserve System and the subsequent reformulation of forward guidance to be reflected in market-based inflation expectations.

6 Conclusions

Understanding the evolution of expectations of households, firms and financial markets pertaining to macroeconomic developments and monetary policy is crucial for the success of central banks in pursuing price stability. It is not possible to measure these expectations directly and in an all-encompassing, representative manner. However, surveys collecting forecasts on the expected use of monetary policy instruments and the macroeconomic outlook (alongside information contained in asset prices) can inform this understanding in important ways. The ECB’s SMA complements these sources of information. In particular, the SMA fills a knowledge gap concerning the joint evolution of both macroeconomic developments and monetary policy. It is also informative on financial market participant’s understanding of the ECB’s reaction function. Specifically, the survey covers all ECB monetary policy measures and thereby provides important information to monitor the effectiveness of the ECB’s monetary policy decisions and forward guidance and the credibility of its inflation targets, as measured by long-run inflation expectations.

³⁴ In the SMA, minor differences in the assessment of the “well ahead” condition are to be expected and may arise for various reasons, e.g. different subsets of respondents that provided answers to the direct question and to the additional questions on lift-off and macroeconomic forecasts. Moreover, the implied “well ahead” conditionalities derived from the macroeconomic forecasts is based on respondents’ own expectations of inflation developments, whereas the duration enquired about in the direct question is more likely to relate to the respondents’ interpretation of the Governing Council’s projections, in line with the revised forward guidance.

2

ECB communication with the wider public

Prepared by Marius Gardt, Siria Angino, Simon Mee, Gabriel Glöckler

1 Introduction

Central banks across the world have stepped up their efforts to communicate more effectively and reach wider audiences. With the rise of central bank independence in recent decades, central banks have become more transparent and are working harder to make themselves understood.¹ Furthermore, the wider set of tools that central banks have used and additional tasks entrusted to them since the global financial crisis have called for better explanations of what central banks do and why. Central banks have also made communication a core part of their monetary policy toolkit with the introduction of forward guidance. While central banks used to primarily address their communication to expert audiences, such as financial market participants, recently they have been making more of an effort to reach out to the non-expert wider public.

Central bank communication is important for the effectiveness of monetary policy because it can influence the expectations of market participants, firms, and consumers. For central banks to influence inflation expectations effectively, the wider public – defined here as the general, non-expert public and representative professional bodies such as employers' groups, trade unions, political groups, etc. – needs to be aware of central banks' messages and understand them. At the same time, attracting people's attention and reducing the complexity of central bank communication in an effective manner is challenging.

With the recent evolution in central banking, the ECB has revisited its communication practices. To account for significant shifts in the communication landscape and the clear demand from the wider public to make ECB communication more accessible, the ECB decided – as a result of its recent strategy review – to modernise its monetary policy communication and make “listening” a regular feature of its communication.²

This article examines the ECB's communication with the wider public. It starts from the premise that communication is a process that involves a “sending end” – the central bank – and a “receiving end”, i.e. different audiences, ranging from experts to the wider public. For communication to work effectively, both ends, as well as the link between the two, need to be well understood. By shedding light on this process, this article builds upon the analysis conducted as part of the ECB's strategy

¹ See Dincer, N. and Eichengreen, B., “[Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures](#)”, *International Journal of Central Banking*, Vol 10, No 1, 2014; Crowe, M. and Meade, E. E., “[Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness](#)”, *IMF Working Paper*, 2008.

² Data gathered from the “[ECB Listens Portal](#)” show that respondents find that the ECB uses too much economic jargon and that its communication is not accessible enough. Respondents called for clearer and more direct and modern communication from the ECB.

review, notably by the Work stream on monetary policy communications.³ It also provides a first assessment of efforts to modernise ECB communication following the strategy review's conclusion.

2 The “receiving end” of central bank communication

The ECB faces various challenges in its efforts to “get through” to the wider public. First, as a supranational central bank, the ECB finds itself in a challenging position in that it speaks to diverse audiences across 19 Member States. Financial literacy levels, inflation expectations and trust in the ECB vary across and within euro area countries. ECB communication needs to take this plurality into account. Second, the ECB – like other central banks – has to overcome the challenge of people’s inattention to its messages.⁴ The complexity of central bank communication and low levels of financial literacy, among other factors, can make it too “costly” for people to pay attention to what central banks say.⁵ Another challenge is that trust in the ECB, which declined significantly during the global financial crisis, is only slowly recovering to previous levels. Analysing the determinants of public trust in the ECB can help us understand if and how the ECB can build trust.

One central bank, many diverse audiences

When reaching out to the wider public, the ECB needs to consider the diversity of those who are at the receiving end of central bank communication.

Compared with other major central banks, the ECB stands out in terms of the linguistic diversity of its audience. It communicates in 24 languages to an audience made up of 340 million citizens, spread across 19 Member States. Besides language diversity, ECB communication also needs to account for different financial literacy levels across countries (Chart 1)⁶ and the heterogeneity of inflation expectations among the wider public (Chart 2). Results from the ECB Consumer Expectations Survey (CES) indicate that inflation expectations are higher for female consumers than male consumers, increase with age and decrease with a high level of financial literacy and income.⁷

³ See Assenmacher, K., Holton, S., Glöckler, G., Trautmann, P., Ioannou, D., Mee, S. et al., “[Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy in a changing world](#)”, *Occasional Paper Series*, No 274, ECB, Frankfurt am Main, September 2021.

⁴ See Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Knotek II, E. S. and Schoenle, R., “[Average Inflation Targeting and Household Expectations](#)”, *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, No 20-26, 2020.

⁵ See, for instance, Sims, C. A., “[Rational inattention and monetary economics](#)”, *Handbook of monetary economics*, 2010, pp. 155-181; Binder, C., “[Fed speak on main street: Central bank communication and household expectations](#)”, *Journal of Macroeconomics*, Vol 52, 2017, pp. 238-251.

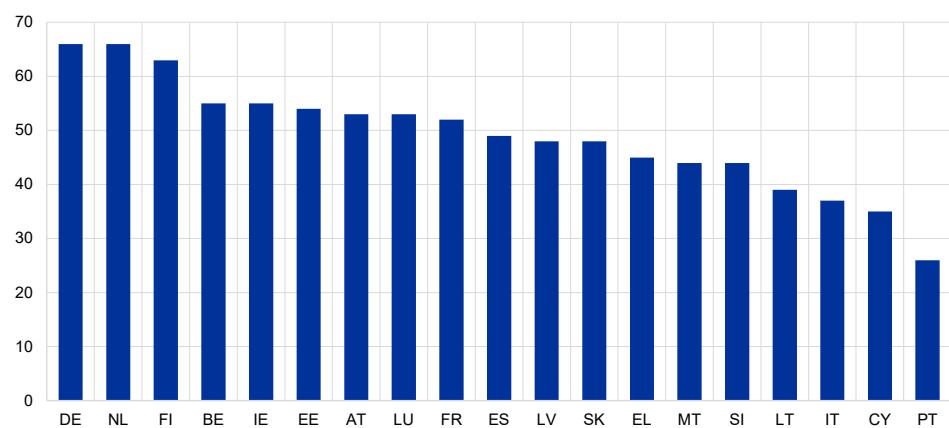
⁶ See Klapper, L. and Lusardi, A., “[Financial literacy and financial resilience: Evidence from around the world](#)”, *Financial Management*, Vol 49, No 3, 2020, pp. 589-614.

⁷ See Baumann, U., Darracq Paries, M., Westermann, T., Riggi, M. et al., “[Inflation expectations and their role in forecasting](#)”, *Occasional Paper Series*, No 264, ECB, Frankfurt am Main, September 2021.

Chart 1

Financial literacy of the general public by euro area Member State

(percentage share of respondents)



Source: Klapper, L. and Lusardi, A. (2020).

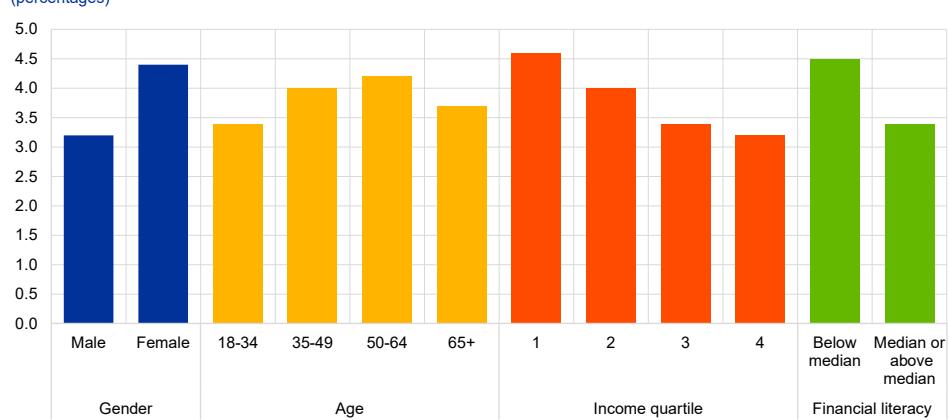
Notes: Share of respondents who answered at least three out of the five questions on financial literacy correctly in the S&P Global FinLit Survey. Questions concerned risk diversification, inflation, numeracy, and compound interest. The authors derived the data from a set of five questions from the Gallup World Poll survey. More than 150,000 nationally representative and randomly selected adults (age 15+) in more than 140 countries were interviewed during 2014. The surveys were conducted face-to-face in most emerging countries and by phone in high-income countries.

Chart 2

Consumer expectations for inflation across demographic groups

Expected inflation rates over next 12 months in selected euro area Member States

(percentages)



Source: ECB Consumer Expectations Survey

Notes: Averages using weighted data. Latest observation December 2020. Pooled data across waves. The CES collects information on perceptions and expectations of households in the euro area, as well as on their economic and financial behaviour. The survey is conducted online each month. Survey participants were located in six euro area countries: Germany, France, Italy, Spain, the Netherlands and Belgium. The sample size – during the pilot phase – targeted 10,000 respondents.

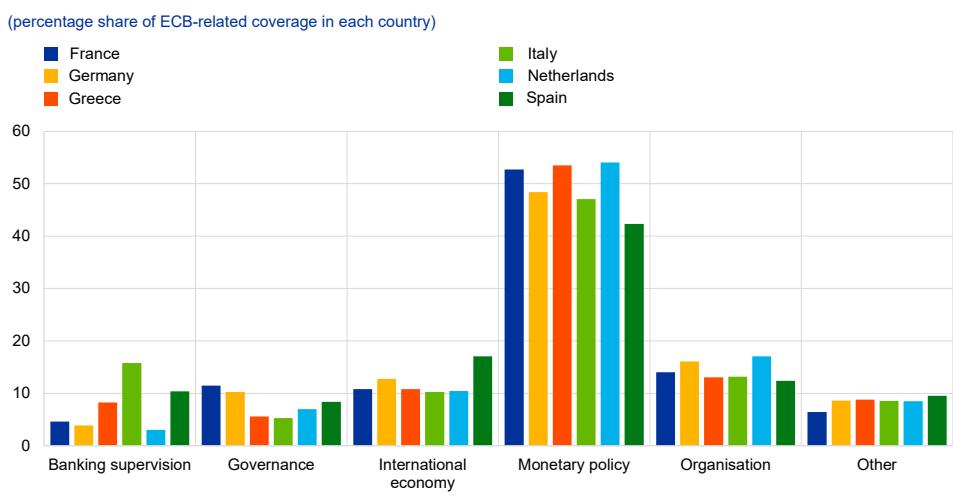
The wider public's interest in ECB-related themes also varies widely, though its main interest lies in monetary policy. Taking media coverage as a proxy for public preferences and interests,⁸ Chart 3 shows commonalities across countries,

⁸ See Soroka, S. N., Stecula, D. and Wlezien, C., "It's (Change in) the (Future) Economy, Stupid: Economic Indicators, the Media and Public Opinion", *American Journal of Political Science*, Vol 59, No 2, 2015, pp. 457-474.

but also indicates important differences across the euro area.⁹ ECB-related coverage focuses mostly on monetary policy, but there are significant cross-country differences, depending on the topic. For example, in Italy and Spain, interest in banking supervision topics is much higher than in countries such as Germany or the Netherlands, while discussion about the ECB's mandate and accountability – under the category Governance – is more common in Germany and France than in the other countries in the sample.

Chart 3

Media attention to ECB-related topics in selected euro area Member States



Source: ECB data.

Notes: The sample includes ECB-related articles featured in the main media outlets of the selected countries for the period January 2019 to September 2021. The classification was performed manually by an external provider. The category "Governance" mostly captures media coverage of the ECB's mandate and accountability, while the category "Organisation" includes coverage of the governing bodies of the ECB and staffing issues.

There are also significant variations in the relative importance of the channels through which the public receives news about the ECB. Data from the Knowledge & Attitudes (K&A) survey¹⁰ from May 2021 show that television (81%) is the most popular source of information about the ECB (Chart 4).¹¹ Printed press is the second most popular source, followed by online press, radio and information received through people's social circles. Relatively few people receive their news about the ECB on social media. The most popular of the social media channels is Facebook (14%), followed by Twitter and LinkedIn. At the same time, these figures mask country-level differences, which are shown in Chart 5.

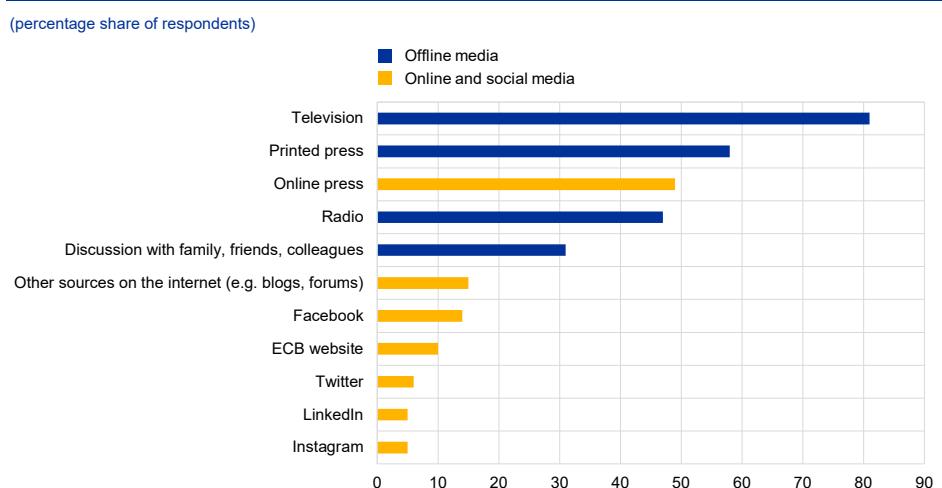
⁹ While Chart 3 focuses on a selection of Member States, the underlying analysis covers all 19 Member States.

¹⁰ The ECB Knowledge and Attitudes (K&A) survey is an annual, cross-sectional survey conducted among the general public in the 19 euro area Member States. The May 2021 edition was carried out between 5 and 19 May 2021 with a sample of 15,500 respondents (approximately 1,000 in each Member State, except for Cyprus, Estonia, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Malta and Slovenia, where the sample size was around 500). Unlike the European Commission's Eurobarometer, which elicits opinions about a variety of themes, the K&A survey focuses exclusively on knowledge and perception of the ECB.

¹¹ Television is the most popular source of information in all Member States, with the sole exception of Luxembourg, where the printed press was selected by a higher share of respondents.

Chart 4

Sources of information about the ECB in the euro area

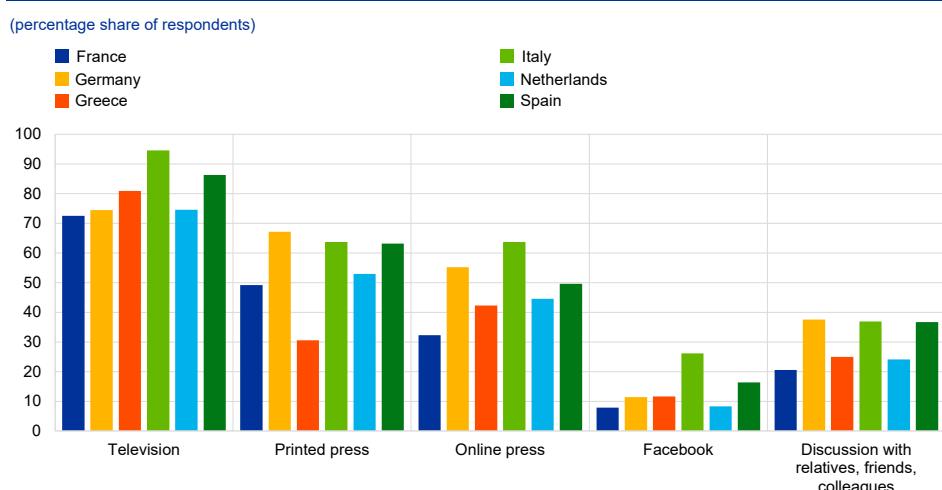


Source: ECB K&A Survey May 2021.

Notes: Respondents were asked the following question: "Where have you heard of the ECB?". Respondents were able to pick more than one answer.

Chart 5

Sources of information about the ECB in selected euro area Member States



Source: ECB K&A Survey May 2021.

Notes: Respondents were asked the following question: "Where have you heard of the ECB?". The chart shows the share of respondents who selected a given source at the national level for selected countries. Respondents were able to pick more than one answer.

Against this background, efforts to tailor communication to specific needs, interests, local debates and media consumption habits can help the ECB get its messages through to different audiences more effectively. For example, the results of the analyses highlight that the ECB needs to take different inflation expectations and financial literacy levels into account when designing its

communication. At the same time, the nature of central bank communication calls for consistent messaging.¹²

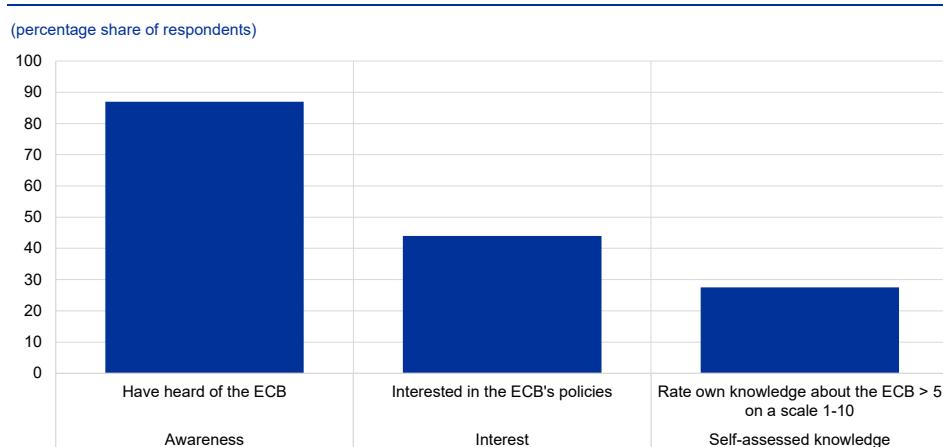
Mind the gap: awareness, interest and knowledge

Communication should be designed around solid evidence about how people view the ECB. Are they aware of the ECB? Do people know about the ECB's tasks and objectives? Do they care? Are they interested in learning more about the ECB?

Data reveal a gap between euro area citizens' awareness of the ECB on the one hand, and their interest in and knowledge of the ECB on the other. As Chart 6 shows, while awareness is high, interest and knowledge are relatively low. According to May 2021 K&A data, 87% of respondents have heard of the ECB. However, the majority of citizens (55%) are not interested in the ECB and its policies, with 27% of people not interested at all. Only 11% of respondents say they are very interested. Similarly, respondents' self-assessment of their knowledge about the ECB's tasks and objectives is low: on a scale of 1-10, respondents on average rate their own knowledge at 4.1. Only 3% rate their knowledge as very good (9-10), while 31% say it is very bad (1-2).

Chart 6

Awareness of, interest in, and knowledge about the ECB



Source: ECB K&A Survey May 2021.

Notes: Respondents were asked the following questions: "Have you heard of the European Central Bank?" (Possible answers: Yes, No, Don't know), "How interested are you in information about the European Central Bank and its policies?" (Possible answers: Very interested; Fairly interested; Not very interested; Not interested at all; Don't know) and "On a scale from 1 to 10, where 1 means that you know nothing at all and 10 means that you know a great deal, how would you assess your knowledge of the policies of the European Central Bank?" (Possible answers include Don't know). For the awareness question, the chart displays the share of "Yes" responses. For the interest question, the chart displays the share of "Very interested" and "Fairly interested" responses. For the self-assessed knowledge question, the chart displays the share of responses in the range 6-10.

Confusion about the ECB's tasks seems to be widespread. K&A data indicate that when respondents pick from a list of possible tasks and objectives of the ECB, they often select topics that are beyond the ECB's mandate (Chart 7). While 64% state that the ECB should "keep inflation at bay", 66% also believe it is the ECB's

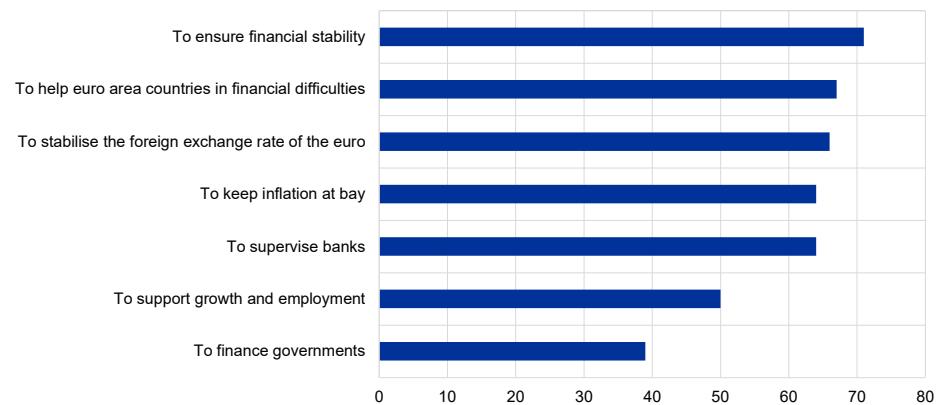
¹² See also Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kumar, S. and Pedemonte, M., "Inflation expectations as a policy tool?", *Journal of International Economics*, Vol 124, 2020.

task to “stabilise the foreign exchange rate”, while 39% indicate that the ECB’s job is to “finance governments”.

Chart 7

Perceived tasks and objectives of the ECB

(percentage share of respondents)



Source: K&A Survey May 2021.

Notes: Respondents were asked the following question: “To your knowledge, which of the following are tasks or objectives of the ECB?”

These data underscore the need for the ECB to close the gap between high levels of awareness and lower levels of interest and knowledge. As research shows, possible ways to overcome inattention are to make ECB communication not just simpler but also more engaging.¹³ Central bank communication that is both understandable and effective in generating interest and increases knowledge among the wider public matters when it comes to accountability and trust.¹⁴

Proximity to the different audiences across the euro area is instrumental in adapting communication to local audiences and making it more effective. In this context, national central banks play a key role in connecting and engaging with diverse national audiences across the euro area and in helping to explain ECB decisions and the rationale behind them. They can reach out to people in their local language, and might have an informational advantage when it comes to the topics that resonate with citizens in the different countries and the channels they can best use to keep citizens informed. Effective and successful communication with the wider public is therefore something the entire Eurosystem must work together to achieve.

Public trust in the ECB

Public trust in the ECB is an essential prerequisite for it to deliver on its mandate of maintaining price stability. Various studies have analysed how trust in

¹³ See Brouwer, N. and de Haan, J., “[Central bank communication with the general public: effective or not?](#)”, SUERF Policy Brief, March 2021.

¹⁴ See Haldane, A., Macaulay, A. and McMahon, M., “[The 3 E's of central bank communication with the public](#)”, *Bank of England Staff Working Paper*, No 847, 2020.

central banks can influence the formation of people's inflation expectations.¹⁵ While greater trust in the ECB can anchor better public inflation expectations around the central bank's target,¹⁶ low levels of trust in the ECB may play a part in leading inflation expectations away from the central bank's defined price stability target, which could undermine the ECB's ability to deliver on its mandate.¹⁷ Trust in an institution like the ECB has many different facets and determinants, and the processes for building trust are multi-dimensional. Some of those aspects can be influenced by the ECB itself, while others lie beyond its reach.

What determines trust

A first and decisive factor that determines trust in the ECB – and one that is at least partially under the central bank's own control – relates to people's perception of its performance and of its leading personnel. Recent K&A data show that the association between specific perceptions of the ECB and trust in it is strong (see Chart 8). Two relevant dimensions of trust in the ECB emerge.¹⁸ One dimension relates to the ECB's competence – is the ECB able to successfully deliver on its mandate, and is it credible? – which is most tightly linked to trust.¹⁹ There is, however, also an ethical dimension: does the ECB care about its citizens and does it act responsibly?

¹⁵ See, among others, Easaw, J., Golinelli, R. and Margarini, M., "[What determines households inflation expectations? Theory and evidence from a household survey](#)", *European Economic Review*, Vol 61, 2013, pp. 1-13; Mellina, S. and Schmidt, T., "[The role of central bank knowledge and trust for the public's inflation expectations](#)", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 2018.

¹⁶ See Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. and Van Roij, M., "[Trust in the Central Bank and Inflation Expectations](#)", *International Journal of Central Banking*, Vol 16, No 6, December 2020.

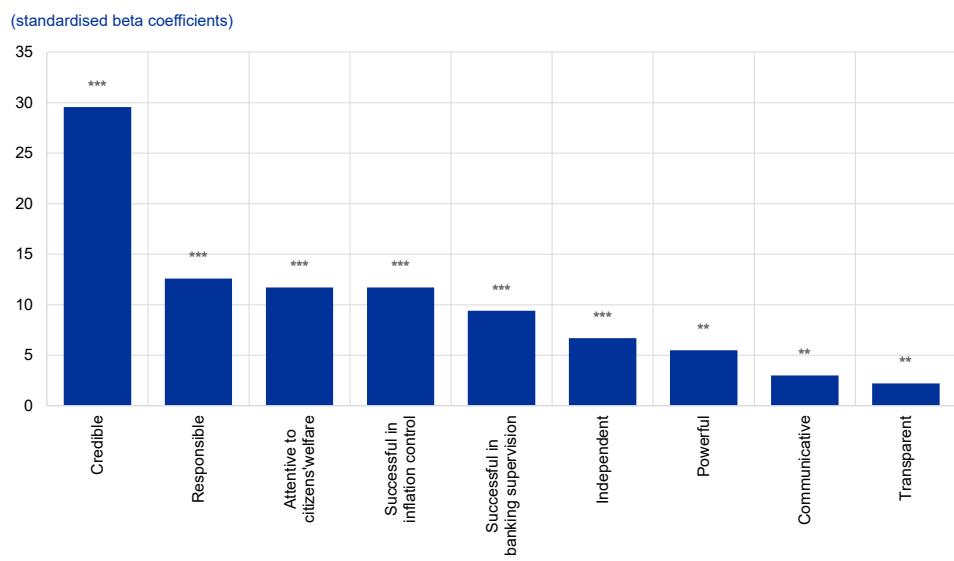
¹⁷ See Ehrmann, M., Soudan, M. and Stracca, L., "[Explaining European Union citizens' trust in the European Central Bank in normal and crisis times](#)", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol 115, No 3, 2013, pp. 781-807.

¹⁸ See Murtin, F., et al., "[Trust and its determinants: Evidence from the Trustlab experiment](#)", *OECD Statistics Working Paper*, 2018.

¹⁹ See Angino, S. and Secola, S., "[Pillars of Trust: What determines trust in the ECB?](#)", *mimeo*, 2019.

Chart 8

Strength of association between trust in the ECB and perceptions of the institution



Source: Angino and Secola (2019).

Notes: The chart displays the perception variables most strongly associated with trust in the ECB in an ordinary least square regression estimation that controls for individual characteristics such as socio-demographics, factual and self-assessed knowledge about the ECB, and country and time fixed effects. ECB K&A data were used. Perception variables are binary variables derived from two question batteries: "Please tell me for each of the following adjectives if it corresponds very well, fairly well, fairly badly or very badly to the idea you might have of the ECB" and "I am going to read you a list of statements. Please tell me if you totally agree, tend to agree, tend to disagree or totally disagree with each of them". Estimated effects marked by *** are statistically significant at the 0.01% significance level, those marked with ** at the 1%. Robust standard errors clustered at the country level are used.

To foster trust, the ECB not only needs to be successful in its policy performance, but also needs to show how its measures ultimately serve the people of Europe. Success at delivering price stability is an essential component of building trust among the wider public. However, by narrowly focusing on its policy performance in its communications, the ECB may miss out on important aspects of how people perceive it. Framing communication also in terms of how responsible ECB policy actually benefits people's welfare – in other words, how it makes a positive contribution to people's individual lives – can capture these additional dimensions and foster greater trust.

Beyond that, trust in the ECB is also determined – possibly more decisively, even – by a wide range of economic and non-economic factors. There are various studies linking trust in public institutions to economic conditions. With respect to the ECB, research shows that the public often holds the ECB responsible for macroeconomic conditions such as unemployment and stagnation, or crisis management on the part of EU institutions.²⁰ Besides the relevance of the perceived state of the economy, trust in the ECB depends on citizens' satisfaction with the performance of the EU as a whole, which again differs across countries.²¹ In that

²⁰ See Roth, F. and Jonung, L., "Public support for the euro and trust in the ECB. The Economics of Monetary Unions: Past Experiences and the Eurozone", VoxEU, December 2019.

²¹ See Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J. F. and Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", Journal of European Public Policy, Vol 27, No 8, January 2020, pp. 1178-1194. The authors measure performance evaluations of the EU on the basis of survey respondents' assessment of whether things "are going in the right direction in the EU" as well as their evaluations of the EU's crisis performance.

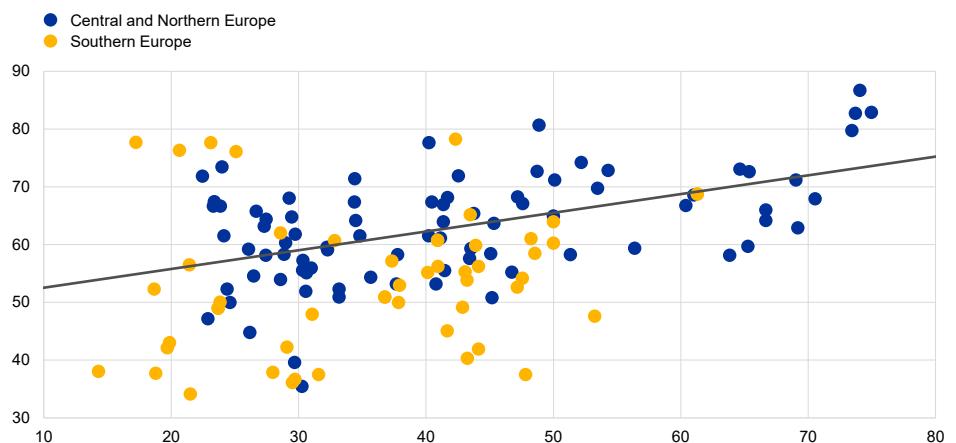
sense, these factors are at best indirectly related to the ECB and its performance, if not entirely exogenous.

Among non-economic determinants of trust, there is evidence that cultural and sociological factors also matter. Chart 9 shows the link between cultural traits, measured by social trust – that is, generally speaking, “faith in people”²² – at the regional level in the euro area, and trust in the ECB. Individuals living in regions with lower levels of social trust systematically exhibit less trust in the ECB, and the underlying analysis supports a causal interpretation.²³ Clearly, these cultural and sociological factors are slow-moving components, and the scope for the ECB to influence them is limited.²⁴

Chart 9

The relationship between trust in the ECB and social trust

(x-axis: regional share of respondents stating that other people can generally be trusted; y-axis: regional share of respondents stating that they trust the ECB)



Source: Angino et al. (2021).

Note: The chart displays the share of European Social Survey (ESS) respondents who state that most people can be trusted and the share of K&A respondents who state they trust the ECB. To measure social trust, data from the ESS between 2002 and 2016 are used. To measure trust in the ECB, data from the K&A survey collected in the 19 euro area countries in 2016, 2017 and 2018 are used.

Ways of building trust

Given the importance of trust for central banks, it is essential to have a deeper understanding of how public trust can be built and sustained. In this context, important societal shifts with respect to how trust is generated and lost are of great

²² The following survey item from the European Social Survey (ESS) was used: “Generally speaking, would you say that most people can be trusted, or that you can’t be too careful in dealing with people?”. Respondents are provided with a scale from 0 to 10; See also Pew Research Center, “[Americans and Social Trust: Who, Where and Why](#)”, Report, 22 February 2017.

²³ See Angino, S., Ferrara, F. and Secola, S., “[The cultural origins of institutional trust: the case of the ECB](#)”, *European Union Politics*, 2021.

²⁴ The same applies to socio-demographic factors such as gender, age and education; see Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.-F., Persson, E. and Schölermann, H., “[Citizens’ attitudes towards the ECB, the euro and Economic and Monetary Union](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

relevance for the ECB.²⁵ However, there is ample literature that confirms that by communicating in an accessible manner²⁶ and by engaging with citizens²⁷, central banks can build knowledge, increase understanding and ultimately affect people's trust in them. Two key mechanisms can be distinguished: "reflective trust", which builds on greater understanding as a stepping stone towards increased trust; and "instinctive trust", which builds more on emotion and personal experience and generates trust in the institution even in the absence of a clear understanding of its role or policy.²⁸

A survey experiment conducted with K&A survey data highlights differences between reflective and instinctive trust levels in the ECB. In the survey experiment (Chart 10), respondents were randomly asked to answer the question "Do you tend to trust or tend not to trust the ECB?" either at the beginning of the questionnaire, in the middle of it, or at the end. The randomisation made it possible to check whether deeper consideration of the ECB – that is, "reflective trust" – promotes more or less trust in the institution compared with an on-the-spot judgement – "instinctive trust".

For the ECB it is important not to rely on instinctive trust alone but also strengthen reflective trust levels. The survey experiment shows that instinctive trust is fragile, especially for certain socio-demographic groups. When respondents had the opportunity to reflect about the ECB, the level of trust decreased for some of them. Mainly women then tend to trust the ECB less, in particular those who claim to know little about the institution. These findings suggest that for trust levels to remain steady even in times of crisis, the ECB should try and increase reflective trust levels. One way to do that could be to help improve people's factual and self-assessed knowledge of the ECB's tasks and objectives.

²⁵ See Haldane, A., "A Little More Conversation. A Little Less Action", Speech, Macroeconomics and Monetary Policy Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, March 2017, and Botsman, R., "Who can you trust? How Technology brought us together and why it could drive us apart", *Penguin*, 2017.

²⁶ See Bholat, D., Broughton, N., Ter Meer, J. and Walczak, E., "Enhancing central bank communications using simple and relatable information", *Journal of Monetary Economics*, 2019, pp. 1-15.

²⁷ See Haldane, A., Macaulay, A. and McMahon, M., "The 3 E's of central bank communication with the public", *Bank of England Staff Working Paper*, 2020.

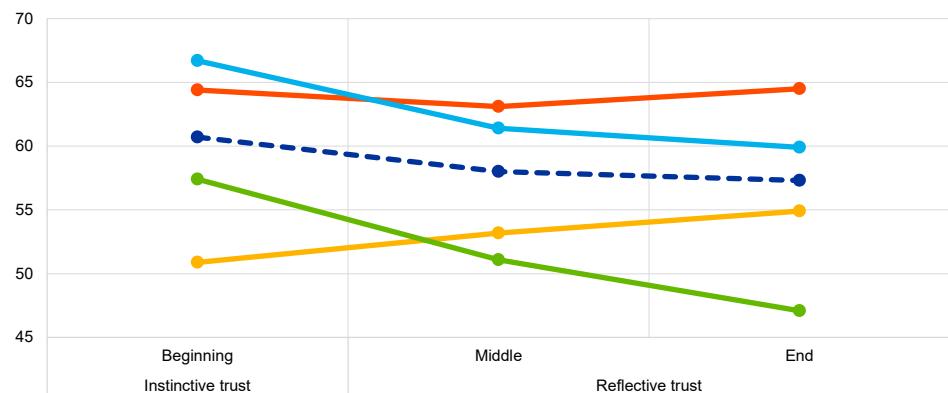
²⁸ See Angino, S. and Secola, S., "Instinctive trust versus reflective trust in the European Central Bank", *mimeo*, 2021.

Chart 10

Evolution of net trust in the ECB by gender and education level

(percentage share of respondents)

- All
- Men, no college
- Men, college
- Women, no college
- Women, college



Source: Angino and Secola (2021).

Notes: The survey experiment makes use of two consecutive waves of the ECB K&A survey. In the survey experiment, respondents were randomly asked to answer the question "Do you tend to trust or tend not to trust the ECB?" either at the beginning of the questionnaire, in the middle of it, or at the end. Net trust is calculated as the share of respondents answering "Tend to trust" divided by the sum of respondents answering either "Tend to trust" or "Tend not to trust" (i.e. "Don't know" answers are excluded). Levels of trust at the beginning of the questionnaire are what we refer to as "instinctive trust". Levels of trust in the middle and at the end of the questionnaire are what we refer to as "reflective trust".

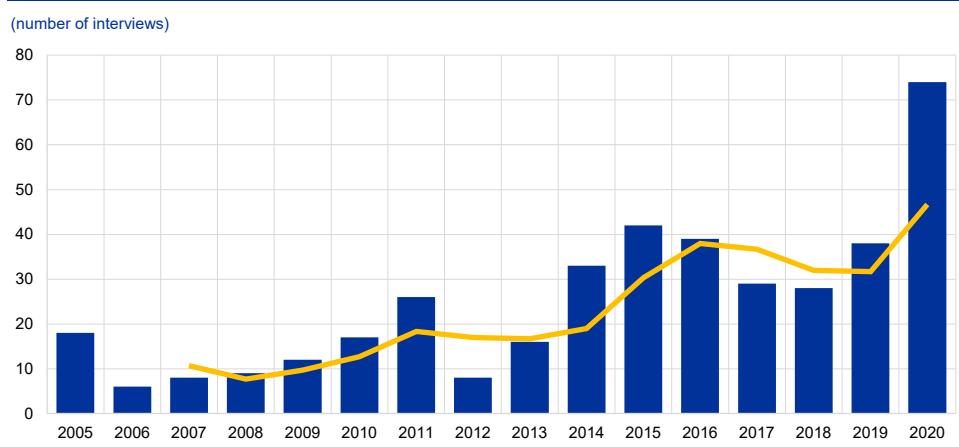
3 Analysing the “sending end” of central bank communication

Evolution of ECB communication

For central banks, communication via press conferences, speeches and interviews is a well-established means of reaching expert audiences as well as the interested, highly-educated public. As communication gains importance for central bank policy and its effectiveness, recourse to this type of communication has grown considerably. For example, Chart 11 shows the increase in the number of interviews given by ECB Executive Board members over time. The increase mainly reflects the efforts made by the central bank to explain its increasingly complex policies during times of crisis and to reduce uncertainty. During the pandemic, media interviews given to both financial and general-interest media provided a suitable platform for sharing the ECB's messages.

Chart 11

Volume of ECB interviews over time



Source: ECB website.

Notes: Number of interviews by ECB Executive Board members published on the ECB's website. Three-year moving average is superimposed. No interviews dating before 2005 are published on the ECB's website.

Quantity alone, however, is no guarantee of more media coverage and, by extension, a greater chance of “getting through” to the wider public. To increase its voice in traditional media and social media, the ECB needs to focus on communicating simpler messages.²⁹ While stepping up communication, especially in times of crisis, is relevant in terms of ensuring accountability and legitimacy, the clarity of the central bank’s messages matters for its reach. Chart 12 shows that clear communication in ECB speeches is a significant and robust predictor of media engagement. This also holds true for ECB communication on Twitter and via its press conferences.³⁰

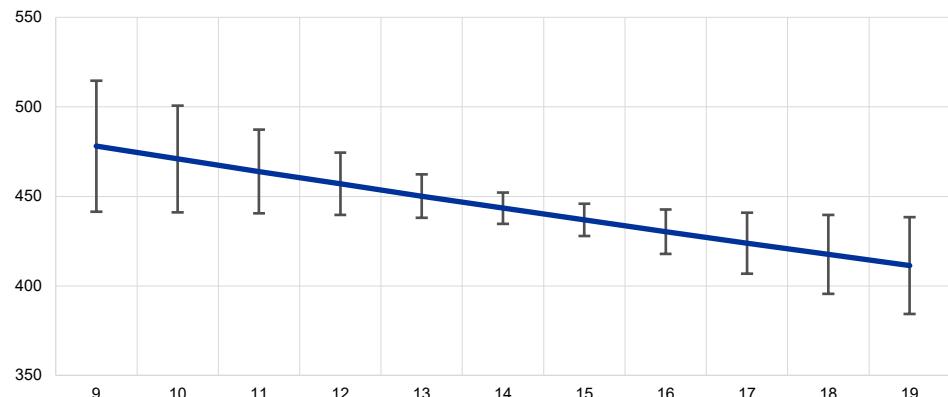
²⁹ It is important not to see online and offline media as mutually exclusive. ECB communication via TV or the printed press can spark debates on social media.

³⁰ See Ferrara, F. and Angino, S., “[Does Clarity Make Central Banks More Engaging? Lessons from ECB Communications](#)”, *European Journal of Political Economy*, 2021.

Chart 12

Clarity of ECB speeches and media engagement

(x-axis: Flesh-Kincaid Grade Level of ECB speeches; y-axis: number of ECB-related articles on the day of the speech and the day after)



Source: Ferrara and Angino (2021).

Notes: Data refer to the period from 1999-2019. Clarity of communication (x-axis) is measured using the Flesh-Kincaid Grade Level, which indicates how many years of formal training are required to understand the text based on the length of its sentences and words. Media engagement (y-axis) is measured by the number of articles about the ECB, retrieved from the digital archive of Dow Jones Factiva. Predictions are based on a regression that controls, *inter alia*, for the topic distribution of the speech, whether the ECB President is speaking, whether the speaker belongs to the Executive Board or the Supervisory Board, and time fixed effects.

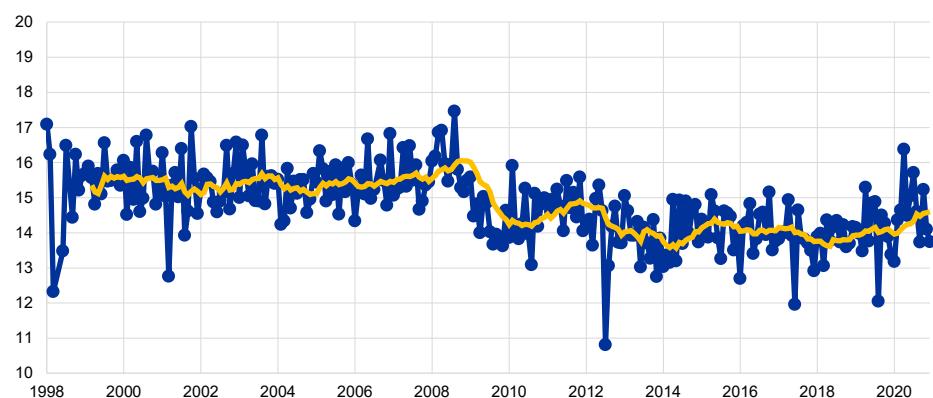
While the readability of ECB speeches has improved over time, the challenge of conveying messages in a simple, but not simplistic, way remains difficult, especially in times of crisis. Chart 13 shows that the readability of ECB speeches has generally improved since the launch of the euro, especially in the aftermath of the global financial crisis. At the same time, the pandemic and the policy response to it has led to more complex and complicated packages of measures, which is also reflected in the complexity of speeches, as is shown by the uptick in the readability score over the year 2020. The challenge for the future will be to return to the pre-pandemic downward trend when it comes to the complexity of communication activities.

Chart 13

Readability of ECB speeches over time

Monthly average of Flesch-Kincaid Grade Level from June 1998–December 2020

(Flesch-Kincaid Grade Level)



Source: ECB data, staff calculations.

Notes: The difficulty of the language employed is measured using the Flesch-Kincaid Grade Level score, which indicates how many years of formal training are required to understand the text, based on the length of its sentences and words. A 12-month moving average was superimposed.

The ECB has adapted its communication strategy to “new” communication platforms and technologies. Citizens, especially younger people, increasingly consume news on online platforms.³¹ As a consequence, the ECB has expanded its activities on social media platforms. The ECB is now present on Twitter, LinkedIn, Instagram and YouTube with a combined followership of over a million.³² While this number can still be considered modest given the size of the ECB’s audience, the ECB’s social media channels have already proved to be important platforms for reaching the wider public, as outlined in Box 1 below.

Box 1

ECB-related discussions on social media – an analysis of Twitter traffic

Prepared by Michael Ehrmann

The ECB’s policies are actively discussed on social media. The ECB itself is an active player, posting material on its social media channels, but ECB-related social media posts originate from many different sources, with experts and non-experts both contributing. An analysis of Twitter traffic that comments on the ECB and its policies can help shed light on who is contributing to these discussions and how they respond to the ECB’s communication. This box provides such an analysis, based on a dataset of tweets that mention the ECB and the Twitter accounts from which they were posted. The dataset is studied in Ehrmann and Wabitsch (2021) and contains tweets written in English and in German.³³

³¹ See Newman, N., Fletcher, R., Schulz, A., Andi, S. and Nielsen, R. K., “Reuters Institute Digital News Report”, 2020.

³² This figure does not refer to unique followers across social media platforms. In other words, one person might follow the ECB on multiple social media channels.

³³ See Ehrmann, M. and Wabitsch, A., “Central bank communication with non-experts: a road to nowhere?”, *Working Paper Series*, No 2594, ECB, October 2021.

A small number of Twitter accounts generates most of the ECB-related traffic, and an even smaller number constitutes the most influential opinion-makers. This can be seen in Chart A. The yellow line plots how the contribution to ECB-related Twitter traffic is distributed across the various Twitter accounts. The chart, which shows what is known as a Lorenz curve, reveals that most of the Twitter traffic stems from relatively few accounts. For instance, the top 5% of accounts generate 74% of tweets in English and 61% of tweets in German. This is far from a situation where each account contributes in equal proportion, a hypothetical case that is represented by the blue line in the chart. What is more, the top 5% Twitter accounts are responsible for 93% of tweets in English that get “liked” and for 97% of tweets that get retweeted. For tweets in German the top 5% Twitter accounts are responsible for 89% of retweeted tweets and likes.

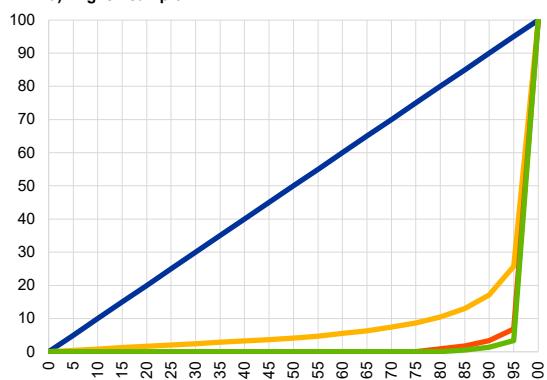
Chart A

Distribution of tweets across Twitter accounts

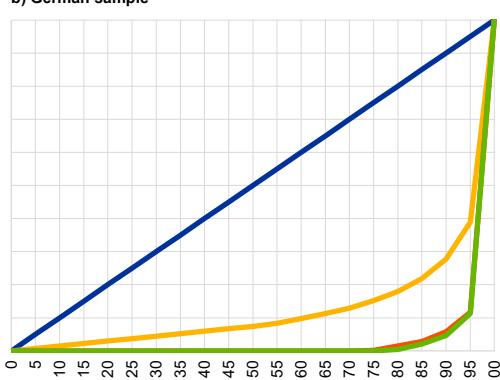
(x-axis: cumulative share of accounts; y-axis: cumulative share of tweets)

- 45-degree line
- ECB-related tweets
- Liked ECB-related tweets
- Retweeted ECB-related tweets

a) English sample



b) German sample



Source: Ehrmann and Wabitsch (2021).

Notes: The chart shows the Lorenz curve of ECB-related Twitter activity in English and German, respectively. The 45-degree line (in blue) represents a hypothetical case where each account contributes to the Twitter traffic in equal proportion. The yellow line shows the distribution of tweets about the ECB, the red line the distribution of tweets about the ECB that got “liked” by other Twitter accounts, and the green line the distribution of tweets about the ECB that got retweeted by other users. Based on data covering the years 2012–2018.

A more granular picture can be obtained by splitting the contributions into those stemming from experts in monetary policy matters and those written by non-experts. Differentiating these two groups is possible with a few assumptions: experts issue tweets regularly on the days of the ECB press conference, whereas non-experts do so more occasionally and post tweets about various topics, leading to a low ECB-centricity in their overall tweets.

Chart B shows how ECB-related tweets differ across expert and non-expert groups. It shows that, on average, tweets by non-experts are more subjective and express stronger views. This difference is relatively small for tweets in English, but more pronounced for those in German. The chart also plots the standard deviation of the average sentiment expressed by each Twitter account, i.e. it measures how different the sentiment is across Twitter accounts in each group. The differences between experts and non-experts are notable. Tweets issued by experts are much more aligned in terms of their subjectivity and the strength of views expressed than tweets by non-experts. This shows that tweets by non-experts reflect a much larger spectrum of views.

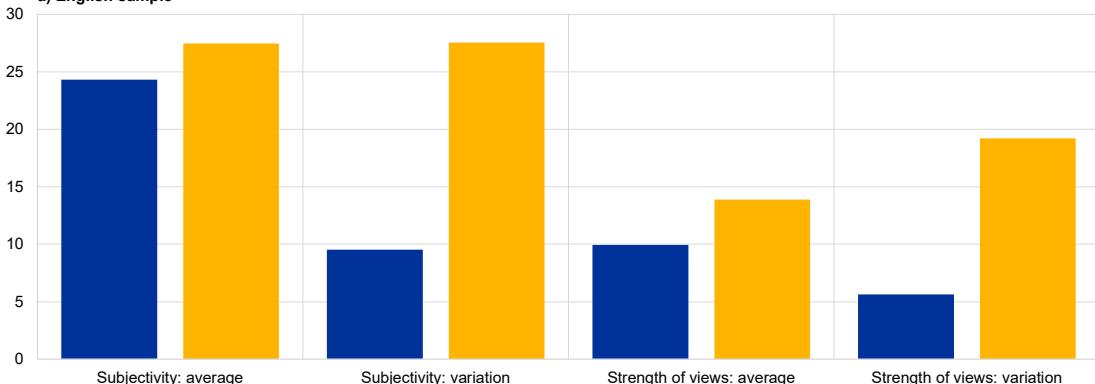
Chart B

Sentiment expressed in ECB-related tweets

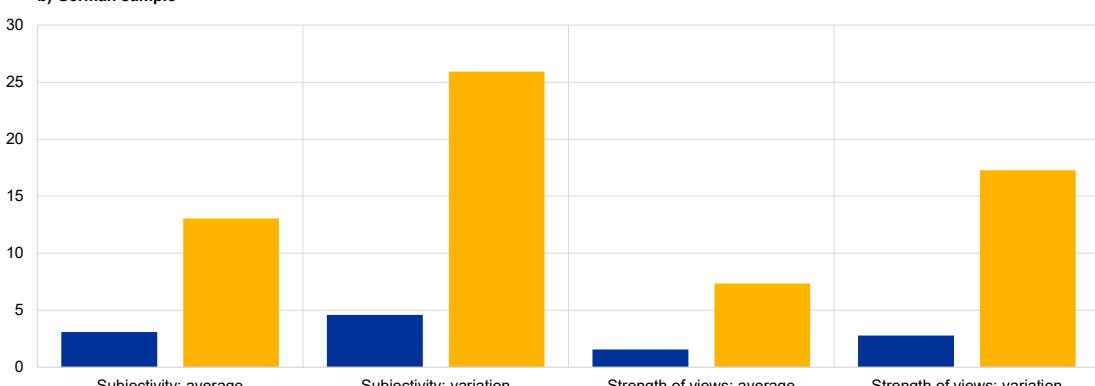
(index ranging from 0-100)

■ Experts
■ Non-experts

a) English sample



b) German sample



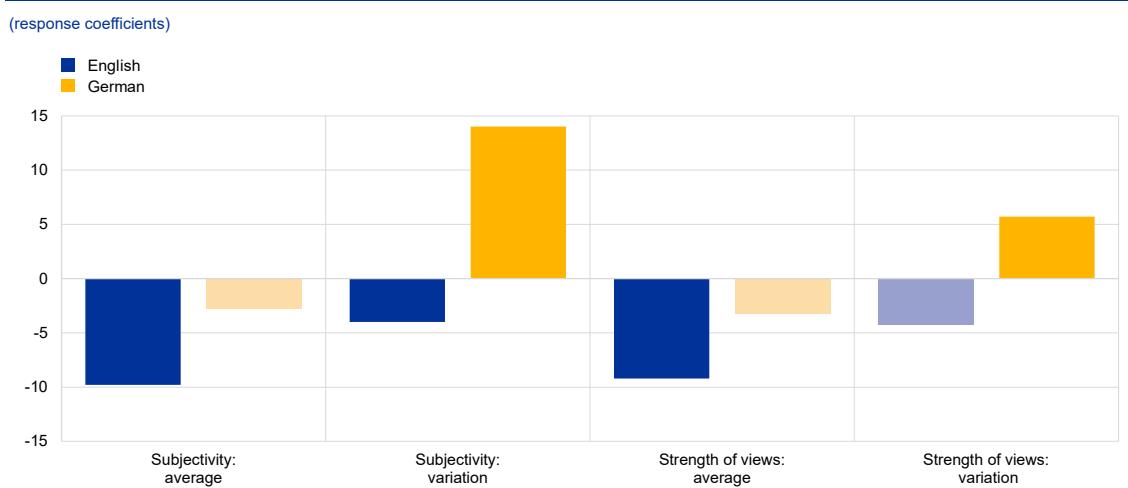
Source: Ehrmann and Wabitsch (2021).

Notes: The chart shows summary statistics for tweets issued by experts and by non-experts, in English and German respectively. Subjectivity and strength of views are measured based on a dictionary approach, and are restricted to lie between 0 and 100. The English lexicon is based on Princeton University's WordNet, the German lexicon on the German equivalent GermaNet. Being based on two different dictionaries, sentiment in English and German tweets is not directly comparable. Words that indicate subjectivity are, for instance, "terrible" or "actual", which yield subjectivity values of 100 and 0, respectively. Indicators for the strength of views are, for instance, "awful", "marvellous" or "consistent", which yield values of 100, 100 and 0, respectively. For both sentiment measures, the chart plots i) the average across all ECB-related tweets and ii) the standard deviation of the account-specific average sentiment measure as a measure of variation. Based on data covering the years 2012–2018.

How does sentiment respond to the ECB's communication? Chart C provides some estimates for the case of the ECB's press conference, around which Twitter traffic is elevated for several days, before and after the event. As Chart C shows, the reaction of non-experts' tweets in English and in German is quite different. Tweets in English become considerably more factual, and the views more moderate. In addition, there is less dispersion in subjectivity. This pattern suggests that tweets in English mainly relay information about the press conference. In contrast, tweets in German do not become significantly more factual, nor more moderate. At the same time, the increase in the variation of subjectivity and in the variation of the strength of views reveals that the views expressed become substantially more heterogeneous across Twitter accounts. Tweets in German around the time of the ECB press conference, therefore, seem to reflect a more controversial discussion among Twitter users.

Chart C

Change in sentiment in non-experts' tweets around the ECB press conference



Source: Ehrmann and Wabitsch (2021).

Notes: The chart shows the responsiveness of the sentiment expressed in non-experts' tweets in English and German, respectively, to the ECB's press conference. Response coefficients that are statistically significant at least at the 10% level are plotted in dark shaded colours. Based on data covering the years 2012-2018.

Even though the reception of the ECB's press conference by non-experts is different in the two languages, there is one common pattern that is important: Twitter traffic by non-experts intensifies around the time of the ECB's press conference, which suggests that the ECB's communication gets noticed and is discussed by non-experts. This implies that the first necessary step on the way to successful communication, namely that the sender manages to reach the intended recipient, is being taken.

Modernising ECB communication

Big economic, societal, and technological changes that are shaping a radically altered communications landscape are inevitably driving a further evolution in ECB communication. These trends include a loss of trust in expert authority³⁴, a 24-hour news cycle and greater controversy around and politicisation of central bank actions.³⁵ Moreover, as outlined in Chapter 2, more concerted engagement efforts are necessary to build knowledge and ultimately trust. To that end, the ECB's Governing Council decided, in the context of its recent strategy review, to adapt the substance, style and operational model of its monetary policy communication.

The Governing Council has made its monetary policy communication more accessible by replacing its “introductory statement” with the new “monetary policy statement”, which is more streamlined and has a stronger narrative.

Chart 14 shows how the length and complexity of monetary policy statements issued

³⁴ See Jacobs, R., “The downfall (and possible salvation) of expertise”, *Chicago Booth Review*, November 2020.

³⁵ See Moschella, M., Pinto, L. and Martoccia Diodati, N., “Let's speak more? How the ECB responds to public contestation”, *Journal of European Public Policy*, Vol 27, No 3, 2020, pp. 400-418.

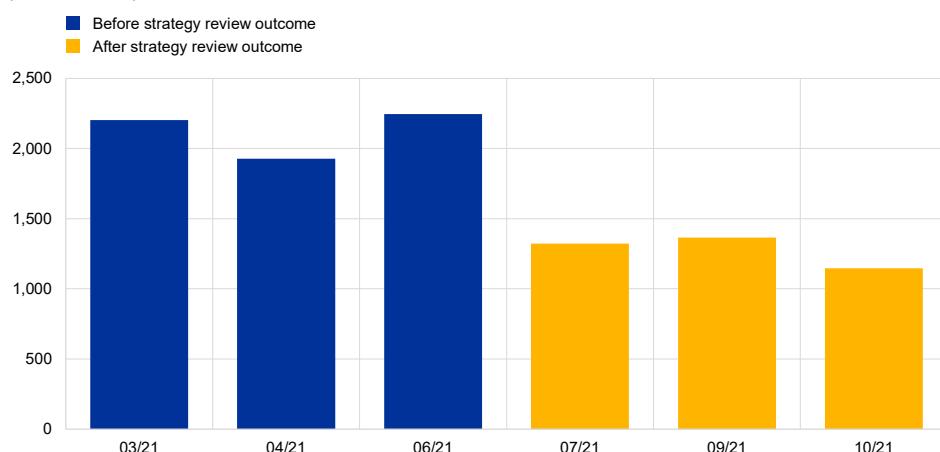
before the strategy review had concluded compare with those issued after the strategy review outcome measures had been implemented. Chart 15 shows the length and complexity of monetary policy communication over time, indicating that recent monetary policy statements are more accessible than previous ones.³⁶

Chart 14

The ECB monetary policy statement: before and after

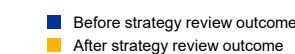
a) Word count

(number of words)



b) Language complexity

(Flesch-Kincaid Grade Level)

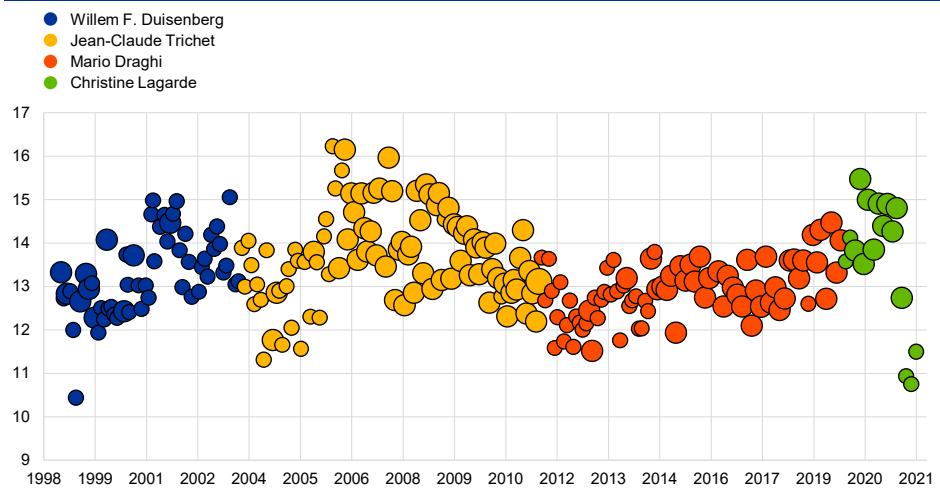


Source: ECB data.

Notes: The chart displays the length and the complexity of the last three monetary policy statements (until June 2021 “introductory statement”) before the announcement of the outcome of the ECB strategy review (8 July 2021) and the first three following it. The difficulty of the language employed is measured using the Flesch-Kincaid Grade Level score, which indicates how many years of formal training are required to understand the text, based on the length of its sentences and words.

³⁶ See Coenen, G., Ehrmann, M., Gaballo, G., Hoffmann, P., Nakov, A., Nardelli, S., Persson, E. and Strasser, G., [“Communication of monetary policy in unconventional times”](#), *Working Paper Series*, No 2080, ECB, Frankfurt am Main, June 2017.

Chart 15
Complexity of ECB monetary policy statements



Source: Updated data (October 2021) from analysis in Coenen et al. (2017).

Notes: The figure depicts the length and the complexity of the ECB's monetary policy statements (until June 2021 "introductory statement"). The length is measured by the number of words (indicated by circle size). The difficulty of the language employed is measured using the Flesch-Kincaid Grade Level score, which indicates how many years of formal training are required to understand the text, based on the length of its sentences and words.

In addition, the Governing Council decided to complement its monetary policy communication with “layered” communication, which relays the same core information in a more accessible and visual way. Research indicates that accessible, visualised and relatable monetary policy communication improves public comprehension and also trust.³⁷ Applying these findings to the ECB's monetary policy communication, a new visual monetary policy statement was added to explain the ECB's latest decision in a more attractive and simpler format, and in all 24 official EU languages. Using storytelling techniques, relatable visuals and language, the visual monetary policy statement aims to make the ECB's policy decisions more accessible to non-expert audiences across the entire euro area.³⁸

As a result of the strategy review the Governing Council also decided to make outreach events a structural feature of its interaction with the wider public.³⁹

These outreach events build upon the positive experiences of the Eurosystem's “listening” events, involving academics, civil society organisations and the wider public, which took place during the strategy review. Via the “ECB Listens Portal” alone, the ECB received about 4,000 responses.⁴⁰ The views, suggestions and concerns received during these events formed a key input into the Governing Council's decision to modernise the ECB's monetary policy communication.

³⁷ Bholat, D., Broughton, N., Ter Meer, J. and Walczak, E., “Enhancing central bank communications using simple and relatable information”, *Journal of Monetary Economics*, 2019, pp. 1-15.

³⁸ See, for example, the [visual monetary policy statement](#) of the ECB's latest decisions, ECB, September 2021.

³⁹ See “An overview of the ECB's Monetary Policy Strategy”, ECB, 8 July 2021.

⁴⁰ See the [ECB Listens Portal](#).

4 Conclusion

Central bank communication with expert audiences and the wider public plays an important role in influencing expectations and sustaining trust, thereby making monetary policy more effective and helping to ensure the legitimacy of independent monetary institutions. To ensure the effectiveness of the ECB's monetary policy, clear and consistent communication targeted at expert audiences will remain essential. At the same time, greater efforts to "get through" to the wider public will help increase the impact of the ECB's monetary policy communication.

This article has examined the receiving and sending ends of the ECB's communication with the wider public, and the elements that facilitate communication between those two ends. The analysis highlighted the sheer diversity of the ECB's audience and made the case that ECB communication needs to be adjusted accordingly. Research suggests that more accessible, relatable and visual communication can increase the impact of the central bank's messages.

The strategy review's outcome has led to the introduction of more understandable, relatable and visual monetary policy communication. This article has shown that the readability of the ECB's new "monetary policy statement" is noticeably better than the "introductory statement" that preceded it. In turn, the visual monetary policy statement introduces a layer of more accessible communication that allows the ECB to better reach the wider public.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,6	2,9	1,7	0,6	6,7	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,7	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 Q4	1,9	1,1	1,1	2,3	3,2	-0,4	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 Q1	0,9	1,5	-1,4	-0,7	0,2	-0,2	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
Q2	0,4	1,6	5,5	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
Q3	1,7	0,5	1,3	-0,9	0,2	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
2021 June	-	-	-	-	-	-	4,0	3,1	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
July	-	-	-	-	-	-	4,2	3,1	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	4,3	3,1	5,3	3,2	-0,4	0,8	3,0
Sep.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
Oct.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,5	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	6,8	-	-	-	4,9

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾					
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾					
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,4
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-3,8
2020 Q4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	5,3	5,2	5,4
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	3,9	1,8	6,2
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,4	1,9
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-1,2	-0,5	-1,9
2021 June	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	1,7	1,4	1,9
July	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	-0,4	0,4	-1,2
Aug.	51,2	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,8	-0,3	-1,4
Sep.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,2	-0,5	-1,9
Oct.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-	-	-
Nov.	54,8	57,2	-	53,3	51,2	55,4	52,4	55,6	50,7	-	-	-

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 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021 May	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
June	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
July	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
Aug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
Sep.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
Oct.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
Nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

2.2 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	10 years	10 years	1 year	2 years	5 years	10 years	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24	
2021 May	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57	
June	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45	
July	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16	
Aug.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16	
Sep.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46	
Oct.	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34	
Nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07	

Source: ECB calculations.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 May	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1
June	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2
July	453,8	4.062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4.363,7	28.118,8
Aug.	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7
Sep.	465,5	4.158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4.449,6	29.893,6
Oct.	461,4	4.132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4.460,7	28.586,2
Nov.	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator					
	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:			By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation			APRC ³⁾								
					Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2020 Nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,77	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35				
Dec.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,77	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32				
2021 Jan.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,80	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33				
Feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31				
Mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31				
Apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31				
May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32				
June	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,71	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32				
July	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,67	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32				
Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,71	5,70	5,30	5,90	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32				
Sep.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,64	5,43	5,24	5,87	1,93	1,32	1,46	1,25	1,29	1,58	1,30				
Oct. ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,62	5,53	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31				

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator			
	With an agreed maturity of:	Up to 2 years		up to EUR 0,25 million			over EUR 0,25 and up to 1 million			over EUR 1 million							
				Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2020 Nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51			
Dec.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51			
2021 Jan.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50			
Feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48			
Mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39			
Apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56			
May	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46			
June	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46			
July	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48			
Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,94	2,02	1,56	1,45	1,37	1,23	1,11	1,14	1,44			
Sep.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	2,00	2,00	1,52	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49			
Oct. ^(p)	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	2,00	1,55	1,51	1,33	1,15	1,15	1,24	1,43			

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾							
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment			10	11	12	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Short-term														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49	
2021 May	1.536	463	151	.	100	692	130	410	187	48	.	37	105	33	
June	1.542	481	152	.	90	694	126	451	216	56	.	34	106	39	
July	1.539	478	148	.	101	688	124	470	224	44	.	39	113	50	
Aug.	1.538	493	146	.	99	678	121	415	232	40	.	25	93	25	
Sep.	1.568	506	139	.	99	697	127	473	220	44	.	39	124	46	
Oct.	1.517	478	133	.	103	686	117	418	202	39	.	41	105	32	
	Long-term														
2018	15.748	3.688	3.162	.	1.249	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6	
2019	16.315	3.817	3.397	.	1.324	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7	
2020	17.290	3.892	3.203	.	1.464	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16	
2021 May	17.908	3.946	3.311	.	1.489	8.393	769	269	46	69	.	21	121	12	
June	18.092	3.980	3.361	.	1.498	8.473	780	341	75	87	.	29	136	15	
July	18.186	3.992	3.397	.	1.502	8.515	780	302	56	99	.	18	119	10	
Aug.	18.222	3.990	3.398	.	1.500	8.554	779	134	27	34	.	4	66	3	
Sep.	18.322	4.021	3.433	.	1.521	8.558	788	316	72	92	.	22	114	15	
Oct.	18.407	4.038	3.499	.	1.530	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13	

Source: ECB.

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

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

	Debt securities							Listed shares							
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations	Central government	Other general gov- ern- ment		
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
	Outstanding amount														
2018	16.962,7	4.190,4	3.332,4	.	1.320,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2				
2019	17.598,1	4.367,4	3.577,7	.	1.408,5	7.558,1	686,5	8.586,6	538,4	1.410,6	6.637,6				
2020	18.819,0	4.346,8	3.347,6	.	1.561,1	8.720,3	843,3	8.448,2	469,3	1.321,5	6.657,4				
2021 May	19.444,5	4.409,7	3.462,1	.	1.588,4	9.085,1	899,2	9.646,8	575,7	1.508,7	7.562,4				
June	19.633,4	4.461,5	3.512,9	.	1.587,7	9.166,3	905,1	9.773,2	564,9	1.521,5	7.686,9				
July	19.724,5	4.469,9	3.544,5	.	1.602,6	9.202,9	904,7	9.895,0	559,2	1.526,8	7.809,0				
Aug.	19.759,4	4.483,2	3.544,4	.	1.599,5	9.232,7	899,6	10.166,4	587,9	1.612,9	7.965,7				
Sep.	19.890,1	4.527,2	3.572,4	.	1.620,0	9.255,6	914,9	9.899,5	597,2	1.616,9	7.685,4				
Oct.	19.924,3	4.516,5	3.631,8	.	1.632,7	9.239,3	904,0	10.296,1	613,8	1.701,4	7.980,9				
	Growth rate														
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4				
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0				
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,1	3,1	0,8				
2021 May	5,6	0,1	5,1	.	5,4	8,1	12,3	2,1	1,5	6,1	1,3				
June	4,5	-0,3	4,4	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5				
July	4,6	0,3	5,2	.	3,7	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5				
Aug.	4,0	0,8	4,0	.	3,4	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3				
Sep.	4,1	1,1	4,6	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4				
Oct.	4,3	1,2	5,5	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4				

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2018	99,9	95,5	94,1	90,7	80,5	89,6	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,9	77,4	87,2	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,5	87,8	119,4	93,8
2020 Q4	101,2	94,6	95,4	90,3	73,8	88,2	122,3	95,5
2021 Q1	100,7	94,6	95,2	90,0	73,5	87,8	121,7	95,3
Q2	100,5	94,1	94,9	88,8	72,0	85,9	121,9	94,9
Q3	99,5	93,3	94,3	-	-	-	120,5	94,0
2021 June	100,2	93,7	94,7	-	-	-	121,5	94,5
July	99,7	93,5	94,5	-	-	-	120,8	94,2
Aug.	99,3	93,2	94,1	-	-	-	120,4	93,9
Sep.	99,4	93,2	94,2	-	-	-	120,4	93,8
Oct.	98,4	92,4	92,9	-	-	-	119,5	93,1
Nov.	97,6	92,0	91,8	-	-	-	118,8	92,9
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2021 Nov.	-0,9	-0,4	-1,2	-	-	-	-0,6	-0,2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2021 Nov.	-3,0	-2,3	-3,1	-	-	-	-2,3	-2,2

Source: ECB.

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish krone 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 Q4	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2021 Q1	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
Q2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
2021 June	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
July	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
Aug.	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
Sep.	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
Oct.	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Nov.	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2021 Nov.	-2,1	0,1	-0,4	0,0	1,0	-0,8	1,2	0,1	0,0	-0,1	-1,7	-1,6
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2021 Nov.	-6,7	-0,6	-4,1	-0,1	1,3	5,3	3,4	-5,4	1,6	-1,8	-2,4	-3,6

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2020 Q3	28.047,3	28.661,8	-614,5	11.135,6	9.375,6	9.995,2	12.597,2	-103,7	6.110,7	6.689,0	909,5	15.163,2
Q4	28.366,3	28.991,0	-624,7	11.051,2	9.359,9	10.692,6	12.893,1	-94,2	5.836,9	6.738,0	879,7	14.854,7
2021 Q1	29.644,2	30.313,3	-669,1	11.385,0	9.473,4	11.435,3	13.696,1	-134,1	6.108,5	7.143,7	849,4	15.485,7
Q2	30.098,3	30.694,6	-596,3	11.348,2	9.453,7	11.947,6	14.079,2	-126,2	6.059,7	7.161,7	869,0	15.399,0
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2021 Q2	254,9	260,0	-5,1	96,1	80,1	101,2	119,2	-1,1	51,3	60,7	7,4	130,4
Transactions												
2020 Q4	80,6	-48,2	128,8	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,5	2,1	-
2021 Q1	523,0	425,0	97,9	100,7	-7,1	266,3	178,8	6,4	152,6	253,4	-3,1	-
Q2	184,3	83,6	100,7	-37,2	-38,0	227,6	67,0	8,5	-22,1	54,6	7,5	-
Q3	335,8	290,2	45,6	30,2	-41,8	126,4	70,1	-7,3	63,4	261,8	123,2	-
2021 Apr.	200,6	193,9	6,7	30,1	12,1	56,4	33,1	4,5	109,0	148,8	0,7	-
May	14,0	-26,3	40,3	-51,3	-58,4	75,2	-2,0	-2,1	-9,1	34,1	1,4	-
June	-30,4	-84,1	53,7	-16,0	8,3	96,0	35,9	6,2	-121,9	-128,2	5,3	-
July	143,3	101,1	42,1	23,6	-10,4	22,6	41,1	8,9	88,5	70,4	-0,3	-
Aug.	184,4	183,4	1,0	5,7	-8,8	44,8	22,6	-6,7	18,5	169,6	122,1	-
Sep.	8,1	5,7	2,5	0,9	-22,6	58,9	6,4	-9,5	-43,6	21,9	1,5	-
12-month cumulated transactions												
2021 Sep.	1.123,6	750,6	373,0	34,6	-41,6	969,0	90,8	-6,9	-2,7	701,4	129,6	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2021 Sep.	9,4	6,3	3,1	0,3	-0,3	8,1	0,8	-0,1	0,0	5,8	1,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	GDP											
		Domestic demand										External balance ¹⁾	
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Current prices (EUR billions)													
2018	11.600,2	11.132,8	6.223,1	2.369,5	2.430,6	1.177,5	746,1	500,5	109,6	467,4	5.571,6	5.104,2	
2019	11.982,7	11.577,1	6.378,5	2.456,6	2.652,5	1.253,7	770,3	621,7	89,4	405,6	5.765,4	5.359,7	
2020	11.400,4	10.976,4	5.902,0	2.573,5	2.494,9	1.216,3	681,9	589,7	6,1	424,0	5.173,4	4.749,5	
2020 Q4	2.927,3	2.787,0	1.486,4	660,9	641,9	318,6	183,2	138,4	-2,3	140,3	1.364,7	1.224,4	
2021 Q1	2.939,5	2.806,3	1.469,7	662,4	646,6	325,3	185,5	134,0	27,6	133,2	1.401,5	1.268,3	
Q2	3.010,8	2.888,2	1.531,1	675,6	661,7	337,5	187,5	134,9	19,7	122,6	1.464,6	1.341,9	
Q3	3.110,8	2.981,6	1.606,7	685,1	668,7	343,5	186,7	136,7	21,1	129,1	1.521,4	1.392,2	
as a percentage of GDP													
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-	
Chain-linked volumes (prices for the previous year)													
quarter-on-quarter percentage changes													
2020 Q4	-0,4	-0,4	-3,0	0,8	2,7	1,7	1,9	6,4	-	-	4,3	4,8	
2021 Q1	-0,2	-0,3	-2,3	-0,6	0,0	0,5	1,8	-3,7	-	-	1,2	1,0	
Q2	2,2	2,4	3,9	2,1	1,3	1,9	0,4	0,8	-	-	2,4	2,9	
Q3	2,2	2,0	4,1	0,3	-0,9	-0,9	-1,5	0,1	-	-	1,2	0,7	
annual percentage changes													
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8	
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7	
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1	
2020 Q4	-4,4	-6,5	-7,6	3,2	-10,1	-0,4	-4,7	-30,7	-	-	-4,8	-9,3	
2021 Q1	-1,1	-3,8	-5,6	2,8	-6,0	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,7	
Q2	14,4	12,3	12,2	7,8	18,5	19,7	30,1	3,5	-	-	25,9	21,6	
Q3	3,9	3,7	2,5	2,6	3,1	3,2	2,5	3,5	-	-	9,4	9,7	
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points													
2020 Q4	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,0	-	-	
2021 Q1	-0,2	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-	
Q2	2,2	2,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-	-	
Q3	2,2	1,9	2,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-	-	
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points													
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-	
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-	
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-	
2020 Q4	-4,4	-6,4	-4,0	0,7	-2,4	0,0	-0,3	-2,0	-0,6	2,0	-	-	
2021 Q1	-1,1	-3,7	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,0	2,5	-	-	
Q2	14,4	11,9	6,3	1,9	3,9	2,1	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-	
Q3	3,9	3,5	1,3	0,6	0,7	0,3	0,2	0,2	1,0	0,3	-	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	10.395,4	175,4	2.055,6	525,8	1.963,1	499,9	477,2	1.170,0	1.210,2	1.960,3	358,0	1.204,8
2019	10.741,0	178,5	2.100,8	561,2	2.041,4	531,2	478,9	1.204,6	1.249,7	2.025,5	369,2	1.241,7
2020	10.268,7	176,6	1.971,0	552,4	1.799,8	544,9	469,0	1.210,9	1.168,0	2.054,1	321,8	1.131,7
2020 Q4	2.634,0	43,7	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,0	77,5	293,3
2021 Q1	2.646,9	44,0	532,9	145,9	455,7	141,4	118,5	305,9	302,1	523,2	77,2	292,6
Q2	2.700,4	45,2	535,9	150,3	480,5	144,8	118,2	308,4	305,8	530,6	80,6	310,4
Q3	2.781,8	45,1	545,5	150,5	519,4	146,2	118,9	310,8	315,8	541,3	88,4	329,0
as a percentage of value added												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2020 Q4	-0,4	0,6	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 Q1	0,1	-2,8	1,0	-1,0	-1,0	2,0	1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-2,6
Q2	1,9	0,5	0,6	1,9	4,6	1,9	0,6	0,9	1,3	1,7	5,7	4,8
Q3	2,3	-1,0	0,1	-0,6	6,7	1,3	0,2	0,5	2,8	1,5	12,0	1,6
annual percentage changes												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,7	0,2	2,1	2,5	5,7	0,4	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,7	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,1	-6,5
2020 Q4	-4,5	-0,8	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 Q1	-1,3	-1,1	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,4	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
Q2	14,3	-0,9	21,8	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,4	15,3
Q3	3,9	-2,7	5,2	2,2	6,5	4,1	1,8	0,9	6,1	1,9	4,2	3,8
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2020 Q4	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 Q1	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
Q3	2,3	0,0	0,0	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 Q4	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,8	-
2021 Q1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
Q2	14,3	0,0	4,0	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,7	2,0	0,5	-
Q3	3,9	0,0	1,0	0,1	1,2	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment 1)

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
annual percentage changes													
2018	1,6	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,6	1,4	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,4
2020 Q4	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,2	1,2	-4,0
2021 Q1	-1,7	-1,8	-1,4	0,0	-2,2	1,4	-5,4	2,1	-0,5	1,3	-1,6	1,4	-4,8
Q2	2,0	2,4	-0,1	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,7	1,6
Q3	2,0	2,3	0,5	0,9	0,3	3,0	1,5	5,5	0,7	1,4	4,4	2,1	1,0
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,3	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
annual percentage changes													
2018	1,8	2,2	0,0	-0,1	1,5	3,2	1,8	3,8	-0,9	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,6	-7,5	-6,3	-13,7	-1,7	-2,8	-6,6	-8,0	-2,0	-13,4
2020 Q4	-6,3	-5,8	-8,8	-1,2	-5,5	-2,9	-13,5	-0,5	-1,7	-2,6	-5,6	-0,7	-12,4
2021 Q1	-2,8	-3,1	-1,6	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,4	-1,8	2,1	-8,5
Q2	16,3	14,9	23,2	7,7	14,7	25,3	23,8	11,7	6,2	20,1	18,5	8,3	25,0
Q3	3,0	3,3	1,8	-0,2	2,2	2,7	3,9	7,5	1,3	4,7	6,3	1,3	1,1
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,3	-5,6	-9,7	-0,3	-5,8	-7,0	-10,5	-3,1	-2,3	-6,4	-5,8	-2,9	-10,4
2020 Q4	-4,7	-4,0	-7,4	0,3	-3,3	-3,6	-9,2	-2,1	-1,2	-4,2	-3,5	-1,9	-8,7
2021 Q1	-1,1	-1,3	-0,1	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,1	-0,2	0,6	-3,9
Q2	14,0	12,2	23,3	4,2	15,1	19,6	23,1	6,8	5,5	17,5	13,4	5,5	23,0
Q3	1,0	1,0	1,3	-1,1	1,9	-0,2	2,3	1,9	0,5	3,3	1,9	-0,8	0,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

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

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾												Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force	By age				By gender					
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female			
			1	2		5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2020	100,0		80,6		19,4		51,4		48,6						14
2018	163,346	3,9	13,399	8,2	3,8	10,926	7,3	2,473	17,2	6,891	7,9	6,507	8,6	2,1	
2019	164,125	3,6	12,419	7,6	3,3	10,114	6,8	2,306	16,0	6,363	7,3	6,056	7,9	2,2	
2020	162,416	3,6	12,771	7,9	3,0	10,288	6,9	2,482	17,7	6,570	7,6	6,201	8,2	1,8	
2020 Q4	163,149	3,6	13,107	8,0	3,2	10,630	7,1	2,478	17,8	6,751	7,8	6,356	8,3	1,9	
2021 Q1	162,332	3,7	13,491	8,3	3,2	10,871	7,4	2,620	18,5	6,851	7,9	6,640	8,8	2,1	
Q2	163,545	3,5	13,153	8,0	3,3	10,536	7,1	2,618	17,9	6,657	7,6	6,496	8,5	2,3	
Q3	.	.	12,306	7,5	.	9,917	6,6	2,389	16,3	6,232	7,1	6,074	7,9	2,6	
2021 May	-	-	13,105	8,0	-	10,551	7,1	2,554	17,7	6,613	7,6	6,492	8,5	-	
June	-	-	12,787	7,8	-	10,265	6,9	2,522	17,3	6,431	7,4	6,356	8,3	-	
July	-	-	12,477	7,6	-	10,063	6,7	2,413	16,5	6,288	7,2	6,189	8,1	-	
Aug.	-	-	12,332	7,5	-	9,954	6,7	2,377	16,3	6,256	7,2	6,076	7,9	-	
Sep.	-	-	12,109	7,4	-	9,733	6,5	2,376	16,1	6,152	7,0	5,957	7,8	-	
Oct.	-	-	12,045	7,3	-	9,679	6,5	2,367	15,9	6,122	7,0	5,923	7,7	-	

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).

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations			
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel					
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0	100,0	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	100,0	100,0	13
annual percentage changes																
2018	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	1,6	1,4	2,0	0,7	4,9	0,9			
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	2,4	1,0	3,7	0,8	3,0	1,8			
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-8,7	-25,0			
2020 Q4	-1,5	-1,6	1,5	-3,2	-2,6	-1,8	-1,2	1,6	4,5	1,3	-13,8	-5,9	-9,2			
2021 Q1	3,5	3,6	4,8	5,2	0,5	0,6	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,1	3,4			
Q2	22,4	24,1	25,4	29,1	17,4	7,7	17,8	11,9	2,0	18,7	29,7	25,1	53,8			
Q3	5,9	6,6	7,6	5,4	7,7	0,5	0,7	2,4	0,2	4,0	3,5	13,1	-23,5			
2021 May	20,5	22,2	24,0	27,2	14,2	6,2	12,6	8,8	0,2	14,2	28,6	25,1	49,5			
June	10,5	11,3	15,9	6,8	12,8	3,3	4,1	5,7	2,1	7,5	11,9	25,1	5,4			
July	7,7	8,4	11,2	6,1	9,2	1,5	2,2	3,3	1,2	4,9	4,2	13,1	-22,0			
Aug.	4,9	5,7	6,7	3,2	7,5	-0,5	-2,6	1,3	-1,4	3,3	1,4	13,1	-24,8			
Sep.	5,1	5,6	4,9	6,2	6,6	0,5	1,5	2,6	0,8	3,7	4,8	13,1	-24,2			
Oct.	3,3	3,9	2,1	5,2	6,3	-1,0	1,4	-1,2	2,5	8,5	-	-28,6				
month-on-month percentage changes (s.a.)																
2021 May	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	0,2	4,2	-0,5	8,8	8,0	-	1,8			
June	0,3	0,2	0,1	-1,4	3,0	-0,4	-0,9	1,9	-1,2	3,6	2,5	-	-0,4			
July	1,2	1,3	0,3	2,7	1,2	-0,4	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	-	-5,9			
Aug.	-1,7	-1,9	-1,4	-3,5	-1,9	0,6	-1,4	0,9	-0,8	2,4	-0,5	-	-3,8			
Sep.	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,4	0,9	-0,4	0,8	-1,9	1,0	-	3,4			
Oct.	1,1	1,2	-0,6	3,0	0,5	0,1	-	0,2	-0,1	0,4	1,3	-	-3,1			

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

1) Including wholesale trade.

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 Q4	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 Q1	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
Q2	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
Q3	118,1	14,2	82,5	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
2021 June	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
July	119,0	14,5	83,0	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
Aug.	117,6	13,8	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
Sep.	117,8	14,1	-	-4,0	7,5	1,4	15,2	-	58,6	55,6	56,4	56,2
Oct.	118,6	14,2	82,1	-4,8	8,6	1,9	18,0	88,9	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov.	117,5	14,1	-	-6,8	9,0	3,7	18,4	-	58,4	53,8	55,9	55,4

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

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

Saving ratio (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes						Percentage of net value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,2	2,0	7,6	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	3,9	35,3	6,3	74,9	1,9	7,9	1,8
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,5	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-14,7	2,0
2020 Q3	17,8	95,3	0,8	3,7	-1,3	3,7	4,2	31,5	4,4	81,8	2,7	-15,1	2,0
Q4	19,5	96,1	0,2	4,1	1,8	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-20,9	2,0
2021 Q1	20,6	96,5	-0,2	4,6	10,6	7,3	4,6	32,3	5,8	83,1	4,0	-10,5	2,2
Q2	19,1	96,6	3,3	4,1	30,0	6,3	4,8	34,2	7,8	80,5	4,5	20,8	2,3

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020 Q4	1.021,2	930,4	90,8	581,6	479,6	225,5	197,6	183,3	173,9	30,7	79,3	23,8	24,6
2021 Q1	1.050,7	945,3	105,5	602,3	496,9	226,5	203,5	191,2	169,0	30,8	75,8	15,4	12,4
Q2	1.073,4	1.007,8	65,6	617,7	536,1	232,5	212,4	193,8	188,1	29,4	71,2	17,2	11,6
Q3	1.079,2	1.021,1	58,1	620,2	559,7	243,7	227,1	175,4	160,0	39,9	74,2	23,2	11,6
2021 Apr.	354,3	336,7	17,6	203,2	176,6	77,1	71,5	63,4	64,9	10,7	23,7	4,6	3,6
May	360,3	342,1	18,2	208,5	180,6	77,0	72,0	65,7	65,6	9,0	23,9	5,3	3,0
June	358,9	329,0	29,9	206,1	178,9	78,4	68,8	64,7	57,7	9,7	23,6	7,3	4,9
July	357,2	334,9	22,3	208,8	183,3	79,3	72,5	59,1	55,2	10,1	23,8	6,7	4,8
Aug.	362,1	345,0	17,1	204,5	186,0	80,5	81,1	57,8	53,1	19,3	24,9	7,1	2,8
Sep.	359,9	341,2	18,7	206,9	190,4	83,9	73,6	58,5	51,6	10,5	25,5	9,5	4,1
12-month cumulated transactions													
2021 Sep.	4.224,6	3.904,6	320,0	2.421,8	2.072,3	928,3	840,6	743,7	691,1	130,8	300,6	79,7	60,2
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2021 Sep.	35,2	32,6	2,7	20,2	17,3	7,7	7,0	6,2	5,8	1,1	2,5	0,7	0,5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item:	Manufacturing	Total			Memo items:		
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2020 Q4	-2,6	-5,5	569,3	265,7	114,6	178,5	480,2	494,0	262,2	87,0	135,7	381,4	35,3
2021 Q1	0,6	0,2	582,1	280,6	115,0	174,6	487,8	512,9	285,1	91,5	129,8	383,4	47,1
Q2	34,2	33,9	595,3	290,8	116,9	176,3	492,5	558,0	322,5	92,2	135,4	404,3	53,5
Q3	13,4	22,5	604,8	.	.	.	498,5	575,8	.	.	.	412,1	.
2021 Apr.	46,7	38,3	198,1	95,2	39,7	60,0	164,4	185,2	106,4	30,7	45,9	133,7	17,1
May	34,8	35,0	199,3	97,5	39,0	58,8	164,5	186,1	107,7	30,8	44,7	135,4	18,3
June	23,7	28,9	197,9	98,1	38,3	57,4	163,5	186,8	108,4	30,7	44,8	135,2	18,2
July	11,9	17,9	201,1	99,1	40,5	57,1	166,6	187,9	111,4	30,4	43,5	134,2	19,6
Aug.	19,2	28,5	202,2	102,7	39,1	56,2	166,2	192,5	113,5	31,4	44,8	139,9	19,3
Sep.	10,0	21,6	201,4	.	.	.	165,6	195,3	.	.	.	138,0	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2020 Q4	-1,4	-0,8	104,4	105,9	99,9	106,6	103,8	105,7	102,8	107,8	111,4	109,6	84,7
2021 Q1	0,8	0,1	104,5	108,5	100,8	101,8	104,0	105,0	103,5	112,6	105,5	108,3	85,8
Q2	29,1	20,3	104,5	108,9	101,7	101,1	103,2	109,6	109,9	113,8	108,0	111,9	84,9
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Mar.	11,4	15,0	105,7	110,5	100,3	102,5	103,1	108,5	107,8	118,6	108,9	111,5	84,5
Apr.	41,9	25,2	104,6	107,7	104,0	102,9	103,5	110,0	110,8	113,0	109,4	111,2	84,0
May	29,3	20,4	104,8	109,4	101,1	101,4	103,3	109,9	110,4	113,9	107,2	112,6	87,4
June	18,9	15,9	104,1	109,8	100,0	99,1	102,8	109,1	108,7	114,4	107,2	111,8	83,4
July	4,8	3,1	104,0	108,7	104,1	96,8	102,8	106,4	107,7	109,2	102,6	108,2	85,8
Aug.	9,0	10,9	103,0	110,4	99,8	94,5	101,0	108,0	108,3	114,0	104,3	112,2	84,4

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total	Goods	Services		Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2020 Q4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,8	0,5	0,2	-0,4	0,5
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,6	6,5	0,6	1,0	1,4
Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5
2021 June	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,3	0,2	-0,2	0,3	1,3	0,1	1,8	2,5
July	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,1	2,0	0,1	2,0	3,5
Aug.	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,2	0,6	0,1	1,0	0,2	2,9	3,5
Sep.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,2	-0,6	1,4	0,4	3,3	3,6
Oct.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,1	-0,1	5,6	0,3	4,0	4,6
Nov. ³⁾	109,9	4,9	2,6	.	2,7	0,7	0,3	0,8	0,2	2,9	0,5	.	.
	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy					Rents		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	.
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	.
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	.
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	.
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	.
2020 Q4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3	.
2021 Q1	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	.
Q2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	.
Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	.
2021 June	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7	.
July	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,4	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7	.
Aug.	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6	.
Sep.	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5	.
Oct.	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7	.
Nov. ³⁾	2,2	2,3	1,9	.	2,4	27,4	.	.	.	.	.	.	.

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.

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

% of total in 2015	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾											Construction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾									
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy														
		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods																	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non- food															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13											
100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9														
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1										
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5										
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,3	5,4	1,7										
2020 Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9										
2021 Q1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,6	6,1	-1,3										
Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,5	7,2	-2,8										
Q3	115,6	14,0	9,3	7,4	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	.	.	.										
2021 May	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	1,9	1,3	25,1	-	-	-										
June	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-										
July	113,7	12,4	8,4	6,8	12,8	2,5	2,7	2,8	1,9	30,1	-	-	-										
Aug.	114,9	13,4	9,2	7,4	14,3	3,1	2,8	2,8	2,2	31,9	-	-	-										
Sep.	118,1	16,1	10,3	8,1	15,2	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-										
Oct.	124,5	21,9	11,8	8,9	16,8	3,9	3,4	3,2	2,8	62,5	-	-	-										

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).

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

% of total	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	Govem- 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	
100,0										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3	
2020	107,1	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8	
2020 Q4	107,4	1,2	0,9	0,0	2,8	0,5	-1,4	-2,6	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2	
2021 Q1	108,1	1,5	1,6	1,0	2,4	1,1	0,8	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6	
Q2	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	7,0	57,0	38,3	20,1	56,4	35,6	20,2	54,4	
Q3	109,5	2,7	3,5	2,6	2,9	4,3	7,0	9,5	61,9	31,1	26,2	35,4	32,3	28,2	36,7	
2021 June	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1	
July	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5	
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	29,8	28,7	30,7	31,6	31,4	31,8	
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,7	23,1	29,9	29,4	26,0	33,0	
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,7	27,3	39,7	35,2	28,5	42,7	
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	30,9	28,7	33,0	35,1	30,8	

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 Q4	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 Q1	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
Q2	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
Q3	37,0	28,0	12,3	26,1	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
2021 June	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
July	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
Aug.	37,2	27,3	11,7	27,8	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
Sep.	38,3	30,6	13,1	24,8	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Oct.	42,3	36,9	16,6	32,7	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov.	49,0	44,5	19,8	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,3	2,0
2019	106,9	2,4	2,6	2,1	2,4	2,5	2,2
2020	110,2	3,1	3,7	1,2	2,7	3,8	1,8
2020 Q4	116,6	2,9	3,4	0,7	2,2	4,2	2,0
2021 Q1	104,6	1,3	2,0	-1,0	1,2	1,9	1,4
Q2	115,8	-0,2	-0,4	0,8	-0,9	1,6	1,8
Q3							1,3

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).

4 Prices and costs

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

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

Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity										Arts, enter- tainment and other services
		Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2018	103,4	1,9	1,2	1,5	2,6	2,1	0,1	1,1	3,9	1,5	2,6	2,0
2019	105,3	1,9	-1,0	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,2	2,8	4,7	6,5	0,7	0,3	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 Q4	109,8	3,7	-0,5	-1,1	3,0	5,4	1,8	1,0	4,9	4,9	6,1	22,4
2021 Q1	110,3	1,5	3,2	-3,2	5,1	2,0	0,6	1,1	4,3	3,1	2,8	15,4
Q2	108,9	-4,4	7,1	-10,7	-3,1	-7,7	1,1	-2,4	8,7	-2,3	-4,6	-2,1
Q3	109,8	1,2	6,0	-1,3	2,1	-0,6	5,0	0,7	4,3	1,0	2,3	0,0
Compensation per employee												
2018	105,2	2,1	0,9	1,8	2,2	2,0	2,6	2,3	2,9	2,7	1,9	2,9
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,3	-1,6	-4,6	0,4	-0,3	0,9	-0,3	2,4	-2,6
2020 Q4	109,0	0,9	0,2	0,0	1,5	-3,5	1,4	0,7	2,4	1,1	3,3	-0,4
2021 Q1	109,4	2,1	2,0	2,0	4,3	-0,8	2,0	3,1	3,1	1,9	2,2	1,2
Q2	109,5	7,2	2,7	9,2	9,6	12,9	7,5	1,1	10,2	8,0	2,2	11,1
Q3	111,8	3,0	2,2	3,5	1,3	4,4	3,6	1,8	3,9	2,7	2,1	3,1
Labour productivity per person employed												
2018	101,7	0,2	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	2,5	1,2	-1,0	1,1	-0,7	1,0
2019	102,0	0,3	4,2	-0,9	-0,4	0,9	2,4	0,3	-0,2	0,3	-0,3	1,2
2020	97,0	-4,9	1,7	-5,0	-6,0	-10,5	-0,2	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 Q4	99,3	-2,7	0,7	1,1	-1,4	-8,4	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,7
2021 Q1	99,2	0,6	-1,2	5,5	-0,8	-2,8	1,4	1,9	-1,2	-1,2	-0,6	-12,3
Q2	100,6	12,1	-4,1	22,2	13,2	22,3	6,3	3,5	1,4	10,5	7,0	13,6
Q3	101,8	1,8	-3,6	4,9	-0,7	5,0	-1,3	1,1	-0,4	1,6	-0,2	3,2
Compensation per hour worked												
2018	104,9	1,9	1,3	1,8	1,5	1,4	2,4	2,3	2,0	2,2	2,2	2,4
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,2	4,0	5,9	2,8	1,3	5,6	4,6	4,9	6,8
2020 Q4	113,6	5,2	1,9	3,0	3,9	6,1	2,5	1,3	6,1	3,8	4,9	7,1
2021 Q1	114,4	3,4	0,8	1,1	1,3	6,2	2,6	1,6	3,3	2,5	1,8	4,6
Q2	112,6	-4,5	-2,2	-4,2	-7,2	-6,6	1,6	-3,5	-0,4	-3,0	-2,4	-5,6
Q3	113,5	2,0	2,7	1,6	1,5	1,7	2,1	1,5	0,7	0,9	3,1	2,5
Hourly labour productivity												
2018	101,9	0,1	-0,5	0,4	-0,9	-0,4	2,4	1,1	-1,7	0,8	-0,5	0,6
2019	102,5	0,6	5,2	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,0	0,8	1,0	0,0	3,0	1,8	6,2	0,2	-0,8	-4,3
2020 Q4	104,7	2,1	0,4	4,5	2,2	0,9	1,7	0,9	1,9	-0,1	-0,8	-10,9
2021 Q1	104,8	1,7	-3,1	4,6	-4,1	3,4	1,8	0,5	-3,2	-1,0	-1,2	-8,7
Q2	104,3	-1,7	-7,9	6,2	-5,3	-0,6	-0,5	-1,8	-13,7	-2,5	1,5	-7,7
Q3	104,3	0,8	-2,5	2,9	-0,5	2,6	-3,2	0,6	-3,6	-0,2	0,6	3,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates 1)

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

Currency in circulation	M3														
	M2						M3-M2								
	M1			M2-M1			Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	7	8	9	10	11	12
	Currency in circulation	Overnight deposits	1	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	6									
Outstanding amounts															
2018	1.164,6	7.112,2	8.276,8	1.126,8	2.299,7	3.426,6	11.703,4	74,9	523,7	63,1	661,7	12.365,1			
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8			
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14.469,2			
2020 Q4	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14.469,2			
2021 Q1	1.392,9	9.137,6	10.530,4	991,5	2.477,0	3.468,5	13.998,9	109,3	617,9	15,7	743,0	14.741,9			
Q2	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,2			
Q3	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15.214,2			
2021 May	1.411,3	9.254,2	10.665,5	961,1	2.485,8	3.446,9	14.112,4	107,6	614,1	30,8	752,5	14.864,9			
June	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,2			
July	1.427,4	9.428,9	10.856,3	931,1	2.490,4	3.421,5	14.277,8	115,7	614,2	34,2	764,2	15.042,0			
Aug.	1.435,8	9.519,2	10.955,1	914,2	2.487,1	3.401,3	14.356,4	112,7	615,0	35,8	763,5	15.119,9			
Sep.	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15.214,2			
Oct. ^(p)	1.451,7	9.663,2	11.114,9	929,6	2.495,8	3.425,3	14.540,2	132,6	618,6	40,3	791,5	15.331,7			
Transactions															
2018	51,3	467,7	519,1	-74,5	45,4	-29,1	489,9	-0,8	12,6	-4,8	7,0	496,9			
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0			
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1.579,8			
2020 Q4	29,5	279,0	308,5	-29,9	24,6	-5,3	303,3	-2,2	41,3	-6,3	32,9	336,1			
2021 Q1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,4	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7			
Q2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8			
Q3	25,0	254,4	279,3	-34,4	11,7	-22,6	256,7	5,5	-16,0	8,6	-1,9	254,8			
2021 May	8,9	70,2	79,1	-7,9	2,2	-5,7	73,4	-1,1	0,4	7,5	6,8	80,1			
June	8,4	89,2	97,6	-26,7	3,7	-23,0	74,6	3,7	-0,3	-3,8	-0,4	74,3			
July	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	0,5	6,8	11,1	92,5			
Aug.	8,4	81,0	89,4	-17,2	4,7	-12,5	76,8	-3,1	0,8	1,2	-1,1	75,8			
Sep.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-6,0	98,4	4,8	-17,3	0,6	-11,9	86,5			
Oct. ^(p)	8,3	46,5	54,7	26,8	2,4	29,1	83,9	12,3	20,9	3,4	36,6	120,4			
Growth rates															
2018	4,6	7,0	6,7	-6,2	2,0	-0,8	4,4	-1,1	2,5	-	1,1	4,2			
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9			
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2			
2020 Q4	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2			
2021 Q1	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1			
Q2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4			
Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5			
2021 May	9,2	12,1	11,7	-11,5	4,1	-0,8	8,4	9,0	13,2	-	13,3	8,6			
June	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4			
July	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,2	-	9,8	7,7			
Aug.	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,2	-	12,1	8,0			
Sep.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5			
Oct. ^(p)	8,5	11,1	10,7	-12,0	2,9	-1,6	7,5	27,9	3,9	202,5	11,1	7,7			

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2018	2.335,4	1.902,7	277,2	148,1	7,3	6.646,9	4.036,6	517,5	2.091,3	1,5	992,0	204,6	434,7
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2020 Q4	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2021 Q1	3.060,5	2.609,4	300,2	143,5	7,5	7.813,5	5.104,5	422,0	2.286,1	0,9	1.133,3	217,0	491,1
Q2	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
Q3	3.160,4	2.736,2	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
2021 May	3.066,3	2.623,0	294,7	141,6	6,9	7.870,1	5.161,5	411,6	2.296,2	0,8	1.152,1	228,1	492,1
June	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
July	3.108,6	2.679,9	284,9	135,9	7,8	7.944,3	5.236,6	399,2	2.307,7	0,8	1.186,6	227,3	499,3
Aug.	3.128,9	2.707,2	282,4	130,7	8,7	7.988,4	5.282,3	394,6	2.310,8	0,7	1.186,9	227,1	501,9
Sep.	3.160,4	2.736,2	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
Oct. (p)	3.188,0	2.758,2	292,8	128,9	8,2	8.040,2	5.332,4	383,5	2.323,3	1,0	1.244,8	239,8	508,4
Transactions													
2018	96,7	108,7	-9,7	-1,0	-1,3	327,6	325,8	-45,0	46,1	0,6	-1,6	-3,1	18,2
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,7	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2020 Q4	40,1	59,0	-11,9	-3,3	-3,7	159,1	140,4	-9,5	28,1	-0,1	50,9	-6,0	27,5
2021 Q1	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,8	30,5	0,0	27,5	-18,2	-10,0
Q2	42,0	53,6	-9,2	-3,4	1,1	93,3	93,9	-14,9	14,4	-0,1	34,2	5,6	3,6
Q3	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
2021 May	14,0	15,3	0,3	-1,2	-0,4	32,3	35,0	-5,6	3,0	-0,1	14,9	3,6	-1,4
June	30,5	35,3	-4,8	-1,5	1,5	34,7	35,4	-4,8	4,2	-0,1	8,2	-6,0	2,5
July	16,0	23,3	-5,9	-0,8	-0,7	30,0	33,8	-7,8	4,1	0,0	21,9	4,7	4,7
Aug.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,7	-0,2	2,6
Sep.	26,1	24,8	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	23,0	-2,6	14,7
Oct. (p)	28,1	22,4	9,0	-2,0	-1,4	19,5	18,3	-5,3	6,2	0,4	35,0	12,5	-7,2
Growth rates													
2018	4,3	6,0	-3,4	-0,6	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,3	70,4	-0,2	-1,5	4,4
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2020 Q4	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021 Q1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	6,0	40,9	4,6	-5,7	4,1
Q2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
2021 May	9,0	11,7	-5,8	-3,9	48,1	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,4	11,7	-0,1	6,5
June	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
July	6,8	10,4	-14,2	-5,4	47,1	7,3	10,6	-12,6	4,3	-28,6	14,7	-4,1	4,4
Aug.	6,9	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,6	-1,8	6,1
Sep.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
Oct. (p)	7,4	10,5	-10,0	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,1	6,0

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds					
					Total	Adjusted loans ²⁾	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts																
2018	4.678,9	1.010,8	3.656,7	13.410,4	11.119,2	11.480,7	4.404,0	5.741,0	847,9	126,3	1.518,3	772,9				
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,6	849,9				
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.295,3	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3				
2020 Q4	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.295,3	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3				
2021 Q1	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.410,0	4.777,1	6.176,5	953,7	151,6	1.518,4	880,2				
Q2	6.217,4	1.004,1	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.440,5	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2				
Q3	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.774,6	6.311,0	952,2	144,7	1.532,3	896,7				
2021 May	6.148,8	1.002,3	5.144,7	14.463,2	12.067,9	12.417,4	4.747,0	6.215,4	949,0	156,4	1.510,7	884,7				
June	6.217,4	1.004,1	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.440,5	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2				
July	6.305,8	1.006,9	5.297,2	14.530,9	12.114,7	12.474,0	4.747,8	6.273,3	945,7	147,9	1.527,9	888,3				
Aug.	6.347,9	1.004,0	5.342,2	14.556,8	12.137,3	12.492,9	4.759,2	6.292,7	939,4	146,0	1.524,0	895,5				
Sep.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.774,6	6.311,0	952,2	144,7	1.532,3	896,7				
Oct. ^(p)	6.393,6	987,4	5.404,6	14.677,4	12.228,9	12.590,0	4.794,2	6.334,3	945,9	154,5	1.553,0	895,5				
Transactions																
2018	91,7	-27,8	119,5	373,3	305,8	381,1	123,7	165,9	-1,4	17,5	88,4	-20,9				
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4				
2020	1.042,0	13,5	1.028,4	737,1	538,1	559,4	288,3	209,1	23,8	16,9	170,7	28,2				
2020 Q4	165,1	-0,3	165,3	145,2	75,0	112,3	-0,6	59,7	5,7	10,1	28,4	41,8				
2021 Q1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,8	39,2	-16,4	2,7	8,3				
Q2	164,2	9,5	154,1	53,3	43,6	51,8	-18,8	75,3	-10,6	-2,4	4,8	5,0				
Q3	150,2	-5,1	155,2	131,9	117,5	120,4	39,5	65,8	19,1	-7,0	9,6	4,9				
2021 May	57,2	1,8	55,2	40,3	34,4	26,0	4,2	24,3	1,5	4,4	-1,6	7,5				
June	63,5	1,9	61,7	22,0	10,2	26,3	1,0	26,0	-9,5	-7,3	9,4	2,4				
July	62,7	2,8	59,9	44,4	42,6	42,4	14,4	25,3	4,2	-1,2	4,1	-2,3				
Aug.	51,1	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1				
Sep.	36,4	-4,8	41,2	54,9	44,2	49,0	14,9	20,7	12,5	-3,9	8,5	2,1				
Oct. ^(p)	33,9	-12,0	45,9	74,7	46,2	58,5	18,9	23,7	-6,1	9,8	32,0	-3,5				
Growth rates																
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,2	16,2	6,1	-2,6				
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5				
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4				
2020 Q4	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4				
2021 Q1	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3				
Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6				
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3				
2021 May	15,4	-0,2	19,3	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,7	5,2	9,6				
June	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6				
July	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,2	-4,9	4,5	6,9				
Aug.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,2	-6,0	2,7	7,1				
Sep.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3				
Oct. ^(p)	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,7	-5,7	4,4	7,7				

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Other loans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2018	4.404,0	4.488,4	990,5	842,3	2.571,1	5.741,0	6.023,6	682,6	4.355,4	703,0
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.721,5	4.839,5	898,1	1.011,3	2.812,1	6.118,8	6.386,6	700,2	4.723,8	694,8
2020 Q4	4.721,5	4.839,5	898,1	1.011,3	2.812,1	6.118,8	6.386,6	700,2	4.723,8	694,8
2021 Q1	4.777,1	4.897,7	894,4	1.017,8	2.864,9	6.176,5	6.439,5	696,3	4.786,6	693,7
Q2	4.746,7	4.866,6	833,0	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,5	693,7	4.851,8	694,3
Q3	4.774,6	4.889,7	835,1	972,1	2.967,5	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
2021 May	4.747,0	4.861,8	872,6	973,7	2.900,7	6.215,4	6.475,0	692,1	4.830,8	692,5
June	4.746,7	4.866,6	833,0	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,5	693,7	4.851,8	694,3
July	4.747,8	4.860,7	828,2	968,1	2.951,4	6.273,3	6.531,3	695,6	4.874,6	703,1
Aug.	4.759,2	4.873,8	828,1	969,4	2.961,7	6.292,7	6.552,2	695,4	4.894,9	702,4
Sep.	4.774,6	4.889,7	835,1	972,1	2.967,5	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
Oct. ^(p)	4.794,2	4.912,3	859,1	971,0	2.964,1	6.334,3	6.590,2	698,8	4.935,0	700,5
Transactions										
2018	123,7	175,9	17,3	31,3	75,1	165,9	187,6	41,1	134,1	-9,4
2019	115,0	142,5	-13,1	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,3	324,8	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,9	-11,8	210,6	10,4
2020 Q4	-0,6	20,3	-21,6	-1,8	22,8	59,7	64,9	-1,0	59,5	1,2
2021 Q1	55,9	58,1	-3,8	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
Q2	-18,8	-22,4	-57,6	-43,2	82,0	75,3	70,6	2,4	72,1	0,9
Q3	39,5	43,9	4,0	1,8	33,7	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
2021 May	4,2	-5,2	-0,4	-22,5	27,0	24,3	23,4	1,1	22,9	0,3
June	1,0	9,6	-39,9	-1,5	42,3	26,0	24,5	2,1	23,6	0,3
July	14,4	10,3	-3,0	-1,2	18,6	25,3	25,0	1,7	23,8	-0,2
Aug.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,3	-0,7
Sep.	14,9	19,4	7,0	2,3	5,6	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
Oct. ^(p)	18,9	25,2	24,1	-1,6	-3,6	23,7	23,5	2,7	20,2	0,9
Growth rates										
2018	2,9	4,1	1,8	3,8	3,0	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 Q4	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 Q1	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
Q3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
2021 May	1,5	1,9	-7,8	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
June	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
July	1,3	1,7	-11,4	-3,1	7,2	4,5	4,1	0,4	5,7	0,4
Aug.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,2	0,1	5,8	0,2
Sep.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Oct. ^(p)	1,9	2,5	-5,0	-3,6	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,1

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 Money and credit

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

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

Central government holdings ²⁾	MFI liabilities					Net external assets	MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						Other			
	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2018	389,1	6.813,8	1.938,6	56,1	2.097,7	2.721,4	1.046,1	432,7	187,0	194,9
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2020 Q4	744,6	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2021 Q1	704,0	6.891,1	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,0	1.409,5	400,7	127,2	130,2
Q2	680,1	6.847,0	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,2	359,8	123,7	134,5
Q3	690,9	6.856,9	1.850,7	38,7	1.976,4	2.991,1	1.375,2	410,5	139,0	146,0
2021 May	698,1	6.839,0	1.869,6	40,7	1.947,2	2.981,6	1.463,6	326,4	133,4	130,8
June	680,1	6.847,0	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,2	359,8	123,7	134,5
July	686,8	6.889,7	1.860,9	39,4	1.962,6	3.026,7	1.436,9	344,9	133,4	133,2
Aug.	708,7	6.873,4	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,5	1.445,8	351,6	125,3	128,4
Sep.	690,9	6.856,9	1.850,7	38,7	1.976,4	2.991,1	1.375,2	410,5	139,0	146,0
Oct. (p)	739,6	6.866,9	1.835,3	38,1	2.005,7	2.987,7	1.396,4	470,7	139,2	146,9
Transactions										
2018	44,9	49,0	-38,0	-4,9	15,1	76,8	91,8	34,0	16,2	23,6
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,9	-14,9	-8,0	-101,2	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2020 Q4	-48,7	-3,0	-6,9	-0,8	-43,1	47,9	-85,4	59,5	-9,8	-8,1
2021 Q1	-40,5	-27,4	-20,9	-0,9	-29,6	24,0	10,9	-120,7	-2,9	-8,9
Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-17,1	-30,0	-3,6	4,3
Q3	10,8	0,5	-18,5	-1,5	8,8	11,8	-44,9	29,0	15,3	11,5
2021 May	-21,8	-24,2	-1,0	-0,3	-17,6	-5,3	-10,9	-52,4	0,6	-0,5
June	-18,0	21,0	-2,3	-0,5	-2,9	26,7	-40,6	32,4	-9,7	3,7
July	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	3,5	-12,0	9,7	-1,3
Aug.	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,9	-0,3	-8,0	-4,8
Sep.	-17,9	10,5	-1,0	-0,4	4,6	7,3	-53,3	41,2	13,7	17,6
Oct. (p)	48,7	11,3	-15,1	-0,5	26,4	0,5	8,4	63,4	0,2	0,9
Growth rates										
2018	12,9	0,7	-1,9	-8,0	0,7	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 Q4	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 Q1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
2021 May	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,2	-	-	-32,1	-38,1
June	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
July	-9,5	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
Aug.	-12,0	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Sep.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Oct. (p)	-11,3	-0,4	-4,3	-10,5	-1,9	3,4	-	-	-6,4	-4,8

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 Q3	-5,2	.	.	.	.	-3,7
Q4	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 Q1	-8,4	.	.	.	.	-6,8
Q2	-7,0	.	.	.	.	-5,6

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue					Expenditure							Capital expenditure		
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			9	10	11	12					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8		
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7		
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7		
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6		
2020 Q3	46,6	46,1	13,0	12,8	15,5	0,4	51,8	47,6	10,5	5,8	1,6	24,8	4,2		
Q4	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6		
2021 Q1	46,5	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6		
Q2	46,3	45,8	12,8	12,8	15,5	0,5	53,3	48,7	10,5	5,9	1,5	25,0	4,6		

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
							5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 Q3	96,6	3,1	13,9	79,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,3	3,1	13,9	81,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

	Change in debt-to- GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest- growth differential	Memo item: Borrowing requirement		
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other				
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0		
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8		
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9		
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6		
2020 Q3	11,3	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,6	8,5		
Q4	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6		
2021 Q1	14,3	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,3	5,5	10,3		
Q2	3,9	5,6	-1,3	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,9	-0,3	5,8		

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

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

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

6.5 Government debt securities¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions			
			Maturities of up to 3 months		Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption	
							6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5									
2018	12,5	11,0	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2020 Q3	15,8	14,4	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8	
Q4	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021 Q1	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
Q2	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
2021 May	15,7	14,3	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6	
June	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
July	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5	
Aug.	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5	
Sep.	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
Oct.	14,6	13,3	4,0	1,4	0,3	8,0	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 Q3	-7,1	-2,8	-4,0	-3,4	-5,5	-8,2	-7,2	-7,4	-4,2	
Q4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 Q1	-8,8	-5,8	-5,6	-5,6	-12,6	-11,6	-10,5	-10,2	-7,4	
Q2	-6,4	-5,2	-4,3	-4,4	-11,2	-8,7	-9,2	-8,9	-6,2	
Government debt										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 Q3	112,0	69,1	19,1	61,2	199,8	114,1	115,4	154,2	116,0	
Q4	112,8	68,7	19,0	58,4	205,7	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,0	125,3	117,9	159,6	121,4	
Q2	113,7	69,7	19,6	59,1	207,2	122,8	114,6	156,3	112,0	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Finland	
	10	11	12	13	14	15	16	17	19	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 Q3	-3,5	-4,1	-2,6	-7,0	-2,5	-4,5	-4,2	-4,9	-4,0	-4,1
Q4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2021 Q1	-6,6	-7,2	-2,5	-10,0	-5,8	-10,6	-7,0	-8,2	-6,4	-6,0
Q2	-7,0	-5,4	-0,6	-8,6	-4,2	-8,5	-5,8	-6,4	-6,2	-4,4
Government debt										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 Q3	44,4	45,4	26,2	51,5	55,1	78,5	131,6	77,8	60,2	67,2
Q4	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	60,1	69,5
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,5	54,9	87,0	139,1	84,9	60,1	70,4
Q2	43,3	44,6	26,2	59,5	54,2	86,2	135,4	80,0	61,4	69,4

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2021

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 15. december 2021.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-21-008-SL-N (pdf)