



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 4/2022



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	9
2 Gospodarska aktivnost	15
3 Cene in stroški	22
4 Gibanja na finančnih trgih	29
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	35
6 Javnofinančna gibanja	43
Okvirji	47
1 Vpliv vojne v Ukrajini na energetske trge v euroobmočju	47
2 Kako ruska invazija na Ukrajino prek negotovosti vpliva na gospodarsko aktivnost v euroobmočju	54
3 Vpliv pritoka ukrajinskih beguncev na delovno silo v euroobmočju	58
4 Vpliv podnebnih sprememb na aktivnost in cene – rezultati ankete med vodilnimi podjetji	63
5 Ali zasebni sektor predvideva epizodo stagflacije?	69
6 Skokovit porast inflacije v skupini hrane v euroobmočju in vpliv rusko-ukrajinske vojne	74
7 Novi kazalnik domače inflacije v euroobmočju	82
8 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 9. februarja do 19. aprila 2022	89
Članki	95
1 Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices	95
2 Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area	117
3 The euro short-term rate (€STR): completing the transition to the new euro benchmark	139
Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Visoka inflacija je velik izziv za vse. Svet ECB bo zagotovil, da se inflacija v srednjeročnem obdobju vrne na 2-odstotno ciljno raven.

Maja se je inflacija zopet precej zvišala, k čemur je največ prispevalo hitro naraščanje cen energentov in hrane, med drugim tudi zaradi posledic vojne v Ukrajini. Inflacijski pritiski so se razširili in okrepili, saj cene številnih izdelkov in storitev močno rastejo. Strokovnjaki Eurosistema so osnovne projekcije inflacije precej popravili navzgor. Te projekcije kažejo, da bo inflacija še nekaj časa ostala na nezaželeno visoki ravni. Vseeno se pričakuje, da bodo umirjanje energetske stroškov, popuščanje motenj, povezanih s pandemijo, in normalizacija denarne politike prispevali k znižanju inflacije. Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna inflacija znašala 6,8% v letu 2022, nato pa naj bi se znižala na 3,5% v letu 2023 in 2,1% v letu 2024, kar je višje, kot je bilo predvideno v marčnih projekcijah. To pomeni, da bo skupna inflacija ob koncu obdobja projekcij predvidoma rahlo nad inflacijskim ciljem ECB. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 3,3% v letu 2022, 2,8% v letu 2023 in 2,3% v letu 2024, kar je ravno tako več kot v marčnih projekcijah.

Ruska neupravičena agresija proti Ukrajini še naprej obremenjuje gospodarstvo v Evropi in drugje po svetu. Povzroča motnje v trgovinski menjavi, vodi do pomanjkanja materiala ter prispeva k visokim cenam energentov in primarnih surovin. Ti dejavniki bodo še naprej negativno vplivali na zaupanje in zavirali gospodarsko rast, zlasti v bližnji prihodnosti. Vseeno razmere omogočajo, da bo gospodarstvo še naprej raslo, in sicer zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva, močnega trga dela, javnofinančne podpore in prihrankov, ki so se akumulirali med pandemijo. Ko se bodo sedanji zaviralni dejavniki umirili, se bo gospodarska aktivnost po pričakovanjih zopet okrepila. Takšne obete večinoma kažejo tudi makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih se bo BDP medletno realno povečal za 2,8% v letu 2022, za 2,1% v letu 2023 ter za 2,1% v letu 2024. V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili obeti za leti 2022 in 2023 precej popravljene navzdol, medtem ko so bili za leto 2024 popravljene navzgor.

Na podlagi najnovejše ocene je Svet ECB sklenil, da sprejme nadaljnje korake pri normalizaciji denarne politike. Med tem procesom si bo Svet ECB pri izvajanju denarne politike puščal odprte vse možnosti, upošteval podatke ter ukrepal postopno in fleksibilno.

Prvič, Svet ECB je sklenil, da bo 1. julija 2022 prenehal izvajati neto nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP). Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne

mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo razmere obsežne likvidnosti in ustrezna naravnost denarne politike.

Drugič, Svet ECB je natančno proučil, kateri pogoji morajo biti v skladu s prihodnjo usmeritvijo denarne politike izpolnjeni, preden začne dvigovati ključne obrestne mere ECB. Na podlagi rezultatov te ocene je Svet ECB sklenil, da so ti pogoji izpolnjeni. Posledično in v skladu z zaporedjem ukrepov denarne politike namerava Svet ECB ključne obrestne mere ECB na julijski seji o denarni politiki zvišati za 25 bazičnih točk. Gledano dlje v prihodnost pričakuje, da bo ključne obrestne mere ECB zopet zvišal septembra. Kalibracija zviševanja obrestnih mer bo odvisna od najnovejših srednjeročnih inflacijskih obetov. Če bodo srednjeročni inflacijski obeti ostali nespremenjeni ali se poslabšali, bo na septembrski seji ustrezno večje zvišanje.

Tretjič, v obdobju po septembru na podlagi sedanje ocene Svet ECB pričakuje, da bo postopno vendar vztrajno nadaljnje zviševanje obrestnih mer ustrezno. V skladu z zavezanostjo 2-odstotnemu srednjeročnemu cilju bo hitrost, s katero bo Svet ECB prilagajal denarno politiko, odvisna od novih podatkov in ocen o tem, kako se bo inflacija gibala v srednjeročnem obdobju.

V okviru mandata Sveta ECB bo v stresnih razmerah fleksibilnost ostala element denarne politike, kadarkoli ovire za transmisijo denarne politike ogrožajo doseganje cenovne stabilnosti.

Gospodarska aktivnost

Dva glavna zaviralna dejavnika za svetovno gospodarsko rast v bližnji prihodnosti sta gospodarski izpad zaradi vojne v Ukrajini in novo zaprtje javnega življenja na Kitajskem. Anketni kazalniki potrjujejo, da se svetovna gospodarska aktivnost umirja. Po kratkotrajnem obdobju popuščanja na začetku tega leta motena gospodarska aktivnost v Aziji in vojna v Ukrajini ustvarjata pritiske na svetovne dobavne verige. Motnje v dobavnih verigah in na trgih primarnih surovin spodbujajo inflacijo ob vse več znakih, da se inflacijski pritiski krepijo in širijo. Vse večji inflacijski pritiski so razvidni tudi iz naraščanja izvoznih cen konkurentov euroobmočja. Cene primarnih surovin ostajajo volatilne in so izpostavljene tveganju zmanjšanja ponudbe, medtem ko so se pogoji financiranja zaostri. Svetovni pogoji financiranja so se zaostri zaradi normalizacije denarne politike, zniževanja cen tveganega finančnega premoženja in naraščanja donosnosti. V skladu s tem junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema nakazujejo, da bo svetovna realna rast BDP – brez euroobmočja – v letu 2022 znašala 3,0%, v letu 2023 3,4% in v letu 2024 3,6%, kar je manj, kot je bilo predvideno v marčnih projekcijah. Dva glavna zaviralna dejavnika bosta v bližnji prihodnosti predvidoma močno zavirala trgovinsko menjavo, zatem pa naj bi njun vpliv postopno popustil. Predvidena rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja je bolj umirjena in je bila v primerjavi s svetovnim uvozom precej bolj popravljena navzdol, ker so gospodarski šoki zaradi vojne bolj prizadeli evropske države zunaj euroobmočja s tesnejšimi gospodarskimi povezavami z Rusijo in Ukrajino. V okolju povišane negotovosti se razmerje tveganj,

ki spremljajo osnovne projekcije, odločno nagiba k upočasnitvi rasti in zviševanju inflacije.

Rusko-ukrajinska vojna močno vpliva na gospodarstvo v euroobmočju, obete pa še vedno spremlja velika negotovost. Vseeno razmere omogočajo, da bo gospodarstvo še naprej raslo in nadalje okrevalo v srednjeročnem obdobju. Svet ECB pričakuje, da bodo v bližnji prihodnosti gospodarsko aktivnost zavirali visoki energetske stroški, poslabševanje pogojev menjave, večja negotovost in negativen vpliv visoke inflacije na razpoložljivi dohodek. Zaradi vojne v Ukrajini in novih pandemičnih omejitev na Kitajskem so se ozka grla v dobavnih verigah zopet zaostila. Podjetja se zato soočajo z višjimi stroški in motnjami v dobavnih verigah, medtem ko so se obeti glede proizvodnje v prihodnosti poslabšali.

Kljub boljšim rezultatom od pričakovanih v letu 2021 so se obeti glede proračunskega salda v euroobmočju od dokončanja marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB precej poslabšali. Bolj neugodni obeti so povezani s poslabševanjem gospodarskega cikla, pričakovanim povečanjem plačil obresti in dodatno diskrecijsko državno porabo. Ukrepi javnofinančne podpore so usmerjeni predvsem k blaženju vse višjih življenjskih stroškov za potrošnike, vendar tudi k financiranju obrambnih zmogljivosti in podpiranju beguncev zaradi vojne v Ukrajini. Vseeno se bo po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosystema proračunski primanjkljaj v euroobmočju predvidoma še naprej zniževal – s 5,1% BDP v letu 2021 na 3,8% v letu 2022 in nadalje na 2,4% do konca obdobja projekcij. Po velikem rahljanju med koronavirusno krizo v letu 2020 se je naravnost javnofinančne politike v letu 2021 zaostila, postopno zaostrovanje pa se bo predvidoma nadaljevalo tudi v letih 2022 in 2023. Predvideno rahlo zaostrovanje v letu 2022 je predvsem posledica umikanja precejšnjega dela izredne pomoči ob pandemiji, kar bodo le deloma nadomestili dodatni spodbujevalni ukrepi v odziv na energetske cenovni šok ter drugi odhodki, povezani z rusko-ukrajinsko vojno. Zaostrovanje javnofinančne politike bo predvidoma nekoliko večje v letu 2023, ko se bodo številni nedavno sprejeti podporni ukrepi, s katerimi se kompenzira vpliv visokih cen energentov, postopoma iztekli. Leta 2024 se pričakuje bolj nevtralna naravnost javnofinančne politike, čeprav bo v primerjavi z obdobjem pred pandemijo precejšnja javnofinančna podpora gospodarstvu predvidoma ostala.

Ob povečani negotovosti in navzdol usmerjenih tveganjih za gospodarske obete zaradi vojne v Ukrajini, naraščanja cen energentov in nadaljnjih motenj v dobavnih verigah je Evropska komisija 23. maja 2022 priporočila, da se splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast podaljša do konca leta 2023. To bo javnofinančnim politikam omogočalo, da se po potrebi prilagajajo novim okoliščinam. Obenem javnofinančna neravnovesja še vedno presegajo ravni izpred pandemije, inflacija pa je izjemno visoka, zato mora biti javnofinančna politika čedalje bolj selektivna in ciljno usmerjena, da ne bi krepila srednjeročnih inflacijskih pritiskov, hkrati pa mora zagotavljati javnofinančno vzdržnost v srednjeročnem obdobju.

Javnofinančna politika pomaga blažiti posledice vojne. Ciljno usmerjeni in začasni proračunski ukrepi lahko ščitijo ljudi, ki nosijo največje breme višjih cen energentov, pri čemer obenem omejujejo tveganje dodatnih inflacijskih pritiskov. K vzdržno hitrejši rasti gospodarstva v euroobmočju in večji odpornosti proti globalnim šokom bi

prispevalo tudi hitro izvajanje načrtovanih investicij in strukturnih reform v okviru programa »EU naslednje generacije«, svežnja »Pripravljeni na 55« in načrta »REPowerEU«.

Nekateri dejavniki podpirajo gospodarsko aktivnost, ti pa naj bi se v prihodnjih mesecih okrepili. Ponovno odpiranje sektorjev, ki jih je pandemija najbolj prizadela, ter močan trg dela, ki več ljudem daje zaposlitev, bosta še naprej podpirala dohodek in potrošnjo. Poleg tega prihranki, akumulirani med pandemijo, predstavljajo rezervo. Osnovne projekcije v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema temeljijo na predpostavkah, da bodo sedanje sankcije proti Rusiji ostale v veljavi v celotnem obdobju projekcij (vključno z embargom EU na nafto), da se bo intenzivna faza vojne nadaljevala do konca letošnjega leta brez nadaljnega zaostrovanja, da zaradi motenj v oskrbi z energenti v državah euroobmočja ne bo prišlo do racioniranja in da bodo ozka grla v dobavnih verigah postopno odpravljena do konca leta 2023. Vse to nakazuje precej slabše (čeprav še vedno pozitivne) obete za rast v bližnji prihodnosti, pri čemer bodo zaviralni dejavniki po letu 2022 oslabei, rast pa bo srednjeročno nekoliko višja od dolgoročne povprečne stopnje, kar odraža postopno okrevanje po gospodarskem izpadu zaradi pandemije in popuščanje negativnih posledic vojne ob na splošno ugodnih gibanjih na trgih dela. Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo realni BDP euroobmočja po pričakovanjih v letu 2022 v povprečju povečal za 2,8% (od tega se 2,0 odstotne točke nanaša na prenos iz leta 2021), v letih 2023 in 2024 pa za 2,1%. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti za rast popravljene navzdol za 0,9 odstotne točke za leto 2022 in za 0,7 odstotne točke za leto 2023, in sicer predvsem zaradi gospodarskih posledic vojne v Ukrajini, medtem ko je bila rast za leto 2024 popravljena navzgor za 0,5 odstotne točke zaradi odboja aktivnosti ob popuščanju zaviralnih dejavnikov.

Inflacija

Inflacija se je maja dodatno zvišala na 8,1%. Čeprav so vlade posredovale in prispevale k upočasnitvi inflacije v skupini energentov, so cene energentov za 39,2% višje kot pred enim letom. Sodeč po tržnih kazalnikih bodo globalne cene energentov v bližnji prihodnosti še naprej visoke, zatem pa naj bi se nekoliko umirile. Cene hrane so se maja zvišale za 7,5%, kar je deloma rezultat pomena, ki ga imata Ukrajina in Rusija med glavnimi globalnimi proizvajalci kmetijskih proizvodov. Cene so se močneje zvišale tudi zaradi zaostritve ozkih grl v dobavnih verigah in okrevanja domačega povpraševanja, zlasti v storitvenem sektorju, ko se gospodarstvo v euroobmočju ponovno odpira. Podražitve so čedalje bolj razširjene v vseh sektorjih, zato se merila osnovne inflacije nadalje zvišujejo. Razmere na trgu dela se še naprej izboljšujejo, saj je aprila brezposelnost ostala na zgodovinsko nizki ravni (6,8%). Prosta delovna mesta v številnih sektorjih kažejo na okrepljeno povpraševanje po delovni sili. Rast plač, vključno s kazalniki prihodnjih gibanj, se je začela krepiti. Sčasoma bodo krepitev gospodarstva in določeni učinki dohitevanja spodbudili hitrejšo rast plač. Čeprav večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj, izpeljanih iz finančnih trgov in anket strokovnjakov, znaša okrog 2%, bo treba pozorno spremljati zgodnje znake zviševanja teh meril nad ciljno raven.

Po skokovitem porastu inflacije na začetku leta 2022 obeti nakazujejo višjo in vztrajnejšo inflacijo. Skupna inflacija bo večino leta 2022 predvidoma ostala zelo visoka in bo v povprečju znašala 6,8%, nato pa se bo od leta 2023 postopno zniževala in se v drugi polovici leta 2024 približala inflacijskemu cilju ECB. Cenovni pritiski bodo v bližnji prihodnosti ostali izjemno veliki zaradi povišanih cen nafte in plina ter zvišanja cen prehranskih surovin, na katere močno vpliva vojna v Ukrajini, pa tudi zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva in pomanjkanja na strani svetovne ponudbe. Pričakovano znižanje inflacije na 3,5% v letu 2023 in 2,1% v letu 2024 odraža predvsem predpostavko, da se bodo cene energentov in prehranskih surovin umirile v odsotnosti dodatnih šokov, kot izhaja iz terminskih cen. Poleg tega bo k umirjanju inflacije ob upoštevanju običajnega časovnega odloga v transmisiji prispevala tudi sedanja normalizacija denarne politike, kolikor se odraža v predpostavkah o višjih obrestnih merah (v skladu s tržnimi pričakovanji). Inflacija brez energentov in hrane bo ostala zelo povišana do konca leta 2022, zatem pa bo po pričakovanih upadla, ker bodo popustili pritiski na zvišanje, ki izhajajo iz ponovnega odpiranja gospodarstva, ter se bodo sprostila ozka grla v dobavnih verigah in se bodo zmanjšali pritiski s strani vhodnih energetskih stroškov. Sedanje gospodarsko okrevanje, vse večje pomanjkanje ustrezne delovne sile in vpliv nadomestila za višjo inflacijo na plače – ki se bodo predvidoma zviševale precej hitreje od dolgoročnega povprečja – nakazujejo povišano osnovno inflacijo do konca obdobja projekcij, čeprav se v osnovni projekciji predpostavlja, da bodo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala trdno zasidrana. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila inflacija znatno popravljena navzgor. To je odraz nedavnih presenetljivih podatkov, višjih cen energentov in prehranskih surovin, vztrajnejših pritiskov na zvišanje inflacije, ki izhajajo iz motenj v dobavnih verigah, močnejše rasti plač in deprecijacije tečaja eura. Ti dejavniki so več kot odtehtali zaviralni učinek zvišanja predpostavk o obrestnih merah in slabše obete za rast.

Ocena tveganj

Po oceni Sveta ECB so se tveganja, povezana s pandemijo, zmanjšala, vendar vojna v Ukrajini še vedno predstavlja precejšnje tveganje navzdol usmerjenih pritiskov na rast. Nadaljnje motnje v dobavi energentov euroobmočju bi tako predstavljale glavno tveganje, kot kaže negativni scenarij v projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Če bi se vojna zaostрила, bi se lahko poslabšala tudi gospodarska klima, omejitve na strani ponudbe bi se povečale, energetski in prehranski stroški pa bi ostali vztrajno višji od pričakovanih. Tveganja, ki spremljajo inflacijo, so večinoma usmerjena navzgor. Med tveganji za srednjeročne inflacijske obete so trajno poslabšanje proizvodnih zmogljivosti gospodarstva v euroobmočju, vztrajno visoke cene energentov in hrane, dvig inflacijskih pričakovanj nad ciljno raven ECB ter višja rast plač od pričakovane. Po drugi strani pa bi se pritiski na cene zmanjšali, če bi povpraševanje v srednjeročnem obdobju upadlo.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se zvišale v odziv na spreminjanje obetov glede inflacije in denarne politike. Ob zviševanju referenčnih obrestnih mer so se stroški financiranja za banke povečali, kar se je odrazilo v višjih posojilnih obrestnih merah bank, zlasti za gospodinjstva. Vseeno se je posojanje podjetjem marca povečalo, in sicer zaradi nadaljnjih potreb po financiranju naložb in obratnega kapitala v okolju vse višjih proizvodnih stroškov, vztrajnih ozkih grl v dobavnih verigah in manjše uporabe tržnega financiranja. Posojanje gospodinjstvom se je ravno tako povečalo, in sicer zaradi še naprej okrepljenega povpraševanja po hipotekarnih posojilih.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB izvedel polletno poglobljeno oceno medsebojnega razmerja med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Kar zadeva finančno stabilnost, so se razmere od zadnje ocene iz decembra 2021 poslabšale, zlasti v srednjeročnem obdobju. Tako bi lahko nižja rast, vse višji stroškovni pritiski ter naraščanje netveganih obrestnih mer in donosnosti državnih obveznic privedli do nadaljnega poslabšanja pogojev financiranja za posojilojemalce. Obenem bi lahko bolj zaostreni pogoji financiranja zmanjšali nekatere obstoječe ranljivosti na področju finančne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Banke, ki so leto začele s trdno kapitalsko pozicijo in vse boljšo kakovostjo aktive, se sedaj soočajo z večjim kreditnim tveganjem. Svet ECB bo te dejavnike natančno spremljal. V vsakem primeru ostaja makrobonitetna politika prva obrambna linija pri ohranjanju finančne stabilnosti in pri odpravljanju srednjeročnih ranljivosti.

Sklepi o denarni politiki

Na podlagi najnovejše ocene je Svet ECB sklenil, da bo 1. julija 2022 prenehal izvajati neto nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo razmere obsežne likvidnosti in ustrezna naravnost denarne politike.

Kar zadeva izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.

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 v 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.

Svet ECB je natančno proučil, kateri pogoji morajo biti v skladu s prihodnjo usmeritvijo denarne politike izpolnjeni, preden začne dvigovati ključne obrestne mere ECB. Na podlagi rezultatov te ocene je Svet ECB sklenil, da so ti pogoji izpolnjeni.

Posledično in v skladu z zaporedjem ukrepov denarne politike namerava Svet ECB ključne obrestne mere ECB na julijski seji o denarni politiki zvišati za 25 bazičnih točk. Medtem je Svet ECB sklenil, da pusti obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja ter obrestni meri za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma -0,50%.

Gledano dlje v prihodnost Svet ECB pričakuje, da bo ključne obrestne mere ECB zopet zvišal septembra. Kalibracija zviševanja obrestnih mer bo odvisna od najnovejših srednjeročnih inflacijskih obetov. Če bodo srednjeročni inflacijski obeti ostali nespremenjeni ali se poslabšali, bo na septembrski seji ustrezno večje zvišanje.

V obdobju po septembru na podlagi sedanje ocene Svet ECB pričakuje, da bo postopno vendar vztrajno nadaljnje zviševanje obrestnih mer ustrezno. V skladu z zavezanostjo Sveta ECB 2-odstotnemu srednjeročnemu cilju bo hitrost, s katero bo Svet ECB prilagajal denarno politiko, odvisna od novih podatkov in ocen o tem, kako se bo inflacija gibala v srednjeročnem obdobju.

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. Svet ECB bo tudi redno ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije prispevajo k naravnosti denarne politike. Kot je že bilo napovedano, se bodo posebni pogoji, ki veljajo v operacijah CUODR III, iztekli 23. junija 2022.

Svet ECB je pripravljen prilagoditi vse instrumente ob ustrezni fleksibilnosti, če bo upravičena, da zagotovi stabilizacijo inflacije na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. Pandemija je pokazala, da je v stresnih razmerah fleksibilnost pri načrtovanju in izvajanju nakupov vrednostnih papirjev pripomogla k odzivanju na oslabiljeno transmisijo denarne politike in povečala učinkovitost prizadevanj Sveta ECB, da doseže svoj cilj. V okviru mandata ECB bo v stresnih razmerah fleksibilnost še naprej element denarne politike, kadarkoli grožnje transmisiji denarne politike spodkopavajo doseganje cenovne stabilnosti.

Po ad hoc seji 15. junija je Svet ECB sporočil, da bo fleksibilno investiral unovčenja zapadlih vrednostnih papirjev iz portfelja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji s ciljem, da ohrani delovanje transmissijskega mehanizma denarne politike, kar je predpogoj za to, da ECB lahko izpolni mandat ohranjanja cenovne stabilnosti. Poleg tega je Svet ECB sklenil, da zadolži relevantne odbore Eurosistema in službe ECB, da pospešijo dokončanje novega instrumenta za preprečevanje fragmentacije, ki bo predložen v obravnavo Svetu ECB.

1 Zunanje okolje

Svetovno gospodarsko rast bosta v bližnji prihodnosti zavirala gospodarski izpad zaradi vojne v Ukrajini in nova zaprtja javnega življenja na Kitajskem. Skladno s tem je v junjskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema predvideno, da bo svetovna realna rast BDP – brez euroobmočja – v letu 2022 znašala 3,0%, v letu 2023 3,4% in v letu 2024 3,6%, kar je manj kot v marčnih projekcijah. Posledice ruske invazije in protipandemičnih ukrepov na Kitajskem bodo v bližnji prihodnosti močno zavirale trgovinsko menjavo, zatem pa bo njihov vpliv predvidoma postopno popustil. Napovedana rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju je šibkejša in je bila močneje popravljena navzdol kot napoved svetovnega uvoza, kar odraža slabše obete za Rusijo in za evropske države zunaj euroobmočja, ki imajo tesnejše gospodarske vezi z Rusijo in Ukrajino. V okolju povečane negotovosti se razmerje tveganj, ki spremljajo osnovne projekcije, odločno nagiba k upočasnitvi rasti in zviševanju inflacije.

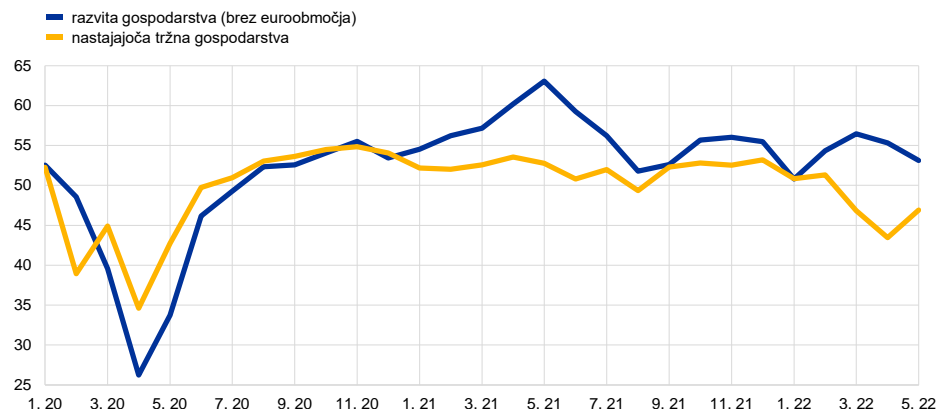
Glavna zaviralna dejavnika za svetovno gospodarsko rast v bližnji prihodnosti sta gospodarski izpad zaradi vojne in nova zaprtja javnega življenja na Kitajskem. Preko cen primarnih surovin, dobavnih verig in negotovosti se posledice vojne v Ukrajini čutijo daleč onkraj držav, ki imajo tesne trgovinske in finančne vezi z Rusijo in Ukrajino. Vojna zavira rast, hkrati pa še dodatno stopnjuje že sicer okrepljene inflacijske pritiske, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kjer izdatki za energijo in hrano predstavljajo posebej velik delež zasebne potrošnje. Poleg tega ponoven izbruh pandemije koronavirusa v Aziji in s tem povezano zaostrovanje zaježitvenih ukrepov, zlasti v gospodarsko pomembnih kitajskih provincah, po kratkem obdobju popuščanja v začetku leta povečujeta pritisk na svetovne dobavne verige. Posledice ruske invazije in protipandemičnih ukrepov na Kitajskem delujejo v okolju močnih inflacijskih pritiskov, zaradi katerih so centralne banke po vsem svetu prilagodile denarno politiko in tako prispevale k bolj zaostrenim pogojem financiranja.

Anketni kazalniki nakazujejo, da se svetovna gospodarska aktivnost upočasnjuje. Majske ankete med vodji nabave (PMI) kažejo, da je gospodarska aktivnost v praktično vseh razvitih gospodarstvih ostala trdna kljub nadaljevanju invazije, in da je storitveni sektor še naprej beležil hitrejšo rast kot predelovalne dejavnosti. Nasprotno je gospodarska aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih bolj umirjena, kar je predvsem posledica gibanj na Kitajskem in v Rusiji (graf 1). Kazalnik svetovne aktivnosti, ki temelji na širšem sklopu kazalnikov, potrjuje trende, ki jih kažejo ankete. Gledano v celoti se je ocenjena realna rast svetovnega BDP – brez euroobmočja – v prvem četrtletju 2022 precej upočasnila na 0,5%, kar je v skladu z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB.

Graf 1

PMI za gospodarsko aktivnost po regijah

(indeksi razpršitve)



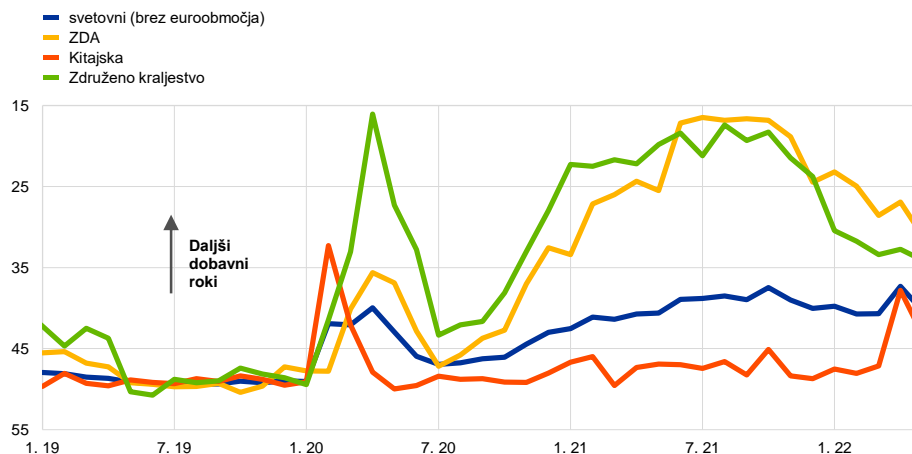
Viri: Markit in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2022.

Motena gospodarska aktivnost v Aziji in vojna v Ukrajini ustvarjata pritiske na svetovne dobavne verige, potem ko so se v začetku letu razmere za krajši čas izboljševale. Indeks PMI za dobavne roke dobaviteljev je ves marec naraščal, zlasti v ZDA in Združenem kraljestvu (čeprav je še vedno kazal na dolge dobavne roke in ostal pod nevtralnimi pragom 50 točk). Ta pozitiven trend se je prekinil aprila, ko so dobavitelji poročali o podaljšanju dobavnih rokov. Vseeno v primeru ZDA modelska analiza nakazuje, da je temu botrovalo močnejše povpraševanje in ne dejavniki na strani ponudbe. Hkrati se je zaradi precejšnjega podaljšanja dobavnih rokov na Kitajskem – predvsem zaradi dejavnikov ponudbe, povezanih z omejitvami gibanja – svetovni sestavljeni indeks vrnil na raven iz zadnjih mesecev leta 2021, ko so bila ozka grla na strani ponudbe najhujša. V zadnjem času so se dobavni roki ponovno skrajšali, ker so maja na Kitajskem zaradi izboljšanja razmer omilili stroge zajezitvene ukrepe. V ZDA in Združenem kraljestvu so se dobavni roki skrajšali, vendar so še vedno daleč od normalizacije (graf 2).

Graf 2

PMI za dobavne roke dobaviteljev

(indeksi razpršitve, obrnjena lestvica)



Viri: Markit in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2022.

Motnje v dobavnih verigah in na blagovnih trgih prispevajo k inflaciji, obenem pa je vse več znakov, da se cenovni pritiski krepijo in širijo. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je v državah OECD – brez Turčije – aprila zvišala na 7,2% in dosegla najvišjo raven v več kot treh desetletjih. Medletna inflacija brez energentov in hrane se je zvišala na 4,7%. Poleg tega sta v območju OECD tako skupna kot tudi osnovna inflacija dobili še več zagona in se približali ravnemu, ki so bile zabeležene sredi leta 2021, ko je povpraševanje okrevalo in se je gospodarstvo ponovno odpiralo (graf 3). Anketni podatki o lastnih in prodajnih cenah v predelovalnih dejavnostih potrjujejo povišane inflacijske pritiske za proizvajalce in potrošnike, postopno pa naraščajo tudi cene v storitvenih dejavnostih. Splošno zvišanje cen na globalnih blagovnih trgih v letošnjem letu bo v bližnji prihodnosti predvidoma še dodatno okrepilo že sicer močne inflacijske pritiske, predvsem v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kjer energenti in hrana predstavljajo večji delež izdatkov za potrošnjo kot v razvitih gospodarstvih. Glede na najnovejše predpostavke se pričakuje, da bo svetovna inflacija cen življenjskih potrebščin najvišjo raven dosegla okrog sredine letošnjega leta in se v preostanku obdobja projekcij postopno zniževala.

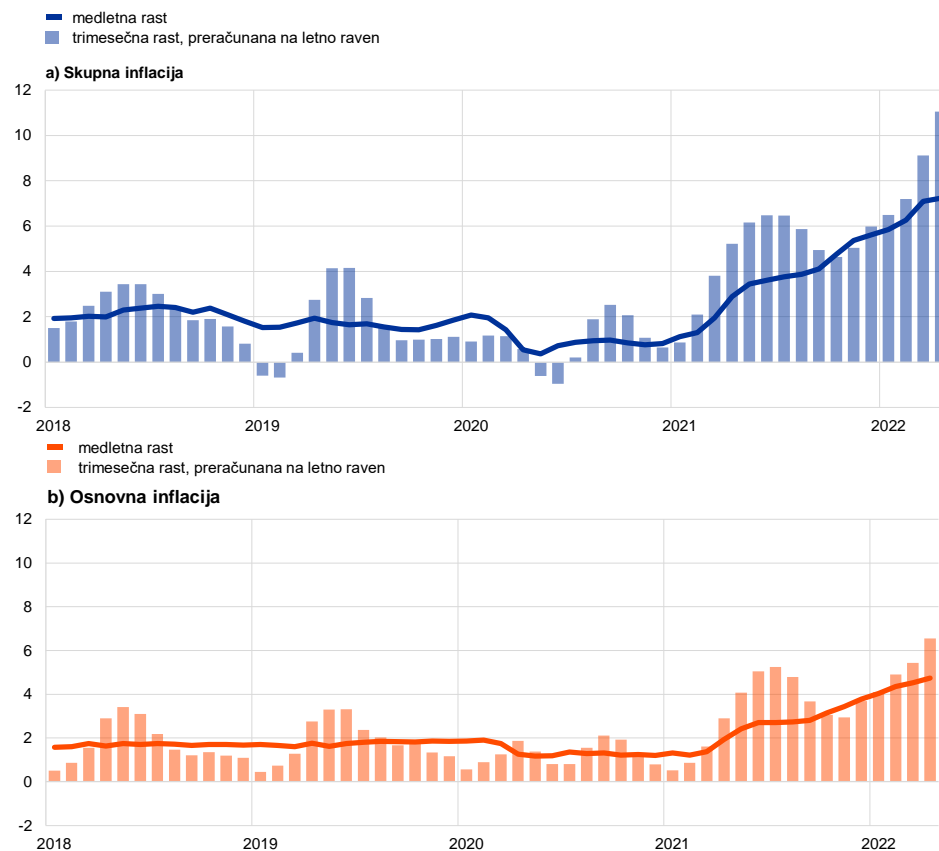
Vse večji inflacijski pritiski so razvidni tudi iz naraščanja izvoznih cen konkurentov euroobmočja.

V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bile izvozne cene konkurentov euroobmočja za letošnje in naslednje leto popravljene precej navzgor, saj so višje cene nafte in drugih surovin povezane z vse večjimi domačimi in svetovnimi pritiski na naftovode.

Graf 3

Inflacija cen življenjskih potrebščin v državah OECD

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



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: Agregati OECD so izračunani brez Turčije. V Turčiji je skupna medletna inflacija znašala 70%, osnovna inflacija pa 54,6%. Skupna medletna inflacija v državah OECD, vključno s Turčijo (v grafu ni prikazana), je znašala 9,2%, osnovna inflacija pa 6,3%. Osnovna inflacija ne vključuje energentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na april 2022.

Cene primarnih surovin ostajajo volatilne in so izpostavljene tveganju zmanjšanja ponudbe.

Čeprav se je volatilitnost na trgih primarnih surovin nekoliko zmanjšala v primerjavi s tedni neposredno po ruski invaziji na Ukrajino, še vedno obstajajo velika tveganja na strani ponudbe, ki vplivajo predvsem na energente. Svetovne cene nafte so se po seji Sveta ECB v aprilu 2022 zvišale, ker je EU uvedla naftni embargo in so se tveganja glede ponudbe nafte uresničila. Zvišanje je sledilo kratkemu obdobju zniževanja cen, v katerem se je svetovni trg nafte nekoliko umiril, ker so ZDA in druge države sprostile strateške rezerve nafte, obenem pa se je zaradi zaprtij javnega življenja na Kitajskem nekoliko zmanjšalo povpraševanje. Drugače kot cene nafte so evropske cene plina upadle, ker se je zaradi polnjenja zalog na trgih okrepilo zaupanje, ki je odtehtalo vse večjo zaskrbljenost glede ponudbe, pa tudi zaradi običajne poletne sezonalnosti v Evropi. Medtem je Rusija ustavila dobavo plina Bolgariji, Finski in Poljski, po presečnem datumu za projekcije pa tudi Danski in Nizozemski, ker niso želele izpolniti ruske zahteve, da plin plačujejo v rubljah. Na splošno je tveganje širših motenj v dobavi plina v Evropi še naprej povišano. Skupne cene hrane so ostale večinoma stabilne na povišani ravni, medtem ko so cene kovin strmo upadle zaradi manjšega povpraševanja iz Kitajske.

Svetovni pogoji financiranja so se zaostri zaradi normalizacije denarne politike, zniževanja cen tvegane premoženja in zaradi naraščanja donosnosti.

V ZDA so se pogoji financiranja zaostri močneje kot v drugih razvitih gospodarstvih. V nastajajočih tržnih gospodarstvih so se pogoji financiranja od ruske invazije na Ukrajino opazno zaostri, kar je še dodatno okrepilo pretekle trende, ki jih je poganjalo predvsem zaostrovanje domače denarne politike. Odlivi kapitala iz nastajajočih tržnih gospodarstev so se od invazije povečali, kar kaže na nadaljnja tveganja in negotovosti v prihodnjem obdobju.

V ZDA se je gospodarska aktivnost v prvem četrtletju 2022 skrčila. Realni BDP je upadel za 0,4% in čeprav je ta upad na splošno presenetil opazovalce, je hkrati pokazal, da je domače povpraševanje ostalo razmeroma močno in da so gospodarsko aktivnost zmanjševali negativni prispevki neto izvoza in sprememb zalog. Po pričakovanjih se bo rast na bližnji do srednji rok vrnila k pozitivnim, čeprav zmernim stopnjam rasti, kar odraža visoko inflacijo, precejšnje zaostrovanje denarne politike in zmanjševanje javnofinančnih spodbud. Skupna medletna inflacija cen življenjskih potrebščin se je aprila znižala na 8,3%, ker so se cene energentov umirile, osnovna inflacija pa je upadla na 6,2%. Vseeno je osnovna medmesečna inflacija poskočila na 0,6%, saj osnovni pritiski ostajajo veliki. Zaradi vztrajne rasti najemnin in prevoznih stroškov še naprej pospešeno naraščajo predvsem cene storitev.

Na Kitajskem se je realna rast BDP v prvem četrtletju 2022 nadaljevala kljub največjemu povečanju števila novih okužb s koronavirusom od začetka pandemije. Vseeno se pričakuje, da so obsežne omejitve gibanja, uvedene v okviru strategije ničelne tolerance, in spremembe v obnašanju potrošnikov, ki so jih povzročile te omejitve, v drugem četrtletju 2022 zavirale gospodarsko aktivnost. Oblasti izvajajo bolj spodbujevalno naravnane politike, da bi ublažile negativni vpliv protikoronskih ukrepov na gospodarsko rast.

Na Japonskem je gospodarsko okrevanje v začetku leta zastalo zaradi širjenja različice omikron in zaradi vztrajnih omejitev na strani ponudbe. V prihodnje se pričakuje močnejše okrevanje ob podpori nakopičenega domačega povpraševanja in podpore s strani ekonomskih politik, pa tudi zaradi krepitve svetovnega povpraševanja in postopnega zmanjševanja pritiskov na dobavne verige. Na daljši rok se bo gospodarska rast predvidoma umirila in se postopno vrnila k trendni stopnji. Medletna inflacija, merjena z indeksom CPI se bo po projekcijah v bližnji prihodnosti zvišala, k čemur bodo prispevale višje cene hrane in energentov, pa tudi popuščanje učinka, ki izhaja iz posebnih dejavnikov, kot je znižanje naročnin za mobilne telefone.

V Združenem kraljestvu je gospodarska aktivnost po omikronskem valu okrevala močneje, kot je bilo pričakovano doslej. Vseeno bodo obeti predvidoma ostali razmeroma slabi, saj vojna v Ukrajini še dodatno stopnjuje že tako povišane cenovne pritiske in ozka grla v ponudbi. Zaupanje potrošnikov je zaradi zmanjševanja realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev močno upadlo. Zategovanje trga dela se je nadaljevalo, saj se je stopnja brezposelnosti še naprej zniževala, čeprav se je program začasnega čakanja na delo iztekel že septembra 2021. Ozka grla na strani ponudbe in vse višje cene primarnih surovin bodo inflacijo

cen življenjskih potrebščin predvidoma potiskale na bistveno višje ravni, kot je bilo predvideno v marčnih projekcijah, kar bo trajalo vsaj do drugega četrtletja 2022.

Rusko gospodarstvo bo letos predvidoma padlo v globoko recesijo. To pričakovanje temelji na dejstvu, da so bile od marčnih projekcij sprejete strožje gospodarske sankcije, vključno z embargom na uvoz energetskih surovin iz Rusije, ki sta ga uvedla Združeno kraljestvo in ZDA, ter z zavezo vseh držav skupine G7, da bodo karseda hitro opustile rusko nafto ali prepovedale njen uvoz. EU je po embargu na uvoz premoga iz Rusije sklenila, da bo prepovedala tudi uvoz nafte. Čeprav ta embargo do presečnega datuma za projekcije strokovnjakov Eurosistema še ni bil sprejet, je v osnovnem scenariju junijskih projekcij predvideno, da bo do konca obdobja projekcij postopno uveden bodisi predlagani embargo ali pa modificirana različica, iz katere so nekatere države izključene. Učinek sankcij na aktivnost v Rusiji še krepijo bojkoti iz širšega zasebnega sektorja, ki povzročajo motnje v proizvodnji in logistiki, medtem ko zviševanje inflacije in zaostreni pogoji financiranja zavirajo domače povpraševanje. Pričakovani vzorec globoke recesije, ki mu bo sledilo počasno okrevanje, izhaja iz predpostavke, da bodo doslej uvedene ekonomske sankcije ostale v veljavi tudi v preostalem obdobju projekcij.

2 Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju je v prvem četrletju 2022 zabeležilo 0,6-odstotno rast, tako da je bil BDP za 0,8% večji kot pred pandemijo. K boljšim rezultatom od pričakovanih je prispevalo dvomestno četrletno zvišanje BDP na Irskem. V povprečju je bila rast preostalega gospodarstva v euroobmočju 0,3%. V drugem četrletju je bila rast po pričakovanjih zmerno pozitivna, saj so ugodni vpliv odprave pandemičnih omejitev na gospodarsko aktivnost v euroobmočju izničili neugodni dejavniki, ki jih povzročata ali krepita vojna v Ukrajini, ter novi pandemični ukrepi na Kitajskem. Kljub okrevanju potrošnje v storitvenih dejavnostih, kjer je veliko medsebojnih fizičnih stikov, so višje cene energentov in hrane zaviralno vplivale na pričakovanja potrošnikov in potrošnjo gospodinjstev. Vztrajne ali celo okrepljene motnje v dobavnih verigah, med drugim zaradi zaprtja javnega življenja na Kitajskem in vojne v Ukrajini, zavirajo aktivnost v predelovalnih dejavnostih in trgovinsko menjavo. Velika negotovost, vse višji stroški in zaostrovanje pogojev financiranja naj bi v prihodnjih četrletjih zaviralno vplivali tudi na podjetniške in stanovanjske naložbe. Kljub šibkejšim obetom za rast v bližnji prihodnosti razmere omogočajo, da bo gospodarska aktivnost v euroobmočju v drugi polovici leta ponovno pridobila zagon.

Takšno oceno na splošno kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija pripravili strokovnjaki Eurosistema, po katerih bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 2,8%, v letih 2023 in 2024 pa 2,1%. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili gospodarski obeti za leti 2022 in 2023 precej popravljeni navzdol, medtem ko so bili za leto 2024 popravljeni navzgor. Tveganja glede gospodarskih obetov so po ocenah usmerjena navzdol, predvsem zaradi možnosti hudih motenj pri oskrbi z energenti v Evropi, zaradi česar bi se cene energentov še zvišale, proizvodnja pa zmanjšala.

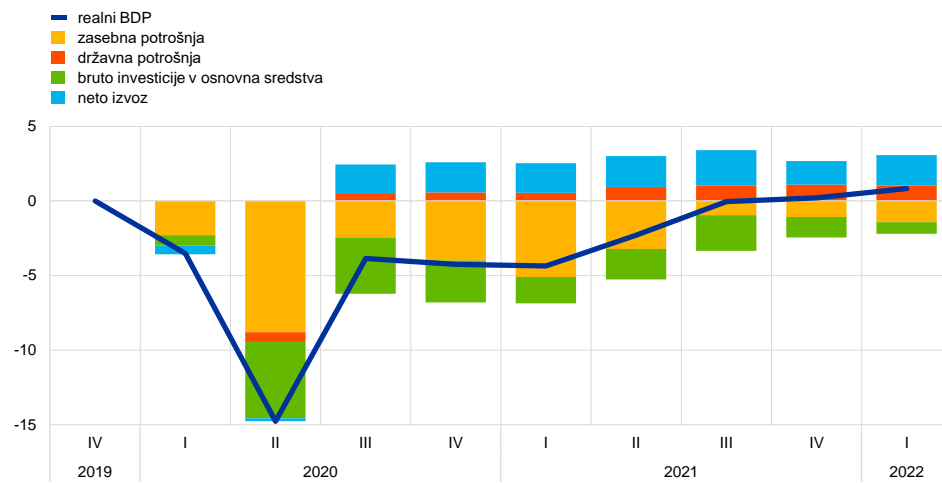
Domače povpraševanje v euroobmočju se je v prvem četrletju 2022

zmanjšalo. Medtem ko se je BDP v prvem četrletju medčetrletno povečal za 0,6%, je prispevek domačega povpraševanja znašal -0,4 odstotne točke, kar pomeni, da so domači viri rasti na splošno šibki. Nasprotno je bil prispevek neto trgovinske menjave in sprememb zalog k rasti pozitiven. Rast BDP je bila za 0,3 odstotne točke višja od Eurostatove prve ocene, kar je posledica vključitve volatilnih podatkov z Irske, po katerih je bila rast v prvem četrletju zaradi gibanj v multinacionalnem sektorju dvomestna, s čimer se je povečal prispevek irske neto trgovinske menjave k rasti. Raven BDP v euroobmočju je za 0,8% višja od ravni pred pandemijo, dosežene v zadnjem četrletju 2019 (graf 4). Na proizvodni strani se je skupna dodana vrednost na splošno povečala v vseh glavnih sektorjih gospodarstva.

Graf 4

Realni BDP v euroobmočju in komponente

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

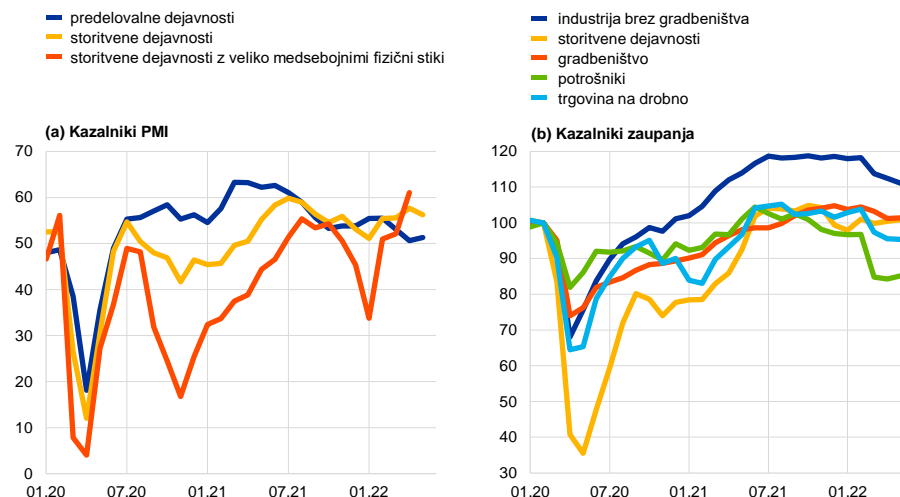
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2022.

Gospodarska aktivnost je bila v drugem četrletju 2022 po ocenah nekoliko šibkejša, pri čemer so imele posledice vojne v Ukrajini negativen vpliv, še vedno pa je aktivnost podpiralo okrevanje v storitvenih dejavnostih, kjer je veliko medsebojnih fizičnih stikov. Iz najnovejših anketnih podatkov je razvidno, da je bila rast v drugem četrletju 2022 še naprej pozitivna, toda umirjena. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se je maja znižal, a je še naprej višji od vrednosti 50 in še vedno presega dolgoročno povprečje. Vseeno obstajajo znaki šibkejše gospodarske aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, na katere so vplivale predvsem okrepljene motnje v dobavnih verigah, višje cene primarnih surovin zaradi ruske invazije na Ukrajino ter povečanje splošne negotovosti (okvir 2). V maju 2022 se je obseg novih naročil v predelovalnih dejavnostih prvič po juniju 2020 zmanjšal, pričakovanja podjetij za prihodnjih 12 mesecev pa so bila med najšibkejšimi v zadnjih dveh letih. To je v nasprotju z nadaljnjo močno rastjo novih poslovnih tokov v storitvenih dejavnostih, kar je odraz močnejše aktivnosti v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov po odpravi pandemičnih omejitev (graf 5a). Različna gibanja kazalnikov zaupanja med sektorji potrjujejo takšno kontrastno sliko (graf 5b). K izboljšanju zaupanja podjetij v maju so prispevale predvsem storitvene dejavnosti, medtem ko se je razpoloženje v industriji in trgovini na drobno še poslabšalo. Zaupanje potrošnikov se je maja povečalo, vendar je še vedno precej manjše od dolgoročnega povprečja, iz česar je mogoče sklepati, da ob višjih stroških za energijo in hrano obstajajo tveganja, ki bi lahko ogrozila prihodnje povpraševanje (okvir 1 in okvir 6). Čeprav je, gledano v celoti, verjetno, da bo takšna kombinacija dejavnikov zavirala rast v bližnji prihodnosti, možnosti za izboljšanje okrevanja ostajajo zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva, močnega trga dela, ukrepov javnofinančne podpore in še naprej velikega obsega prihrankov. Zato obeti očitno ne nakazujejo scenarija stagflacije, ki pomeni podaljšano obdobje nizke ali celo negativne rasti z vztrajno visoko ali celo hitro rastočo inflacijo, kar so glavna razvita gospodarstva občutila v 1970-ih letih (okvir 5).

Graf 5

Anketni kazalniki po sektorjih gospodarstva

(leva slika: ravnotežje v odstotkih; desna slika: ravnotežje v odstotkih, februar 2020 = 100)



Viri: Standard & Poor's Global Ratings (leva slika), Evropska komisija in izračuni ECB (desna slika).

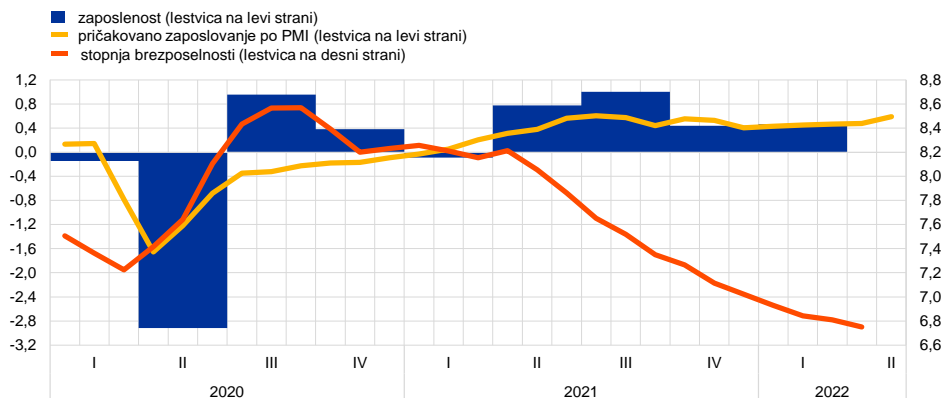
Opomba: »Storitvene dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stiki« se nanašajo na nastanitvene in gostinske dejavnosti. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2022, razen pri storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnimi fizičnimi stiki, pri katerih se nanašajo na april 2022.

Razmere na trgu dela v euroobmočju se kljub gospodarskim posledicam vojne v Ukrajini še naprej izboljšujejo. Stopnja brezposelnosti je v aprilu 2022 znašala 6,8%, tako da je približno nespremenjena od marca in za okrog 0,6 odstotne točke nižja od ravni pred pandemijo v februarju 2020 (graf 6). To je tudi najnižja raven od vzpostavitve euroobmočja, vendar se v nekaterih državah še vedno uporabljajo sheme za ohranitev delovnih mest, čeprav v čedalje manjši meri. Skupna zaposlenost se je v prvem četrletju 2022 medčetrletno povečala za 0,6%, potem ko je bila v zadnjem četrletju 2021 rast 0,4%. Zaradi gospodarskega okrevanja po sprostitvi ukrepov za zaježitev pandemije je v marcu 2022 delež delavcev, vključenih v programe za ohranitev delovnih mest, znašal 1,1% delovne sile in se je zmanjšal s približno 1,6% v decembru 2021. Podobno je iz razpoložljivih podatkov iz nacionalnih računov razvidno, da je bilo v prvem četrletju 2022 skupno število opravljenih delovnih ur še vedno nižje kot pred pandemijo, zlasti v industriji in tržnih storitvah.

Graf 6

Zaposlenost, kazalnik PMI o zaposlovanju in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

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



Viri: Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci prikazujejo četrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2022 pri zaposlenosti, na maj 2022 pri PMI in na april 2022 pri stopnji brezposelnosti.

Kratkoročni kazalniki trga dela se še naprej gibljejo ugodno, iz česar je mogoče sklepati, da je trg dela v euroobmočju zaenkrat na splošno odporen.

Mesečni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o zaposlovanju je v maju dosegel 55,9, kar je 1,2 točke več kot v aprilu, torej je še vedno višji od mejne vrednosti 50, kar pomeni rast zaposlovanja. Indeks PMI o zaposlovanju je po doslej najnižji vrednosti, doseženi v aprilu 2020, močno porasel, in je že od februarja 2021 v območju pozitivne rasti. Kar zadeva gibanja v različnih sektorjih, omenjeni indeks nakazuje močno rast zaposlovanja v vseh treh ključnih sektorjih, tj. v storitvenih dejavnostih, predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu.

Kljub precejšnjim zaviralnim dejavnikom naj bi na zasebno potrošnjo spodbudno vplivala potrošnja storitev ob sproščanju omejitev zaradi pandemije, potem ko se je dve zaporedni četrletji zmanjševala. Po šibkem začetku leta zaradi pandemije na potrošnjo blaga v gospodinjstvih vplivajo posledice vojne v Ukrajini ter vztrajna ozka grla pri proizvodnji in distribuciji blaga. To je razvidno iz najnovejših gibanj prodaje v trgovini na drobno, ki se je v aprilu medmesečno zmanjšala za 1,3% po medčetrletnem zmanjšanju za 0,5% v prvem četrletju 2022, in iz števila registracij novih avtomobilov, ki je bilo aprila kljub majhnemu medmesečnemu povečanju po marčni najnižji ravni še vedno za približno 7% manjše od povprečja iz prvega četrletja. Zaupanje potrošnikov je bilo maja še vedno precej manjše od dolgoročnega povprečja, kar je bilo posledica vztrajne zaskrbljenosti gospodinjstev glede posledic vojne v Ukrajini. Gospodinjstva in maloprodajna podjetja so postala tudi manj optimistična glede prihodnjih izdatkov za večje nakupe (blaga), kot je razvidno iz najnovejše majske ankete Evropske komisije o mnenju potrošnikov. Na podlagi pesimističnih pričakovanj glede prihodnje finančne in gospodarske situacije je kljub majhnemu izboljšanju v maju verjetno, da bosta višja inflacija in večja negotovost zaviralno vplivali na odločitve o potrošnji (okvir 2). Kljub temu naj bi se zasebna potrošnja storitev ob sproščanju omejitev zaradi pandemije po pričakovanjih močno okrepila. To oceno potrjuje najnovejša anketa Evropske komisije o mnenju potrošnikov, iz katere je razvidno, da se je v

pričakovanju poletja brez omejitev povpraševanje po nastanitvenih, gostinskih in potovalnih storitvah kljub sedanji vojni in zmanjševanju realnega razpoložljivega dohodka okrepilo. Prihranki, akumulirani med pandemijo, bi lahko vpliv šoka zaradi cen energentov ublažili le v omejenem obsegu, saj je varčevanje skoncentrirano med gospodinjstvi z višjimi dohodki, katerih skupna izpostavljenost visokim stroškom energije je manjša. Po drugi strani naj bi imela gospodinjstva z nižjimi dohodki, ki večji delež dohodka porabijo za energijo, možnost izkoristiti fiskalne ukrepe v podporo dohodkom.

Podjetniške naložbe so se v prvem četrtletju 2022 zmanjšale, k čemur so prispevala gibanja na Irskem. Negradbene naložbe so se v prvem četrtletju medčetrtletno zmanjšale za 2,9% zaradi močnega upada naložb v intelektualno lastnino na Irskem, kar je odtehtalo močno povečanje iz zadnjega četrtletja 2021. Brez upoštevanja Irske so se ob rekordnem pomanjkanju opreme, o katerem so poročali anketiranci v četrtletnih anketah Sveta ECOFIN o poslovnih tendencah, naložbe v euroobmočju medčetrtletno povečale za 0,8%. Nadaljnjo rast negradbenih naložb so beležile vse štiri največje države v euroobmočju, zlasti Španija in manj Italija, kar bi bilo mogoče pripisati ponovnemu odprtju gospodarstva in predčasnim izplačilom sredstev iz sklada »EU naslednje generacije«. V prihodnjem obdobju naj bi na podjetniške naložbe negativno vplivali velika negotovost, povezana z vojno v Ukrajini, visoke cene energentov, ozka grla v dobavnih verigah in vse ostrejši pogoji financiranja. Iz najnovejših anketnih podatkov na začetku drugega četrtletja je mogoče sklepati, da je zaupanje podjetij manjše, ker so proizvajalci proizvodov za investicije znižali ocene proizvodnje in naročil, medtem ko nižji pričakovani prihodki v predelovalnih dejavnostih nakazujejo, da so se podjetniške naložbe v drugem četrtletju 2022 medčetrtletno zmanjšale. Hkrati naj bi vse boljše obeti glede aktivnosti v storitvenih dejavnostih, ki so odraz odprave pandemičnih omejitev, in širša podpora iz sklada »EU naslednje generacije« prispevali k obnovitvi rasti v nadaljevanju leta.¹

Stanovanjske naložbe so se v prvem četrtletju 2022 precej povečale, vendar bodo v bližnji prihodnosti verjetno oslabile. Stanovanjske gradbene naložbe so se v prvem četrtletju 2022 povečale za 4,5% glede na prejšnje četrtletje. Kar zadeva drugo četrtletje, se je aprila in maja kazalnik Evropske komisije o novejših gibanjih gradbene aktivnosti v povprečju precej znižal od prvega četrtletja. Močno se je znižal tudi indeks vodij nabave (PMI) o stanovanjski gradnji, ki se je maja pomaknil v območje negativne rasti. Na strani povpraševanja so se v drugem četrtletju po najnovejših anketnih podatkih Evropske komisije kratkoročne namere gospodinjstev glede obnove in nakupa ali gradnje stanovanj precej zmanjšale. Na strani ponudbe se je obseg naročil podjetij zmanjšal, nezadostno povpraševanje kot dejavnik, ki omejuje proizvodnjo, pa se je v aprilu in maju povečal, čeprav je bil še vedno precej manjši od dolgoročnega povprečja. Poleg tega so proizvodnjo podjetij še naprej omejevala velika ozka grla v ponudbi delovne sile in materiala (npr. jekla in lesa), ki so se po izbruhu vojne v Ukrajini povečala in povzročila močno zvišanje cen gradbenih storitev. Zvišanje gradbenih stroškov v kombinaciji z manj ugodnimi pogoji

¹ Glej polletno anketo Evropske komisije o naložbenih namerah, ki je bila opravljena v marcu/aprilu 2022, iz katere je razvidno, da so se naložbeni načrti proizvajalcev za leto 2022 zmanjšali v primerjavi z načrti, pripravljenimi ob koncu lanskega leta, medtem ko so se razmere v storitvenih dejavnostih glede tega izboljšale.

financiranja bo verjetno negativno vplivalo na povpraševanje po stanovanjih in skupaj z vztrajnimi omejitvami pri ponudbi zaviralo rast stanovanjskih naložb.

Trgovinska menjava euroobmočja je ob šibkejšem izvozu v države zunaj euroobmočja izgubila zagon, v prihodnje pa naj bi bila umirjena, zlasti v predelovalnih dejavnostih. V februarju in marcu 2022 je nominalni izvoz blaga v države zunaj euroobmočja oslabil, medtem ko se je uvoz blaga iz držav zunaj euroobmočja še naprej povečeval. Saldo blagovne menjave se je zaradi višjih stroškov uvoza energentov in slabše izvozne uspešnosti pomaknil še bolj v območje primanjkljaja. Izvoz na Kitajsko se je zmanjšal zaradi pandemičnih omejitev, izvoz v Rusijo pa se je prepolovil zaradi sankcij in nesankcioniranega vedenja udeležencev na trgu. Iz kratkoročnih špediterskih in anketnih kazalnikov je razvidno, da bi se lahko ozka grla v dobavnih verigah ponovno okrepila, kot ponazarja denimo povečanje količine blaga, ki je bilo maja 2022 blokirano v ključnih pristaniščih zaradi pandemičnih omejitev na Kitajskem in vojne v Ukrajini. Zmanjševanje zunanjskega povpraševanja, povezano s temi dogodki, se kaže v izvoznih naročilih v predelovalnih dejavnostih na podlagi v prihodnost usmerjenega indeksa PMI, saj so naročila maja padla še nekoliko globlje v območje krčenja. V nasprotju s tem se je indeks PMI o izvoznih naročilih v storitvenih dejavnostih zaradi sprostitve pandemičnih omejitev v Evropi pomaknil v območje pozitivne rasti. Po anketnih kazalnikih in rezervacijah potovanj sodeč naj bi menjava v turizmu letos poleti močno okrevala.

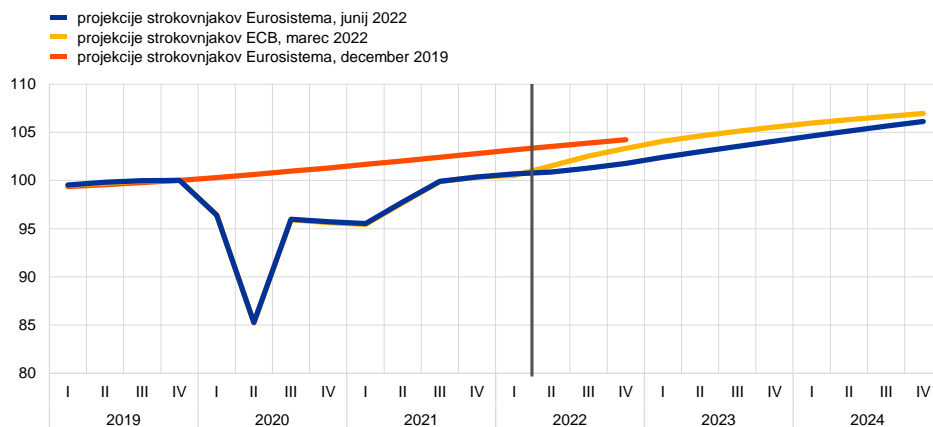
Kljub slabim kratkoročnim obetom naj bi gospodarska aktivnost v euroobmočju v nadaljevanju leta ponovno oživila in razmeroma hitro rasla.

Vseeno takšne obete spremlja precejšnja negotovost. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 2,8%, v letih 2023 in 2024 pa 2,1% (graf 7). V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili gospodarski obeti za leti 2022 in 2023 predvsem zaradi gospodarskih posledic vojne v Ukrajini popravljeni močno navzdol, medtem ko so bili za leto 2024 zaradi ponovne okrepitve aktivnosti ob pojemanju zaviralnih dejavnikov popravljeni navzgor.

Graf 7

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

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



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljen 9. junija 2022 na spletnem mestu ECB.

Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja junjskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema in je skladna z zadnjimi podatki o realnem BDP euroobmočja, ki se nanašajo na prvo četrletje 2022.

Tveganja glede gospodarskih obetov so še naprej usmerjena navzdol. Eno glavnih tveganj predstavlja možnost hudih motenj pri oskrbi z energenti v Evropi po uvedbi sankcij EU, zaradi česar bi se cene energentov še zvišale, proizvodnja pa zmanjšala.

3 Cene in stroški

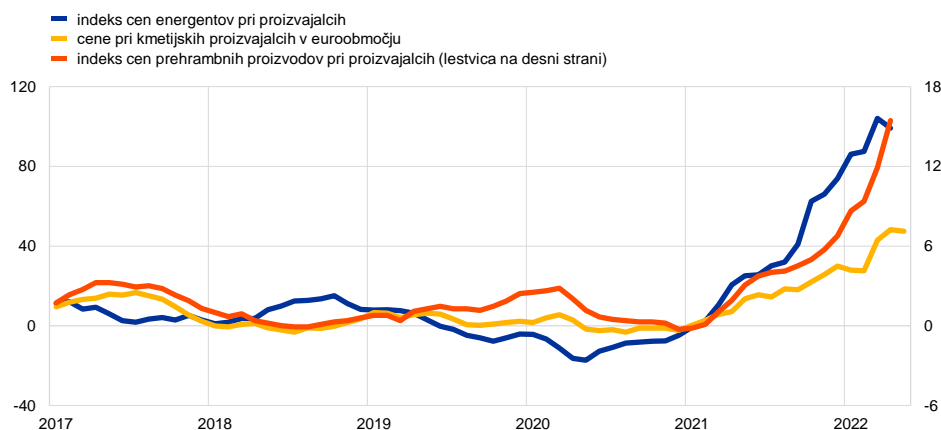
Po Eurostatovi prvi oceni se je maja inflacija še dodatno zvišala na 8,1%, k čemur je največ prispevalo hitro naraščanje cen energentov in hrane, med drugim tudi zaradi posledic vojne. Cene so se močneje zvišale tudi zaradi ponovne zaostrovanja ozkih grl v dobavnih verigah in okrevanja domačega povpraševanja ob ponovnem odpiranju gospodarstva, zlasti v storitvenem sektorju. Gledano v celoti so se inflacijski pritiski razširili in okrepli, rast plač pa se je začela krepiti. Čeprav večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj, izpeljanih iz finančnih trgov in anket strokovnjakov, znaša okrog 2%, bo treba pozorno spremljati zgodnje znake zviševanja teh meril nad ciljno raven. V junijskih projekcijah so strokovnjaki Eurosystema osnovne projekcije inflacije popravili precej navzgor v primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB. Po novih projekcijah strokovnjakov bo medletna inflacija znašala 6,8% v letu 2022, 3,5% v letu 2023 in 2,1% v letu 2024.

Po Eurostatovi prvi oceni za maj je inflacija, merjena z indeksom HICP, porasla na rekordno visoko raven, ki je brez primere v zgodovini eura. Zvišanje s 7,4% v aprilu na 8,1% v maju odraža višjo stopnjo inflacije pri vseh glavnih komponentah, predvsem pa v skupini energentov in hrane. Maloprodajne cene energentov, ki še vedno največ prispevajo k skupni inflaciji, so se spet rahlo zvišale, potem ko so se aprila malce umirile. Visoke veleprodajne cene plina, nafte in električne energije ter povišane rafinerijske in distribucijske marže za goriva za prevoz (predvsem za dizelsko gorivo) so izničile zaviralni učinek kompenzacijskih ukrepov, ki so jih sprejele države euroobmočja. Znatno je porasla tudi inflacija v skupini hrane, k čemur so prispevale svetovne cene prehranskih surovin in cene proizvodov pri domačih proizvajalcih. To je bil odraz stroškovnih dejavnikov, kot so na primer dejavniki, povezani z energenti in gnojili (graf 8).

Graf 8

Pritiski s strani vhodnih stroškov energentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj za cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju in na april za ostalo.

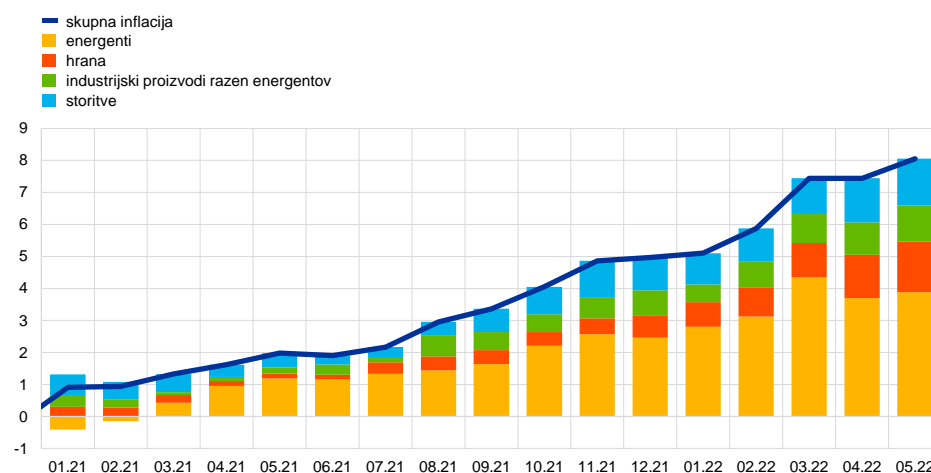
Inflacija brez energentov in hrane se je zvišala na 3,8%, kar je bil odraz nadaljnje krepitve inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov

in v skupini storitev (graf 9). Tudi tu pomemben dejavnik ostajajo višji vhodni stroški, ki so posledica skokovitega porasta cen energentov. Na inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov obenem še vedno vplivajo motnje v svetovnih dobavnih verigah, ki so se zaostriale zaradi vojne v Ukrajini in pandemičnega dogajanja na Kitajskem. Inflacija v skupini storitev odraža nekatere učinke ponovnega odpiranja gospodarstva, potem ko so se sprostile omejitve zaradi pandemije, kar kažejo razmeroma živahni prispevki nastanitvenih in rekreacijskih storitev v aprilu 2022.

Graf 9

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

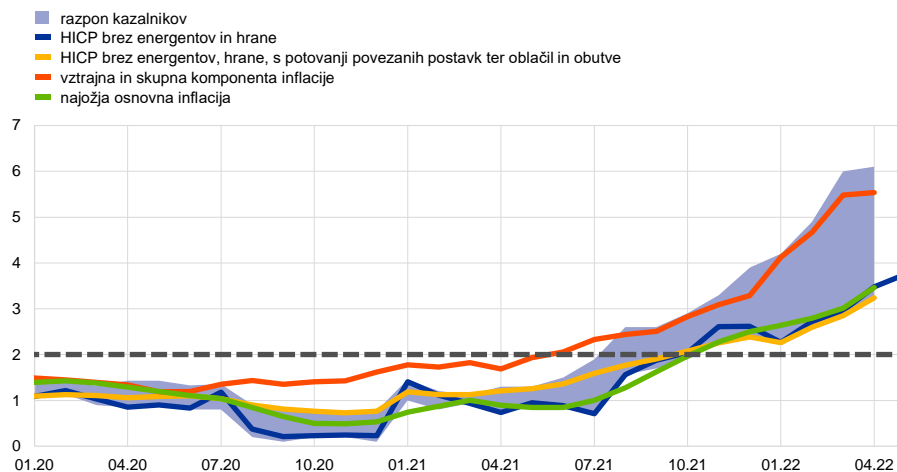
Širok nabor meril osnovne inflacije je presegel 3-odstotno raven (graf 10).

Kazalniki osnovne inflacije z izključitvijo so se v zadnjih mesecih še dodatno zvišali, ker se visoka stopnja inflacije beleži v širšem naboru postavk v indeksu HICP. Inflacija brez energentov in hrane je porasla s 3,5% v aprilu 2022 na 3,8% v maju. Drugi kazalniki osnovne inflacije so na voljo samo do aprila, ko se je inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve zvišala na 3,2%. Zviševanje kazalnikov z izključitvijo je razvidno iz porazdelitve podkomponent, ki sestavljajo košarico HICP. Aprila je skoraj 80% teh podkomponent zabeležilo medletno stopnjo rasti nad 2%. Medtem pa je modelski kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije aprila znašal 5,5%, kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na ciklična gibanja, pa se je rahlo zvišal na 3,5%, potem ko je marca znašal 3,0%. Obenem ostaja negotovo, kako vztrajno bo to zvišanje. Velik del vpliva na zvišanje osnovne inflacije je mogoče pripisati posrednim učinkom, ki izhajajo iz skokovitega porasta cen energentov in hrane ter iz izjemnih sprememb v ravnovesju med ponudbo in povpraševanjem, ki so povezane s pandemijo in rusko invazijo na Ukrajino. V prihodnjem obdobju bo gibanje plač ključni dejavnik prihodnje dinamike osnovne inflacije.

Graf 10

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, 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 april 2022 z edino izjemo inflacije brez energentov in hrane, za katero so podatki iz prve ocene za maj 2022.

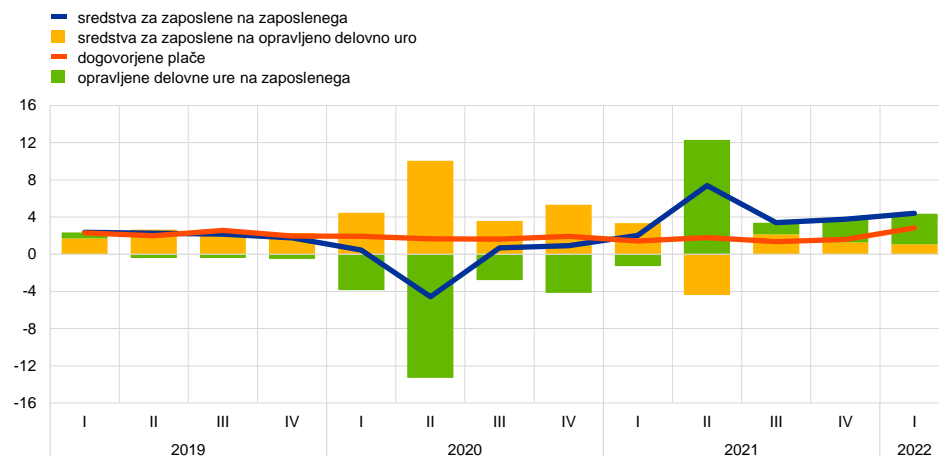
Najnovejši podatki o dogovorjenih plačah kažejo na okrepljeno dinamiko plač, ki pa ostaja zmerna, če se upoštevajo enkratna plačila (graf 11).

Rast dogovorjenih plač se je v prvem četrtnem 2022 zvišala na 2,8%, potem ko je v predhodnem četrtnem znašala 1,6%. Zvišanje ne ponazarja v celoti rasti osnovnih plač, ker plačni dogovori na splošno obsegajo enkratna plačila kot nadomestilo delavcem za izjemna gibanja, ki so se pojavila med pandemijo. Novejše informacije o plačnih dogovorih, ki so bili sklenjeni od začetka leta 2022, potrjujejo določeno mero krepitve dinamike plač, čeprav rast plač ostaja omejena v primerjavi s sedanjo stopnjo inflacije. Gibanje plač, ki se meri s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, se je v prvem četrtnem 2022 prav tako še dodatno okrepilo in se zvišalo na 4,4% v primerjavi s 3,8% v predhodnem četrtnem. Vseeno pa je zvišanje večinoma odražalo povečanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur, medtem ko je zvišanje sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro ostalo veliko bolj omejeno pri 1,1-odstotni medletni stopnji rasti. Kazalniki so vse manj izkrivljeni zaradi pandemije, ker se je vpliv vladnih ukrepov, povezanih s programi za ohranitev delovnih mest, še naprej zmanjševal.

Graf 11

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2022.

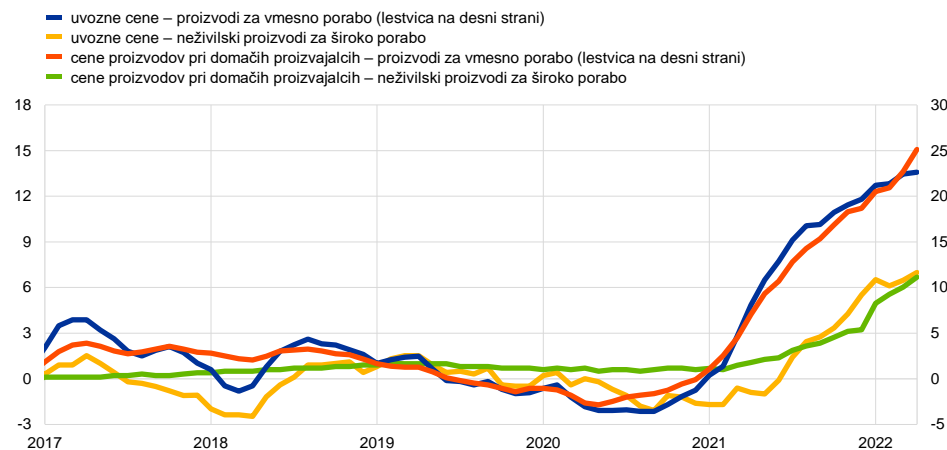
Pritiski iz proizvodne verige na cene industrijskih proizvodov za široko porabo (razen energentov) so se še naprej krepili v vseh fazah cenovne verige. (Graf 12).

Stroškovni pritiski so se še dodatno povečali na rekordno visoko raven zaradi motenj v dobavnih verigah in svetovnih cen primarnih surovin, predvsem energentov, pa tudi nekaterih kovin. V zgodnjih fazah cenovne verige pri inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji poskočila z 22,7% v marcu 2022 na 25,1% v aprilu. Tudi uvozne cene proizvodov za vmesno porabo so še naprej močno rasle (22,6% v aprilu v primerjavi z 22,4% v marcu). Pritiski s strani vhodnih stroškov so opazneje prisotni tudi v poznejših fazah cenovne verige, pri čemer se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, zvišala s 6,0% v marcu na 6,7% v aprilu, kar je izjemno visoko v primerjavi s povprečno medletno stopnjo (0,6%) v obdobju 2001–2019. Tudi rast uvoznih cen v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo se je aprila rahlo zvišala na 7,0%, potem ko je med februarjem in marcem malo upadla. Gledano v celoti gibanje uvoznih in proizvajalčevih cen v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo nakazuje, da bo pritisk na inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP v bližnji prihodnosti najverjetneje ostal povečan. To se odraža tudi v podatkih o pričakovanih prodajnih cenah v predelovalnih dejavnostih.

Graf 12

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



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

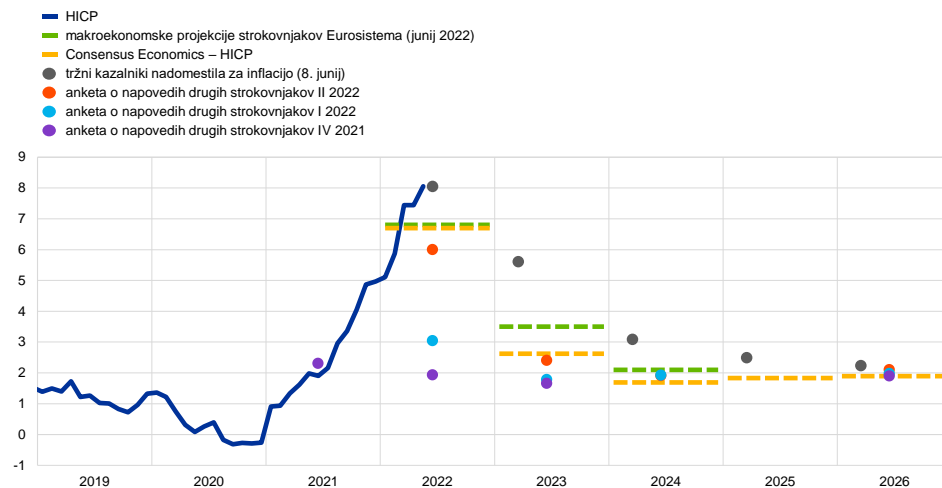
Tržna merila nadomestila za inflacijo v euroobmočju so se izrazito zvišala za najbližjo prihodnost, za daljša obdobja pa so nekoliko upadla zaradi zaostrovanja omejitev na strani ponudbe in poslabšanja gospodarskih obetov (graf 13).

Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobačnih izdelkov) zdaj kažejo, da bo inflacija v euroobmočju dosegla najvišjo vrednost (skoraj 9%) v tretjem četrtletju 2022. Ta merila bodo ostala blizu 8% do konca leta 2022, kar je okrog 3 odstotne točke višje kot v času marčne seje Sveta ECB, nato pa se bo sredi leta 2024 znižala na raven tik nad 2,5%. Dolgoročnejša merila nadomestila za inflacijo so nedavno spet nekoliko upadla, potem ko so se v prvi polovici obravnavanega obdobja močno zvišala. Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je na začetku maja začasno dosegla 2,49%, nato pa bo na koncu obravnavanega obdobja upadla nazaj na 2,28%. Pomembno je opozoriti, da tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, ker vključujejo premije za inflacijsko tveganje, ki so nadomestilo za negotovost v zvezi z inflacijo. Trenutno so premije po ocenah pozitivne, kar nakazuje, da so dejanska inflacijska pričakovanja predvidoma nižja od preprostih vrednosti tržnih dolgoročnejših meril nadomestila za inflacijo, zato so bližje simetričnemu 2-odstotnemu inflacijskemu cilju ECB. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2022 so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja (za leto 2026) še dodatno porasla na 2,1%, medtem ko so glede na napovedi Consensus Economics znašala 1,9%.

Graf 13

Anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj in tržni kazalniki nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



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

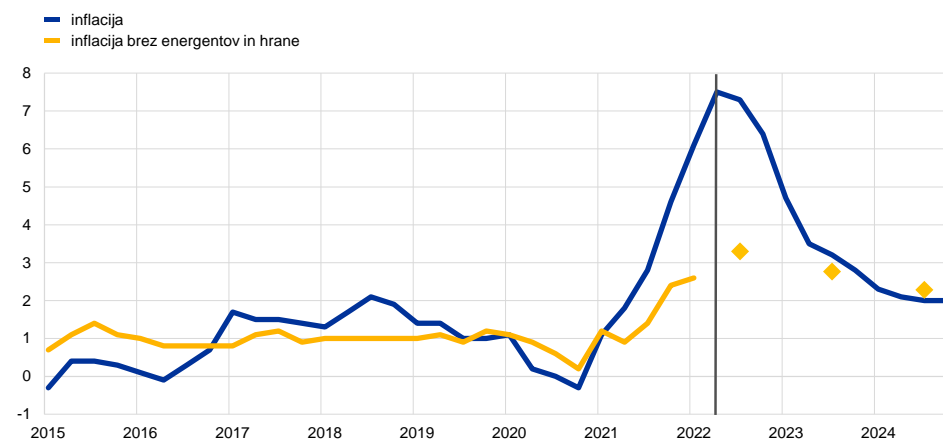
Opombe: Serija podatkov o tržnih kazalnikih nadomestila za inflacijo temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije, na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo se nanašajo na 8. junij 2022. Anketa o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2022 je bila izvedena med 1. in 4. aprilom 2022. V napovedi Consensus Economics je bil presečni datum za leta 2024, 2025 in 2026 april 2022, presečni datum za leta 2022 in 2023 pa je bil maj 2022. Presečni datum za podatke v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema je 24. maj 2022.

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v bližnji prihodnosti ostala povišana, nato pa bo upadla na 3,5% v letu 2023 in 2,1% v letu 2024. Po skokovitem porastu inflacije obeti nakazujejo višjo in vztrajnejšo inflacijo, pri čemer bo skupna inflacija v letu 2022 po pričakovanjih ostala zelo visoka in bo v povprečju znašala 6,8%. To je odraz povišanih cen nafte in plina, zvišanja cen prehranskih surovin, na katere je močno vplivala vojna v Ukrajini, ponovnega odpiranja gospodarstva in pomanjkanja na strani svetovne ponudbe. Gledano dolgoročneje se bo izjemno gibanje cen prehranskih in energetskih surovin predvidoma umirilo. Zaradi tega se bo ob sedanji normalizaciji denarne politike, ki se odraža v predpostavkah o obrestnih merah, skupna inflacija po pričakovanjih znižala na 3,5% v letu 2023 in 2,1% v letu 2024. Tudi inflacija brez energentov in hrane bo v bližnji prihodnosti predvidoma ostala povišana zaradi ozkih grl v dobavnih verigah, energetskih vhodnih stroškov in ponovnega odpiranja gospodarstva. Proti koncu obdobja projekcij bo inflacija brez energentov in hrane upadla, ker bodo pritiski popustili, vseeno pa bo ostala povišana zaradi višje rasti plač od dolgoročne povprečne stopnje v kontekstu pomanjkanja ustrezne delovne sile na trgu dela, gospodarskega okrevanja in določenih učinkov nadomestila za višjo inflacijo. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti popravljeni navzgor za 1,7 odstotne točke za leto 2022, 1,4 odstotne točke za leto 2023 in 0,2 odstotne točke za leto 2024.

Graf 14

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

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2022 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2024 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 24. maj 2022. Pretekli podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane so četrletni. Podatki iz napovedi so četrletni za inflacijo in medletni za inflacijo brez energentov in hrane.

4 Gibanja na finančnih trgih

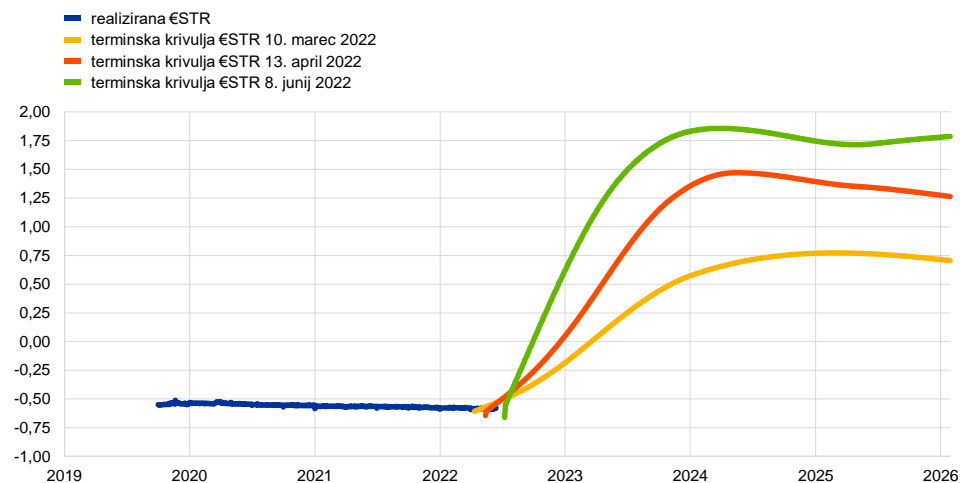
V obravnavanem obdobju (od 10. marca do 8. junija 2022) so se netvegane obrestne mere v euroobmočju precej zvišale, ko so udeleženci na trgu svoja pričakovanja popravili in zdaj pričakujejo zgodnejšo zaostritev denarne politike. Zato je terminska krivulja referenčne eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) postala precej bolj strma, pri čemer trgi pričakujejo, da bo Svet ECB ključno obrestno mero za 25 bazičnih točk prvič zvišal na juljski seji. Donosnost dolgoročnih obveznic se je povečala po vsem svetu, saj so inflacijski pritiski spodbudili pričakovanja, da bo normalizacija denarne politike hitrejša. Hkrati je donosnost državnih obveznic v euroobmočju na splošno rasla vzporedno z netveganimi obrestnimi merami, razmiki v donosnosti pa so se v posameznih državah nekoliko povečali. Evropski delniški trgi in trgi podjetniških obveznic so šli skozi dve ločeni fazi: najprej so okrevali po izgubah, nastalih zaradi vojne, nato pa ob nižjih dolgoročnih pričakovanjih o dobičku in višjih netveganih obrestnih merah oslabei. Na splošno je zaradi različnih gibanj dvostranskih deviznih tečajev euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, še naprej slabel.

Od marčne seje Sveta ECB so se netvegane obrestne mere v euroobmočju precej zvišale, ko so udeleženci na trgu svoja pričakovanja popravili v smeri zgodnejše zaostritve denarne politike, pri čemer pričakujejo, da bo ključna obrestna mera za 25 bazičnih točk prvič zvišana na juljski seji Sveta ECB. V obravnavanem obdobju je obrestna mera €STR v povprečju znašala –58 bazičnih točk, presežna likvidnost pa se je povečala za približno 136 milijard EUR na 4.613 milijard EUR. Hkrati je terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi referenčne obrestne mere €STR po aprilski seji Sveta ECB postala bolj strma (graf 15). Na podlagi tega je mogoče sklepati, da so ob vse večjih inflacijskih pritiskih in napovedi Sveta ECB, da bo v tretjem četrtletju prenehal izvajati neto nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, udeleženci na trgu popravili svoja pričakovanja glede denarne politike. Zato je bil datum, ko naj bi se po predvidevanjih trga ključna obrestna mera prvič zvišala za 25 bazičnih točk, prestavljen na precej zgodnejši čas, in sicer na julij 2022, v letu 2022 pa naj bi se ta obrestna mera za 25 bazičnih točk zvišala še trikrat.

Graf 15

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

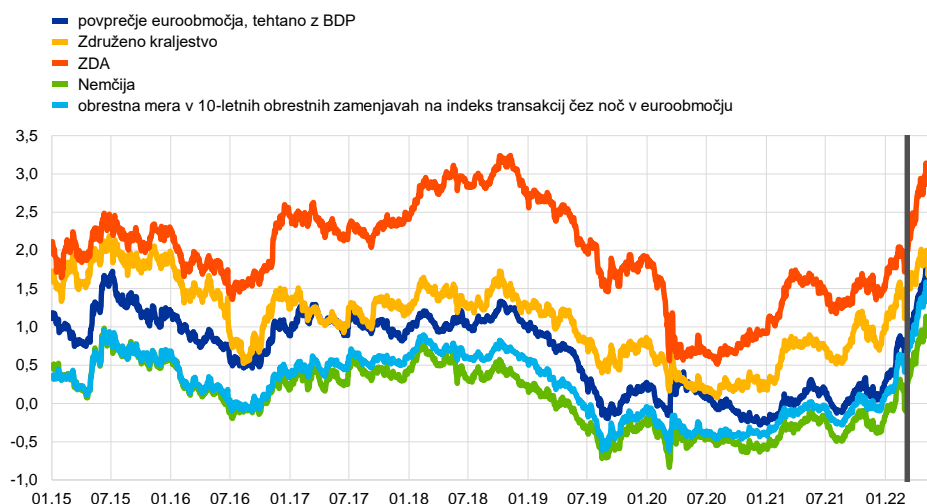
Opomba: Terminska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Donosnost dolgoročnih obveznic se je povečala po vsem svetu, saj so inflacijski pritiski spodbudili pričakovanja, da bo normalizacija denarne politike hitrejša (graf 16). V obravnavanem obdobju se je donosnost obveznic povečala po vsem svetu v pričakovanju zvišanja ključnih obrestnih mer centralnih bank kljub naraščanju tveganj poslabšanja gospodarskih obetov. V euroobmočju se je povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, povečala za 118 bazičnih točk na 2,05%, tj. na raven, nazadnje doseženo v sredini leta 2015. Čeprav se je donosnost ameriških 10-letnih državnih obveznic na začetku maja nekoliko zmanjšala, se je v obravnavanem obdobju povečala za 102 bazični točki na 3,03%, kar je večinoma skladno z gibanji obrestnih mer v euroobmočju. Podobno se je donosnost 10-letnih državnih obveznic Združenega kraljestva povečala za 72 bazičnih točk na 2,25%, donosnost nemških 10-letnih državnih obveznic pa za 108 bazičnih točk na 1,36%.

Graf 16

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

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

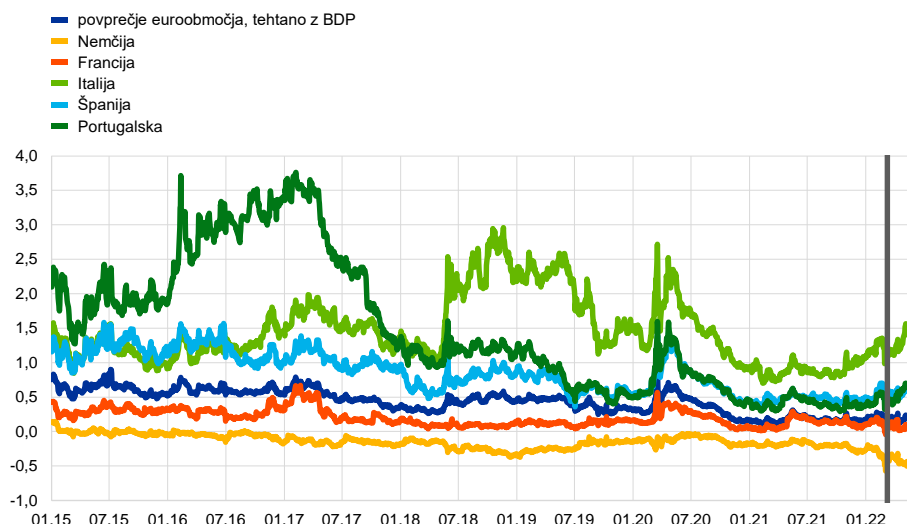
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. marec 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 8. junij 2022.

Na splošno je donosnost državnih obveznic v euroobmočju rasla vzporedno z netveganimi obrestnimi merami, razmiki v posameznih državah pa so se nekoliko povečali (graf 17). Razmik v donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč je v obravnavanem obdobju ostal stabilen, pri čemer se je povečal za skromnih 9 bazičnih točk. Do nekoliko večjega prevrednotenja je prišlo pri močno zadolženih državah, pri čemer so se razmiki v donosnosti 10-letnih italijanskih in portugalskih državnih obveznic v obravnavanem obdobju povečali za 44 oziroma 27 bazičnih točk, medtem ko je razmik v donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic postal bolj negativen za 2 bazični točki.

Graf 17

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

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. marec 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 8. junij 2022.

V prvi polovici obravnavanega obdobja so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic zaradi izboljšanega dojemanja tveganj zmanjšali, vendar so se nato ob naraščanju tveganj, da se bodo gospodarski obeti poslabšali, in ob višjih netveganih obrestnih merah povečali. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju, ki so se zaradi izboljšanega dojemanja tveganj najprej močno zmanjšali, so se po aprilski seji Sveta ECB izrazito povečali, pri čemer se kažejo vse večje razlike med obveznicami naložbenega razreda in visoko donosnimi obveznicami. V obravnavanem obdobju so se razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda zmanjšali za 2 bazični točki na 67 bazičnih točk, razmiki v donosnosti obveznic finančnih družb pa so se zmanjšali za 5 bazičnih točk. Zato so razmiki blizu povprečnim ravнем pred pandemijo, trenutno pa so ob pričakovani normalizaciji denarne politike videti odporni.

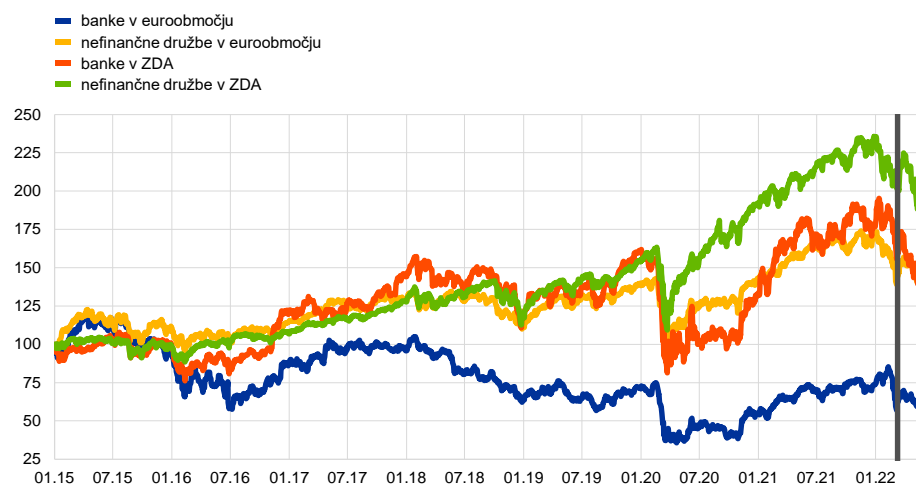
Evropski delniški trgi, spodbujeni z izboljšanim razpoloženjem, so najprej okrevali po izgubah, nastalih zaradi vojne, nato pa so v drugi polovici obravnavanega obdobja ob tveganju poslabšanja gospodarskih obetov, nižjih pričakovanj o dobičku in višjih netveganih obrestnih merah upadli (graf 18). Po upadu, povezanem z rusko invazijo na Ukrajino, so evropski delniški trgi najprej okrevali ob boljšem dojemanju tveganj zaradi znakov, da bi bil lahko vpliv konflikta omejen, in presenetljivo visokih dobičkov v prvem četrtletju leta. Vendar pa so se v drugem delu obravnavanega obdobja tečaji delnic nekoliko znižali zaradi bolj pesimističnih gospodarskih obetov, saj so k negotovosti prispevali novi ukrepi za zaježitev pandemije na Kitajskem. Zato so se dolgoročnejša pričakovanja o rasti dobička začela zmanjševati, čeprav z visokih ravni. V obravnavanem obdobju so se kljub precej višjim netveganim obrestnim meram tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju zvišali za 4,1%, tečaji delnic bank v euroobmočju pa za 7,1%. V ZDA

so se zaradi intenzivne prodaje tveganega finančnega premoženja ob vse večjem strahu pred recesijo tečaji delnic nefinančnih družb na splošno znižali za 3,7%, tečaji delnic bank pa za 7,5%.

Graf 18

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2018 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

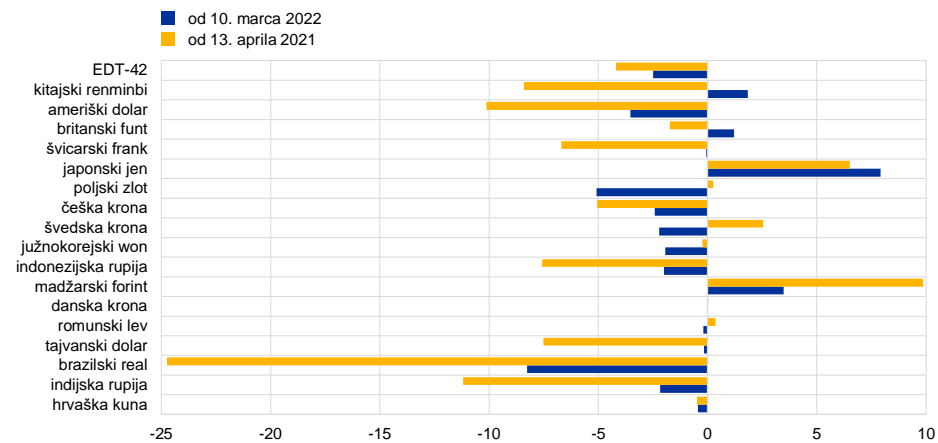
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. marec 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 8. junij 2022.

Na deviznih trgih je ob sicer različnih gibanjih dvostranskih deviznih tečajev euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, še naprej slabel v razmerju do ameriškega dolarja (graf 19). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 2,5%. K temu je prispevala deprecijacija eura v razmerju do ameriškega dolarja (za 3,5%) ob pričakovanjih, da bo ameriška centralna banka hitreje zaostrovala denarno politiko. Euro je depreciral tudi v razmerju do valut več nastajajočih tržnih gospodarstev, hkrati pa je apreciiral v razmerju do japonskega jena (za 7,9%), britanskega funta (za 1,2%) in kitajskega renminbija (za 1,8%).

Graf 19

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 8. junija 2022.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

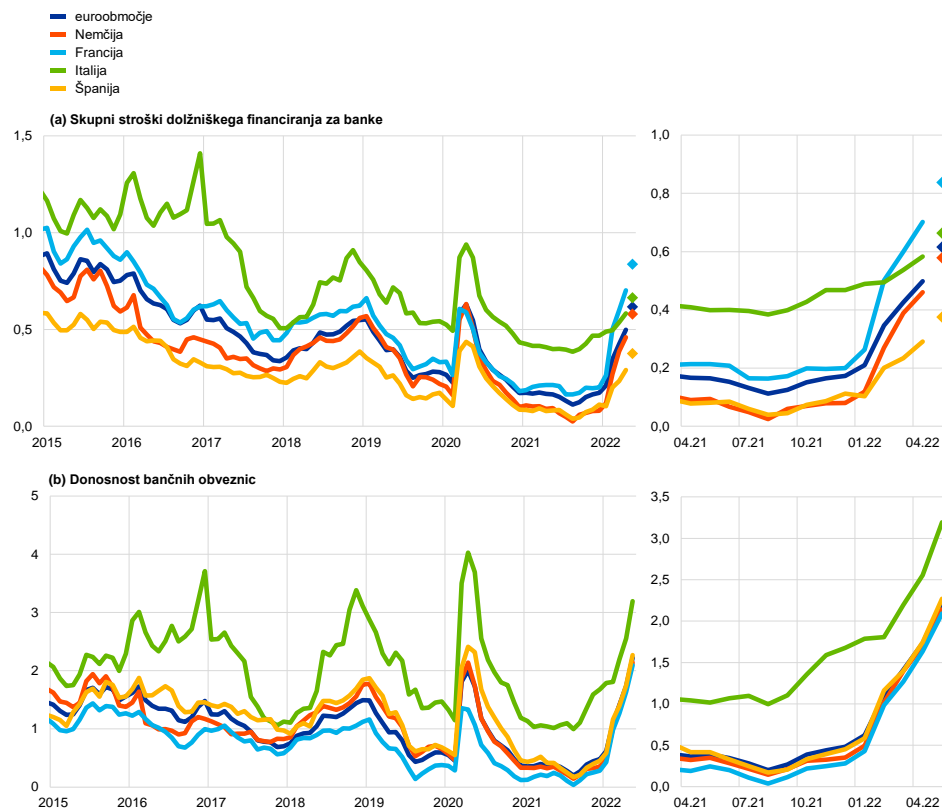
Pogoji financiranja za banke in pogoji najemanja bančnih posojil so se aprila in maja še naprej zaostrovali v okolju povečane negotovosti glede gospodarskih obetov in utrjevanja pričakovanj glede normalizacije denarne politike. Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so začele odražati splošno povečanje netveganih tržnih obrestnih mer. V obravnavanem obdobju so se stroški tržnega dolžniškega financiranja za podjetja precej povečali, stroški lastniških vrednostnih papirjev pa so se zmanjšali. Posojanje podjetjem in gospodinjstvom ostaja močno. Vendar pa anketni podatki kažejo, da podjetja vseh velikosti menijo, da so se pogoji financiranja poslabšali. Ustvarjanje denarja se še naprej normalizira, saj se je dinamika akumuliranja vlog podjetij in gospodinjstev še zmanjšala z visokih ravni, zabeleženih med pandemijo.

Stroški financiranja za banke v euroobmočju so se še naprej povečevali ob utrjevanju pričakovanj o normalizaciji denarne politike. Trenutne ocene kažejo, da se je maja nadaljeval trend povečevanja skupnih stroškov dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, ki se je začel avgusta 2021 (graf 20, slika a). To je bilo zlasti posledica naraščanja donosnosti bančnih obveznic (graf 20, slika b), k čemur je prispevalo povečanje netveganih obrestnih mer. Pritiske na naraščanje stroškov financiranja za banke sta do zdaj zavirala dva dejavnika. Prvi je, da so obrestne mere za vloge, ki predstavljajo velik delež financiranja za banke v euroobmočju, ostale stabilne in blizu najnižjih vrednosti. Drugi pa je, da so ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja bankam zagotovile likvidnost po ugodnih pogojih. Kljub temu bo blažilni učinek v prihodnjih četrtletjih verjetno postopoma izginil, ko bodo obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita po pričakovanjih vedno bolj odražale povečanje tržnih obrestnih mer in bodo ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja odplačane.

Graf 20

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah euroobmočja

(odstotki na leto)



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

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Karo oznake kažejo trenutne ocene skupnih stroškov dolžniškega financiranja za banke maja 2022, ob predpostavki, da so ostali skupni stroški vlog in stanja, uporabljena kot uteži, nespremenjeni na ravni iz aprila 2022. Zadnji podatki se nanašajo na 31. maj 2022 pri donosnosti bančnih obveznic in na april 2022 pri skupnih stroških vlog.

Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so začele odražati povečanje netveganih tržnih obrestnih mer, vendar so ostale nizke (graf 21).

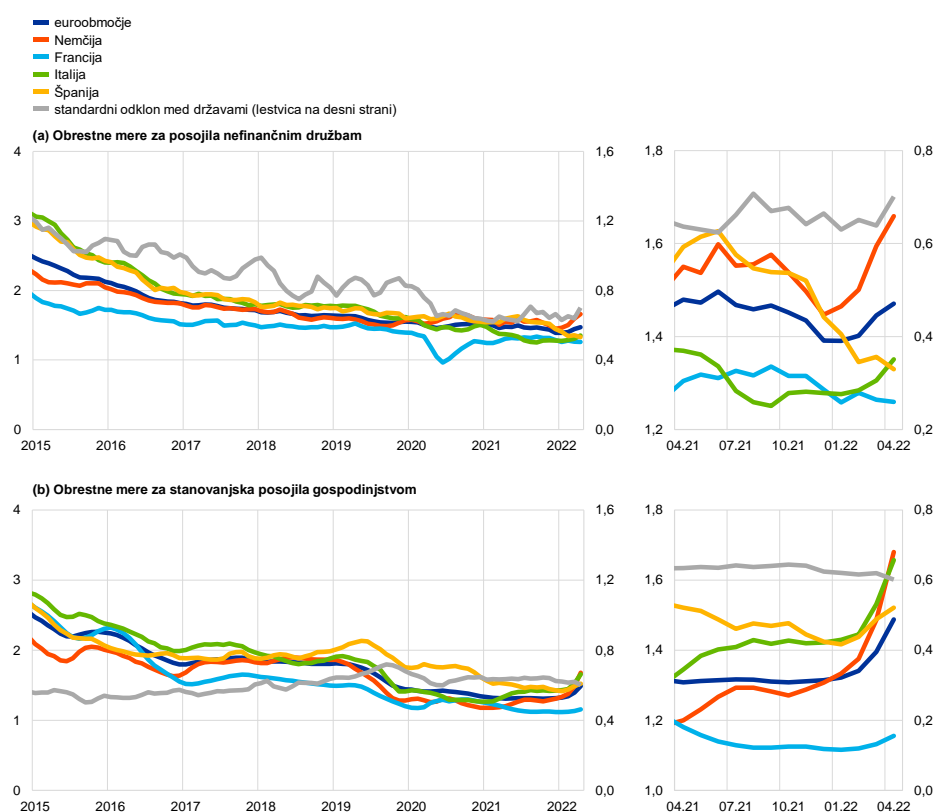
Nedavno strmo povečanje donosnosti državnih obveznic euroobmočja se je začelo prenašati na obrestne mere za posojila, čeprav ostajajo pogoji financiranja za podjetja in gospodinjstva ugodni, disperzija obrestnih mer za posojila pa je po standardnem odklonu med državami omejena (graf 21). Aprila se je skupna obrestna mera bank za stanovanjska posojila gospodinjstvom strmo povečala za 14 bazičnih točk in znaša 1,61%, skupna obrestna mera za posojila nefinančnim družbam pa se je malenkostno povečala na 1,51%. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila se je precej povečal in dosegel ravni izpred pandemije. Hipotekarne obrestne mere so se povečale na splošno v vseh večjih državah v euroobmočju. Banke zaostrejuje kreditne standarde za posojila podjetjem in gospodinjstvom, kar kaže, da se bo ponudba kreditov zmanjšala, to pa bi lahko sovpadlo z višjimi obrestnimi merami za posojila v prihodnjih mesecih. Razlike med povprečnimi obrestnimi merami za nova posojila in povprečnimi obrestnimi merami za nove vloge so bile dolgo časa majhne, vendar so se sedaj precej povečale. Medtem ko so se razlike pri obstoječih poslih še naprej zmanjševale, ker imajo

posojila ponavadi daljše trajanje od vlog in torej traja dlje, preden se cena določi na novo, bosta okolje višjih obrestnih mer in nižja raven nedonosnih posojil podpirala dobičkonosnost bank, če bodo ostali gospodarski obeti dovolj trdni, da ne pride do višjega kreditnega tveganja.²

Graf 21

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

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



Vir: ECB.

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

V obdobju od 10. marca do 8. junija 2022 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja za podjetja precej povečali, stroški lastniškega financiranja za nefinančne družbe pa so se zmanjšali. Povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja je posledica precejšnjega povečanja netveganih obrestnih mer, medtem ko so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic malenkostno zmanjšali. Zmanjšanje stroškov lastniškega financiranja bi lahko bilo posledica zmanjšanja premije za tveganje lastniškega kapitala, ker se je negotovost, vračunana v delniške trge, zmanjšala kljub poslabšanju pričakovanj glede dolgoročne rasti dobička (glej poglavje 4). Povišanje diskontne stopnje je potisnilo stroške lastniškega financiranja navzgor, vendar to ni zadostovalo, da bi odtehtalo zaviralni učinek zmanjšanja premije za tveganje lastniškega kapitala. Ob predpostavki, da so ostali stroški

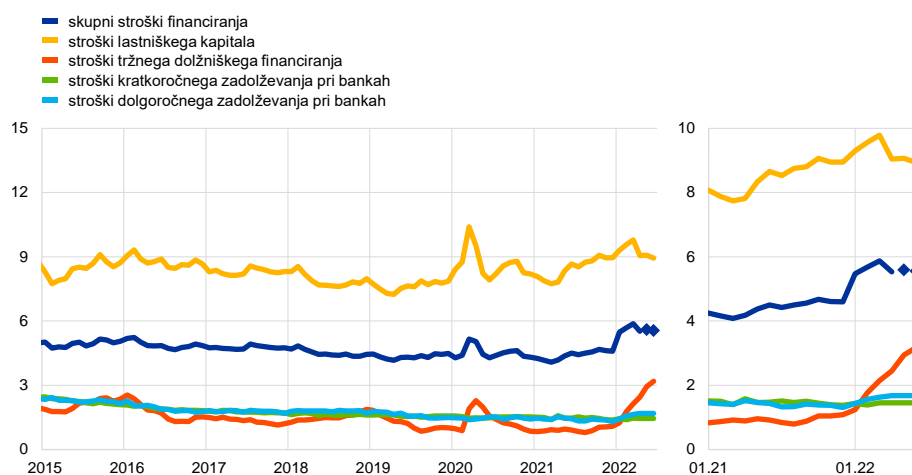
² Glej [Financial Stability Review](#), maj 2022.

bančnih posojil nespremenjeni na aprila zabeleženi ravni, so se skupni stroški zunanjega financiranja 8. junija 2022 po ocenah zmanjšali na 5,6%, potem ko so 10. marca znašali 5,9% (graf 22). Vendar pa so od začetka leta 2022 skupni stroški financiranja dosegli bistveno višje vrednosti od ravni, zabeleženih leta 2020 in 2021.

Graf 22

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(odstotki na leto)



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodri karo oznaki se nanašata na trenutno oceno skupnih stroškov financiranja za maj in junij 2022 (vključeni so podatki do 8. junija 2022), če domnevamo, da bodo stroški zadolževanja pri bankah ostali nespremenjeni na ravni iz aprila 2022. Zadnji podatki so za 8. junij 2022 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevni podatki), za 3. junij 2022 pri stroških lastniškega financiranja (tedenski podatki) in za april 2022 pri stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

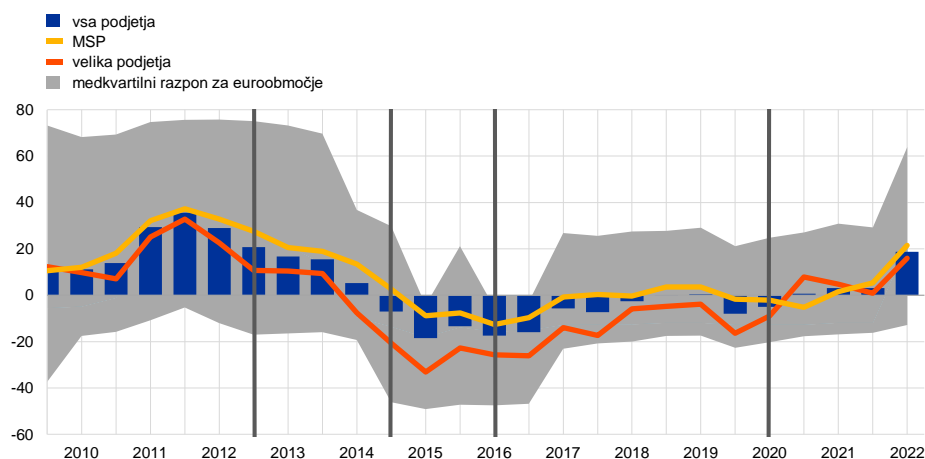
Podjetja so na zaostrovanje pogojev financiranja opozorila tudi v aprilski anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE). Bistveno večji delež podjetij je poročal o povečanju bančnih obrestnih mer (s 5% podjetij v prejšnjem krogu ankete na 34%), pri čemer so bila gibanja podobna po vseh velikostih podjetij in po državah. Hkrati se je še naprej povečeval neto delež podjetij, ki so opozarjala, da se še naprej povečujejo tudi drugi stroški financiranja (npr. opravnine in provizije), ki so se z 29% povečali na 37%, poročala pa so tudi o povečanju zahtev glede zavarovanja. Podjetja v euroobmočju so menila, da je makroekonomsko okolje negativno vplivalo na razpoložljivost zunanjega financiranja (z 8% na neto -29%) in da se je povečala pripravljenost bank, da odobrijo posojila, vendar manj kakor v prejšnjem krogu ankete. Sintetični kazalnik o tem, kako podjetja dojemajo pogoje financiranja, potrjuje poslabšanje po vseh razredih velikosti: okoli 20% velikih ter malih in srednje velikih podjetij (MSP) je opozorilo na poslabšanje kazalnika, ob upoštevanju značilnosti podjetij in pripravljenosti bank, da odobrijo posojila (graf 23).³ Tako visoki odstotki niso bili zabeleženi že od sredine leta 2014 in so skladni z razpoložljivimi informacijami iz bančnega sektorja.

³ Kazalnik je eden od treh glavnih elementov, izpeljanih iz faktorske analize s pomočjo anketnih odgovorov na ravni podjetij od leta 2009, nanaša pa se na cenovne pogoje in pogoje za posojila. Druga dva elementa se nanašata na finančni položaj podjetij (z vidika dobička in prometa) in necenovne pogoje (zahteve glede zavarovanja in druga jamstva). Podroben opis kazalnika je v okvirju z naslovom »Pogoji financiranja z vidika podjetij v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2021.

Graf 23

Pogoji financiranja, kot jih dojemajo podjetja v euroobmočju

(tehtani rezultati)



Vir: Anketa ECB o dostopu podjetij do financiranja.

Opombe: Kazalnik je izračunan s pomočjo faktorске analize. Pozitivne vrednosti pomenijo poslabšanje pogojev financiranja za podjetja. Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Pogoji financiranja z vidika podjetij v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2021. Posamezni rezultati so tehtani z razredom velikosti podjetij, gospodarsko dejavnostjo in državo, da bi odražali ekonomsko strukturo zadevne populacije podjetij. Posamezne dobljene vrednosti so standardizirane, tako da znašajo od -1 do 1, in pomnožene s 100, da bi dobili tehtano ravnotežje v odstotkih. Prva navpična siva črta označuje najavo dokončnih denarnih transakcij, druga navpična siva črta začetek prve serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR I) in politike negativnih obrestnih mer, tretja navpična siva črta začetek 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), ki sovpada z začetkom pandemije COVID-19. Zadnji podatki se nanašajo na obdobje od oktobra 2021 do marca 2022.

Hkrati podjetja v euroobmočju pričakujejo zmanjšanje dostopa do zunanjega financiranja, zlasti do financiranja pri bankah.

Tako podjetja v obdobju od aprila do septembra 2022 pričakujejo poslabšanje dostopa do bančnih posojil (-15%) in kreditnih linij (-10%). Poslabšanje se pričakuje v večini držav in razredov velikosti podjetij. V tem krogu ankete je velik neto delež podjetij v euroobmočju poročal, da so spremembe splošnih gospodarskih obetov negativno vplivale na njihov dostop do financiranja (neto -29%, v primerjavi z 8%), negativen vpliv pa je bil podoben v sektorju MSP in velikih podjetij, čeprav se je razpoložljivost zunanjega financiranja še naprej izboljševala, čeprav počasi. V celoti gledano je majhno izboljšanje dostopa podjetij do zunanjega financiranja večinoma kompenziralo zmerno povečanje potreb po financiranju, tako da je vrzel v zunanjem financiranju – razlika med spremembo povpraševanja po zunanjem financiranju in spremembo ponudbe zunanjega financiranja – dosegla 1% (potem ko je bila v prejšnjem krogu -4%).

Medletna rast posojil nefinančnih družbam in gospodinjstvom je aprila 2022 ostala močna.

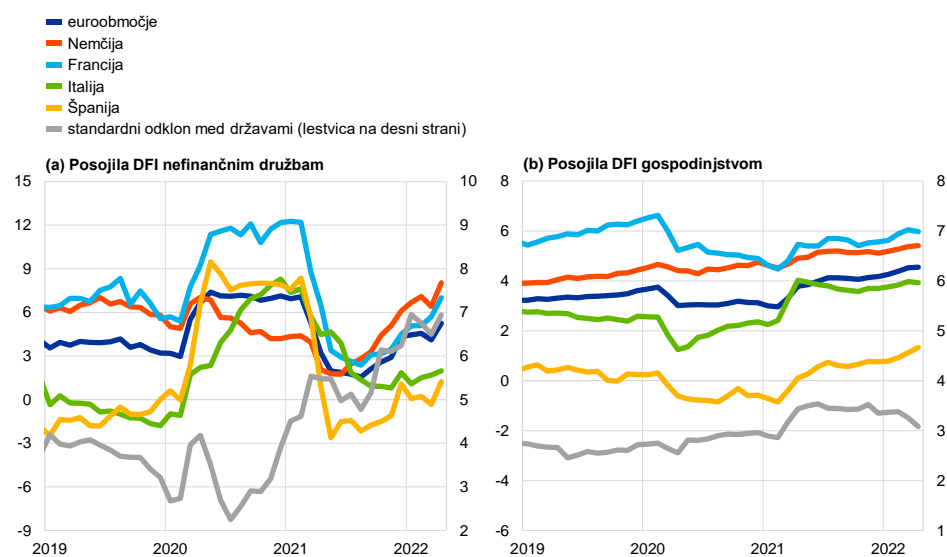
Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je aprila okrepila na 5,2%, potem ko je marca znašala 4,1% in februarja 4,6% (graf 24, slika a). Zadnje povečanje posojil podjetjem je večinoma posledica baznega učinka. Velik je bil prispevek kratkoročnejših posojil zaradi vztrajnih ozkih grl v dobavnih verigah in višjih vhodnih stroškov, oboje pa prispeva k večjim potrebam podjetij po obratnem kapitalu. Nasprotno je bil prispevek dolgoročnejših posojil manjši, ker prevladujoča negotovost zavira potrebe podjetij po financiranju naložb v osnovna sredstva. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je aprila ostala

nespremenjena na ravni 4,5% (graf 24, slika b) ob podpori močnih stanovanjskih posojil gospodinjstvom, potrošniška posojila pa so ostala nespremenjena kljub zmanjševanju zaupanja potrošnikov. [Anketa ECB o pričakovanih potrošnikov](#) je pokazala, da bi bilo lahko to povezano s pričakovanji gospodinjstev, da se bo dostop do kreditov zaostrial in da bodo nominalni stroški posojil prihodnje leto višji. Skupna gibanja posojil na ravni euroobmočja zakrivajo precejšnje razlike po državah, kar je med drugim posledica neenakomernega vpliva pandemije in različnega napredovanja okrevanja gospodarstva po državah.⁴

Graf 24

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

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

Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v prvem četrletju 2022 umiril.

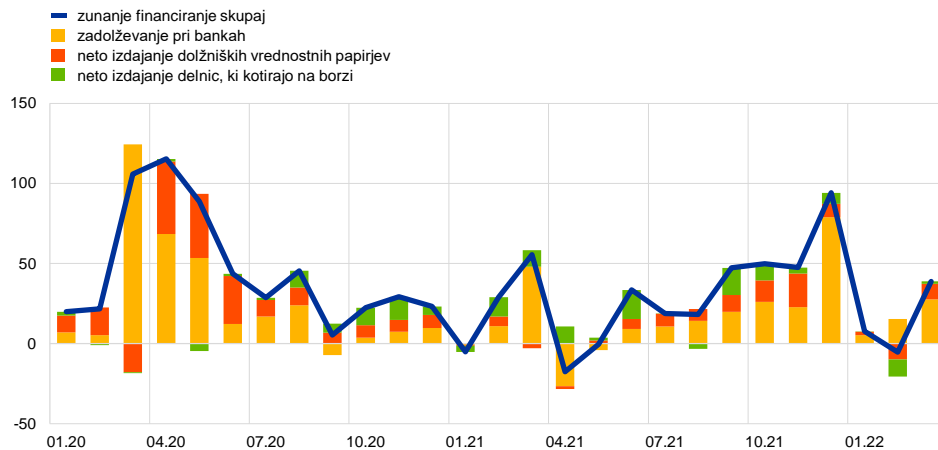
Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je kljub večjim potrebam podjetij po financiranju in še vedno nizkim stroškom dolžniškega financiranja zmanjšala z 2,9% v januarju na 2,5% v marcu. Umirjanje je bilo najbolj očitno v prvih dveh mesecih leta po velikih tokovih ob koncu leta 2021 (graf 25). Marca je tokove zunanjega financiranja podpiral večji obseg bančnih posojil podjetjem zaradi višjih vhodnih stroškov in potrošnje obratnega kapitala, kar je bilo povezano z vztrajnimi ozkimi grli v dobavnih verigah. Medtem ko je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev proti koncu četrletja okrevalo, so podjetja zaradi povečanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja nadomestila izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev z bančnimi posojili. Izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je bilo v prvem četrletju umirjeno, saj je izdajanje zaviral nenavadno velik delež odkupov delnic in višji stroški lastniškega financiranja v primerjavi z drugimi instrumenti financiranja.

⁴ Glej okvir z naslovom »The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

Graf 25

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju

(mesečni tokovi v milijardah EUR)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

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

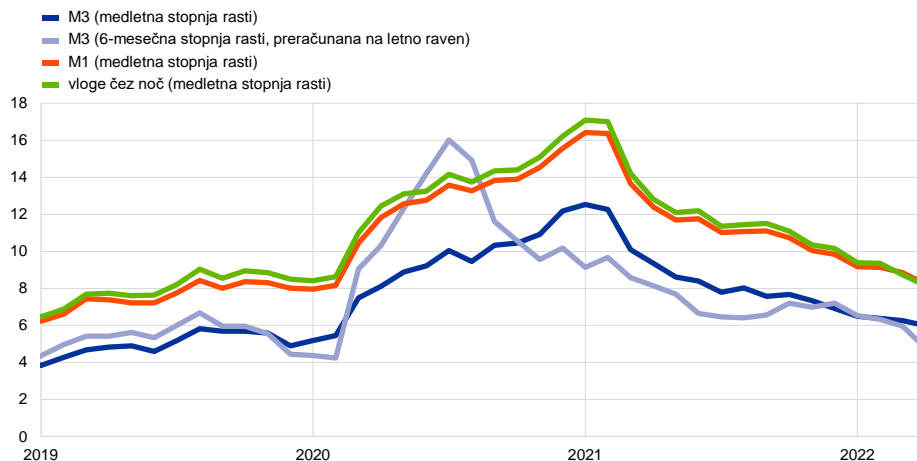
Dinamika akumuliranja vlog podjetij in gospodinjstev se je še zmanjšala z visokih ravni, zabeleženih med pandemijo (graf 26). Aprila se je medletna stopnja rasti vlog čez noč še naprej umirjala in je znašala 8,2% (8,7% marca). Upočasnitev je bila zabeležena pri vlogah čez noč podjetij in gospodinjstev, ker so se z višjimi stroški hrane in energije zmanjšale rezerve gotovine v podjetjih, gospodinjstva pa so imela manj manevrskega prostora za akumuliranje prihrankov. Na dinamiko vlog hkrati vpliva večja negotovost zaradi ekonomskih posledic vojne v Ukrajini. Kot je pokazal izbruh pandemije, se podjetja na večjo negotovost odzovejo s spremembo preferenc glede likvidnosti, kar pomeni precejšnje prilive v vloge čez noč.⁵ Rast vlog v imetju podjetij in gospodinjstev je po državah še naprej raznolika, kar je posledica razlik v potrebah podjetij in gospodinjstev po likvidnosti in nacionalnih ukrepor javnofinančne pomoči.

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

Graf 26

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletna stopnja rasti; 6-mesečna stopnja rasti, preračunana na letno raven; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2022.

Rast širokega denarja (M3) se je še naprej približevala dolgoročnemu

povprečju. Aprila se je medletna stopnja rasti denarnega agregata M3, ki je marca znašala 6,3%, znižala na 6,0%, tako da se je (6-mesečna) stopnja rasti (preračunana na letno raven) prvič po izbruhu pandemije zmanjšala pod dolgoročno povprečje (graf 26). Na strani komponent je bil glavni dejavnik rasti agregata M3 še naprej ožji agregat M1, ki je odražal močno rast vlog čez noč. Na strani protipostavk so krediti zasebnemu sektorju še naprej največ prispevali k medletni rasti agregata M3, medtem ko so prispevki drugih komponent pojemali. Prispevki Eurosistemovih neto nakupov državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji so se zmanjševali, ko so se nakupi v okviru teh programov postopoma zmanjševali. Hkrati ustvarjanje denarja zavirajo višji neto denarni odlivi v tujino, kar je večinoma posledica negativnih vplivov višjih cen energentov na saldo blagovne menjave euroobmočja.

6 Javnofinančna gibanja

Proračunski saldo euroobmočja se bo v obdobju do leta 2024 po pričakovanjih vztrajno izboljševal, čeprav bistveno manj, kot so strokovnjaki ECB predvidevali v makroekonomskih projekcijah marca 2022, in kljub boljšim rezultatom leta 2021 od pričakovanih. Neugodnejši obeti so povezani s slabšanjem ekonomskega cikla, višjimi pričakovanimi plačili obresti in dodatno državno diskrecijsko porabo. Ukrepi javnofinančne pomoči so bili usmerjeni zlasti v preprečevanje naraščanja življenjskih stroškov za potrošnike, pa tudi v financiranje obrambnih zmogljivosti in pomoč beguncem, ki so pobegnili pred rusko vojno v Ukrajini. Strokovnjaki Eurosistema v junjskih makroekonomskih projekcijah kljub temu napovedujejo nadaljnje zmanjševanje proračunskega primanjkljaja v euroobmočju, in sicer s 5,1% BDP leta 2021 na 3,8% leta 2022 in nadalje na 2,4% do konca obdobja napovedi. Po močnem rahljanju med krizo zaradi koronavirusa (COVID-19) leta 2020 se je lani naravnost javnofinančne politike zaostрила ter se bo po napovedih leta 2022 in 2023 še naprej postopoma zaostrovala. Napovedana rahla zaostritev leta 2022 je predvsem posledica odprave precejšnjega dela interventne pomoči za spopadanje s pandemijo COVID-19, kar bodo le deloma odtehtali dodatni spodbujevalni ukrepi v odziv na šok zaradi cen energije in drugi izdatki, povezani z vojno med Rusijo in Ukrajino. Po pričakovanjih bo javnofinančno zaostrovanje leta 2023 nekoliko močnejše, ko se bodo končali številni zadnji ukrepi pomoči za blaženje posledic visokih cen energije. Leta 2024 bo naravnost javnofinančne politike po pričakovanjih bolj nevtralna, čeprav bo v primerjavi z obdobjem pred pandemijo gospodarstvo predvidoma še naprej deležno precejšnje javnofinančne podpore. V okolju okrepljene negotovosti in navzdol usmerjenih tveganj za gospodarske obete zaradi vojne v Ukrajini ter rasti cen energije in nadaljnjih motenj v dobavnih verigah je Evropska komisija 23. maja 2022 priporočila podaljšanje splošne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast do konca leta 2023. To bi javnofinančnim politikam po potrebi omogočilo prilagajanje na spreminjajoče se okoliščine. Ker javnofinančna neravnovesja hkrati še vedno presegajo ravni izpred pandemije, inflacija pa je izjemno visoka, mora biti javnofinančna politika vedno selektivnejša in ciljno usmerjena, da srednjeročno ne bo povečevala inflacijskih pritiskov in bo hkrati zagotavljala srednjeročno finančno vzdržnost.

Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junjskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju napovedi še naprej izboljševal.⁶ Stopnja

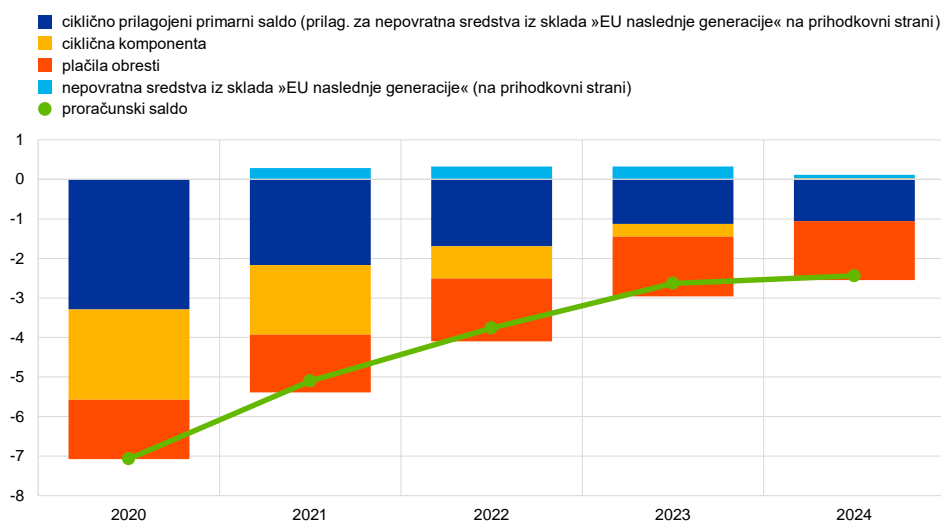
javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju se je leta 2021 znižala na 5,1% BDP, potem ko je v letu 2020 dosegla 7,1%, kar je najvišja raven do zdaj. Po napovedih naj bi se v letu 2022 še znižala na 3,8% BDP in nato leta 2023 na 2,6% ter leta 2024 na 2,4% BDP (graf 27). Potem ko so ukrepi v podporo gospodarstvu zaradi pandemije COVID-19 v letu 2020 znašali okrog 3,9% BDP, naj bi se po ocenah podpora reševanju krize in okrevanju v euroobmočju v letu 2021 povečala na okrog 4,2% BDP. To je posledica dejstva, da so vlade v podporo okrevanju podaljšale veljavnost interventnih ukrepov in postopno povečale njihov obseg oziroma sprejele

⁶ Glej [Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#), objavljene 9. junija 2021 na spletnem mestu ECB.

nove podporne ukrepe, vključno z ukrepi, ki so jih države določile v nacionalnih načrtih za okrevanje in odpornost v okviru svežnja »EU naslednje generacije«.⁷ Prispevek velike negativne ciklične komponente, ki je privedla do velikega povečanja javnofinančnega primanjkljaja v letu 2020, je bil v letu 2021 nekoliko manjši. Na nadaljnje izboljševanje proračunskega salda od leta 2022 dalje naj bi vplival predvsem gospodarski cikel, pa tudi večji ciklično prilagojeni primarni saldo, saj se je začela iztekati veljavnost velikega deleža interventnih ukrepov, novi ukrepi pa so manj obsežni. V celotnem obdobju napovedi bodo plačila obresti po pričakovanjih precej več prispevala k proračunskemu saldu, kot je bilo pričakovati prej. Vendar pa bodo plačila obresti kot delež BDP še vedno večinoma v skladu z dogajanjem v letih 2019–2021. To je posledica dejstva, da so se obrestne mere na nove izdaje državnih dolžniških vrednostnih papirjev sicer precej zvišale, vendar so še vedno blizu povprečne obrestne mere na obstoječi dolg.

Graf 27
Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: ECB in junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju se je leta 2021 precej zaostrila, leta 2022 pa naj bi bila zaostritev manjša, ker države sprejemajo ukrepe v odziv na posledice vojne med Rusijo in Ukrajino.⁸ Zaostritev naravnosti javnofinančne politike, prilagojene za nepovratna sredstva iz sklada

⁷ Nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« v obdobju projekcij v povprečju znašajo okrog 0,5% BDP in se bodo po letu 2023 postopoma zmanjševala. S temi sredstvi naj bi se skupaj z omejenim zneskom posojil financirali proračunski izdatki v višini 2,7% BDP. Javnofinančna gibanja, opisana v tem razdelku, ne vključujejo evropskega nadnacionalnega primanjkljaja in dolga, povezanih s transferji v okviru sklada »EU naslednje generacije«.

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

»EU naslednje generacije«, je leta 2021 v veliki meri posledica nediskrecijskih dejavnikov, medtem ko so diskrecijski javnofinančni ukrepi še naprej podpirali gospodarstvo. V letu 2022 naj bi se naravnost javnofinančne politike nekoliko zaostri zaradi nadaljnega odpravljanja precejšnjega dela interventne pomoči za spopadanje s pandemijo, kar bodo samo deloma odtehtali dodatni ekspanzivni ukrepi. Namen teh ukrepov je preprečevati naraščanje življenjskih stroškov za potrošnike, pa tudi financirati obrambne zmogljivosti in pomoč beguncem pred vojno v Ukrajini. Po napovedih se bo javnofinančno zaostrovanje leta 2023 nadaljevalo, ko se bo po pričakovanjih iztekla večina teh ukrepov. Ob koncu obdobja napovedi se pričakuje na splošno nevtralna naravnost javnofinančne politike, čeprav bodo še naprej veljali precejšnji ukrepi pomoči za gospodarstvo.⁹

Kljub boljšim rezultatom leta 2021 od pričakovanih je bil proračunski saldo za euroobmočje popravljen navzdol v celotnem obdobju napovedi. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bilo razmerje med proračunskim saldonom in BDP v euroobmočju leta 2021 0,4 odstotne točke višje od pričakovanega zlasti zato, ker so prihodki presegle napovedi. Proračunski saldo je bil kljub pozitivnemu učinku osnove za leto 2022 popravljen navzdol za 0,7 odstotne točke, za leto 2023 za 0,5 odstotne točke in za leto 2024 za 0,4 odstotne točke. V obdobju napovedi so ti popravki navzdol skupaj predvsem posledica poslabšanja ciklične komponente in precej višjih plačil obresti, vendar pa k popravkom primarnega salda za 0,3 odstotne točke navzdol za leto 2022 prispevajo tudi dodatni diskrecijski spodbujevalni ukrepi.¹⁰

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki se je leta 2020 zelo povečal, se je leta 2021 nekoliko zmanjšal in se bo po pričakovanjih do leta 2024 počasi zmanjševal do slabih 90%, kar je bistveno več od predkrizne ravni. Po zvišanju stopnje dolga za okoli 13 odstotnih točk v letu 2020 na 97% naj bi v letu 2021 vse manjši, a še vedno velik primarni primanjkljaj po ocenah več kot odtehtalo dejstvo, da je ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP precej prispevala k zmanjšanju dolga. V celotnem obdobju od leta 2022 do leta 2024 naj bi se dolg po napovedih še naprej počasi, vendar vztrajno zmanjševal, saj bo primarni primanjkljaj, ki povečuje dolg, odtehtala še vedno ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter v prvih dveh letih v manjši meri prilagoditev med primanjkljajem in dolgom (graf 28). Delež javnega dolga v razmerju do BDP naj bi se ob koncu obdobja projekcij leta 2024 umiril na slabih 90%, kar je 12 odstotnih točk več kot pred krizo leta 2019.

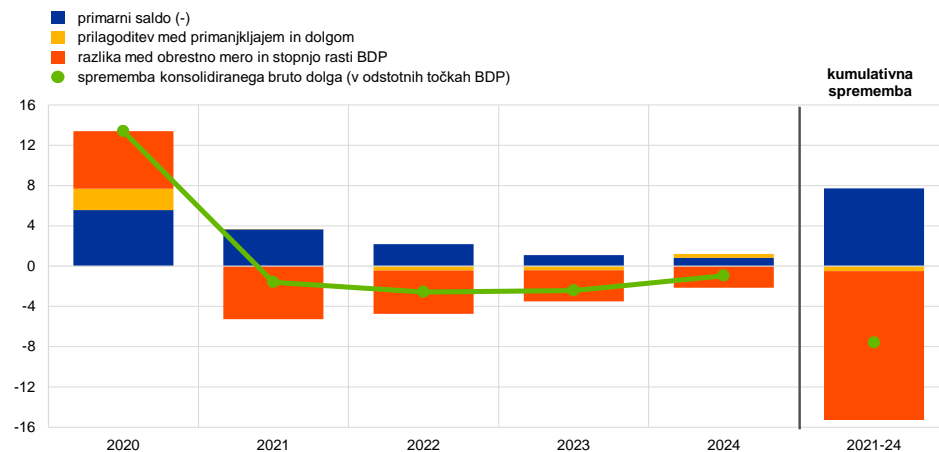
⁹ Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je v letu 2020 znašala -4,0 odstotne točke BDP, v letu 2021 pa po ocenah +1,0 odstotne točke BDP. Po napovedih naj bi po prilagoditvah zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«, v letu 2022 znašala +0,2, v letu 2023 +0,6 in v letu 2024 +0,1 odstotne točke BDP. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila za leto 2022 popravljena za 0,8 odstotne točke navzdol in za leto 2023 za 0,3 odstotne točke navzgor.

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

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: ECB in junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Osnovne javnofinančne predpostavke in projekcije so zlasti zaradi vojne v Ukrajini še naprej zelo negotove. Pri javnofinančnih predpostavkah so tveganja v osnovnem scenariju usmerjena navzgor k dodatnim javnofinančnim spodbudam v bližnji prihodnosti. Po ocenah so tveganja skoncentrirana v letu 2022 in so povezana z nadaljnji kompenzacijskimi ukrepi za energijo in drugimi izdatki zaradi posledic vojne. Tveganja za javnofinančna gibanja v ostalem delu obdobja napovedi so po ocenah približno uravnotežena.

Ciljno usmerjeni in začasni proračunski ukrepi ščitijo ljudi, ki so zaradi višjih cen energije najbolj prizadeti, hkrati pa omejujejo tveganje dodatnih inflacijskih pritiskov. Ob okrepljeni negotovosti in navzdol usmerjenih tveganjih za gospodarske obete zaradi vojne med Rusijo in Ukrajino ter ob naraščanju cen energije in nadaljnjih motnjah v dobavnih verigah je Evropska komisija 23. maja 2022 priporočila podaljšanje splošne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast do konca leta 2023.¹¹ To bi javnofinančnim politikam po potrebi omogočilo prilagajanje na spreminjajoče se okoliščine. Srednjeročno bi se z odločnim premikom v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ in s strukturnimi reformami, ki povečujejo sposobnost gospodarstev v euroobmočju, da okrepijo rast, ustvaril dodaten fiskalni manevrski prostor, hkrati pa bi to prispevalo tudi k zmanjšanju proračunskih neravnovesij.

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

Okvirji

1 Vpliv vojne v Ukrajini na energetske trge v euroobmočju

Pripravili Jakob Feveile Adolfsen, Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis in Tobias Schuler

Vojna v Ukrajini je povzročil strmo rast cen energentov in veliko volatilnost na energetskih trgih. Zaradi strahu pred motnjami v dobavi energentov in vse strožjih sankcij za ruski energetski sektor cene nihajo, ker trgi skušajo oceniti možne posledice za svetovno oskrbo z energijo. Posebej močno so prizadeti energetski trgi v euroobmočju, ki so bili pred invazijo v veliki meri odvisni od dobav iz Rusije. V tem okvirju obravnavamo, kako je vojna v Ukrajini doslej vplivala na energetske trge v euroobmočju. Opisujemo vlogo Rusije v ponudbi energentov v euroobmočju in preučujemo ukrepe, ki so vplivali na cene. V tem kontekstu obravnavamo tudi posledice za nabavne in maloprodajne cene energentov v euroobmočju.

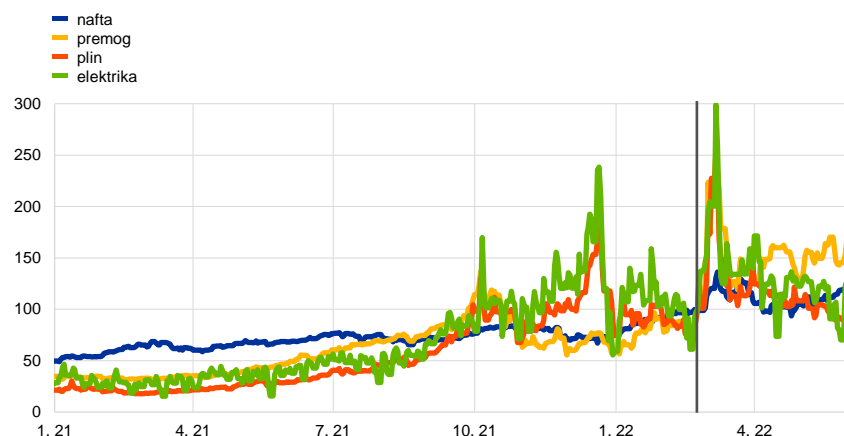
Cene nafte, premoga in plina so poskočile takoj po invaziji Rusije na Ukrajino, od takrat pa so ves čas volatilne. Volatilnost nabavnih cen energentov se je začela povečevati decembra 2021, ko so se množila poročila o možni ruski invaziji na Ukrajino. V prvih dveh tednih po invaziji so se cene nafte zvišale za okrog 40%, cene premoga za okrog 130%, cene plina pa za okrog 180% (graf A). Zaradi višjih cen plina so se v euroobmočju zvišale tudi veleprodajne cene električne energije. Od takrat so se nabavne cene energentov umirile, tako da so cene nafte za 27% višje kot pred invazijo in cene premoga za 50%, medtem ko so cene plina za 11% nižje kot pred invazijo. Cene nafte so v zadnjem času začele ponovno naraščati, ker je EU sprejela dogovor o embargu na večino uvoza ruske nafte in ker se je svetovno povpraševanje po nafti povečalo zaradi rahljanja protikoronskih omejitev na Kitajskem. Veleprodajne cene električne energije so za 8% višje kot pred invazijo, vendar so ostale zelo volatilne, k čemur so prispevali zlasti ukrepi, ki so jih države sprejele zaradi zviševanja cen.

Graf A

Cene energentov pred invazijo na Ukrajino in po njej

Cene energentov

(indeks: 23. februar 2022 = 100)



Viri: Refinitiv, Bloomberg in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Cene nafte so cene surove nafte Brent, cene plina so cene nizozemskega instrumenta TTF (Title Transfer Facility) za en dan vnaprej, cene premoga pa so terminske cene premoga v Rotterdamu (Rotterdam Coal Futures). Veleprodajne cene električne energije v euroobmočju so izračunane kot tehtano povprečje cen (kot utež je uporabljena neto proizvodnja električne energije) na petih največjih trgih. Navpična črta označuje začetek ruske invazije na Ukrajino. Zadnji podatki se nanašajo na 7. junij 2022.

Napetosti pri dobavi energentov iz Rusije bi lahko prizadele euroobmočje prek cen na svetovnih trgih in prek neposrednih dobav. Leta 2019 je ruska

proizvodnja energentov predstavljala 12% svetovne ponudbe nafte, 5% premoga in 16% plina. Leta 2021 je bila Rusija največja dobaviteljica energetskih surovin v euroobmočju, saj je zagotovila 23% celotnega uvoza energije (graf B, slika a). Na Rusijo je leta 2020 odpadlo 23% uvoza surove nafte v euroobmočje in 43% uvoza premoga, kar je predstavljalo 9% oziroma 2% primarne potrošnje energentov v euroobmočju. Še posebej pa je euroobmočje odvisno od ruskega izvoza zemeljskega plina, ki je leta 2020 predstavljal 35% vsega uvoza plina v euroobmočje, kar je 11% primarne porabe energije v euroobmočju (graf B, slika b).¹² Med velikimi državami euroobmočja sta od ruskega plina najbolj odvisni Nemčija in Italija. Pri vsaki analizi gospodarskih posledic vojne za cene energije in dobave v euroobmočju je treba upoštevati stopnjo nadomestljivosti teh virov energije.

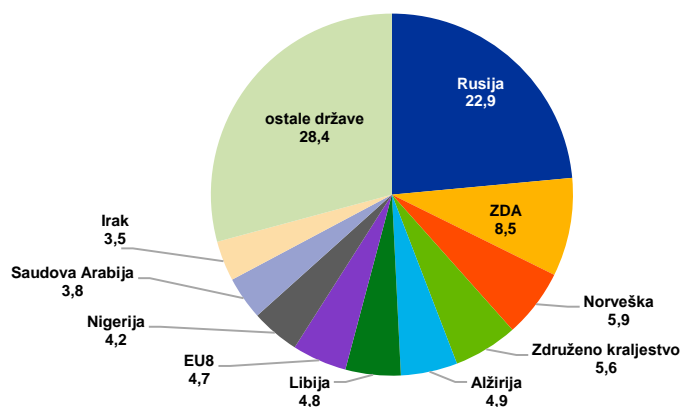
¹² Zemeljski plin je drugi najpomembnejši primarni vir energije v euroobmočju za naftnimi derivati (glej okvir z naslovom »Natural gas dependence and risks to euro area activity«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2022).

Graf B

Delež Rusije v uvozu energentov in plina v euroobmočje

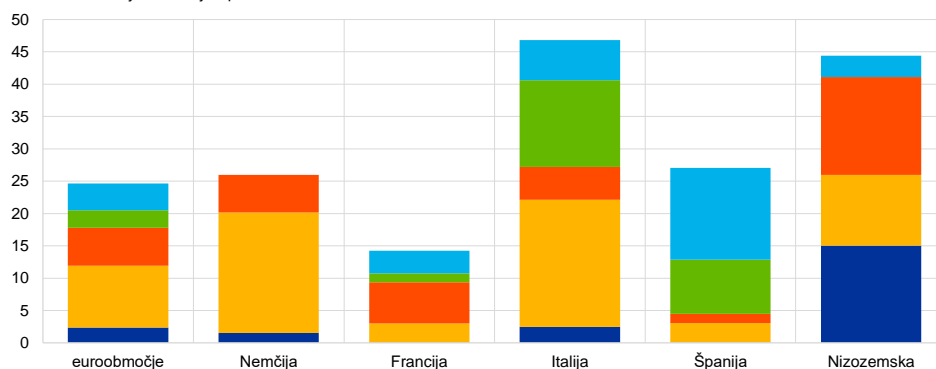
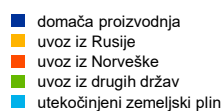
a) Uvoz energentov po državi izvora

(v odstotkih)



b) Delež uvoženega plina v primarni porabi energije*

(v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Uvoz iz drugih držav vključuje uvoz iz Alžirije, Libije in Azerbajdžana. EU8 zajema Češko, Estonijo, Latvijo, Litvo, Madžarsko, Poljsko, Slovenijo in Slovaško. Utekočinjeni zemeljski plin ne vključuje uvoza iz Rusije, Norveške in drugih držav. * prilagojeno za ponovni izvoz. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2021 za sliko a) in na leto 2020 za sliko b).

Evropska unija je uvedla gospodarske sankcije za rusko energetske industrijo, in sicer predvsem za premogovni in naftni sektor.

Sankcije vključujejo tudi prepoved izvoza izdelkov in najsodobnejše tehnologije iz EU, ki bi se uporabljali za razvoj ruskega sektorja nafte in plina. Poleg tega je EU prepovedala uvoz ruskega premoga od avgusta 2022 dalje. Na posebnem zasedanju Evropskega sveta konec maja je bilo sklenjeno, da se ustavi večina uvoza ruske nafte. Dogovor predvideva prepoved vseh pomorskih dobav nafte iz Rusije do konca leta z začasno izjemo za surovo nafto, ki se dobavlja po naftovodih. Čeprav pomorska nafta predstavlja približno dve tretjini celotnega uvoza nafte iz Rusije, se pričakuje, da bo embargo dejansko zajel okrog 90% uvoza nafte iz Rusije, saj sta se Nemčija in Poljska

zavezali, da bosta prenehali uvažati nafto po naftovodih.¹³ Takoj po ruski invaziji na Ukrajino so se evropska podjetja začela »samosankcionirati«, saj so energetske, transportne in zavarovalne družbe prekinile vezi z ruskim energetske sektorjem, tako da se je dobava ruske nafte v Evropo marca zmanjšala za 23%. Rusiji je uspelo preusmeriti izvoz nafte v druge države, denimo v Indijo, vendar se pojavljajo znaki velikega in vztrajnega zmanjševanja ruske proizvodnje nafte. Po napovedih se bo ruska ponudba nafte v drugi polovici leta 2022 zmanjšala za 25% glede na obseg v začetku leta (graf C, slika a).¹⁴ Če bo proizvodnja nafte v Rusiji ostala nizka, bo začelo primanjkovati nafte na svetovnih trgih, razen če bodo drugi večji proizvajalci povečali obseg proizvodnje.¹⁵ Zaradi tega bi se napovedi svetovne ponudbe nafte do konca leta znižale za okoli 3% glede na raven ob začetku invazije (graf C, slika b).

¹³ Po invaziji na Ukrajino so ZDA, Združeno kraljestvo in Kanada prepovedale ves uvoz nafte in plina iz Rusije. Vendar pa je EU bistveno večji uvoznik ruske energije, zato bodo njene sankcije imele večji učinek na ruski energetski sektor.

¹⁴ Proizvodnja surove nafte se je aprila zmanjšala za približno 1 milijon sodov na dan na 10 milijonov sodov na dan.

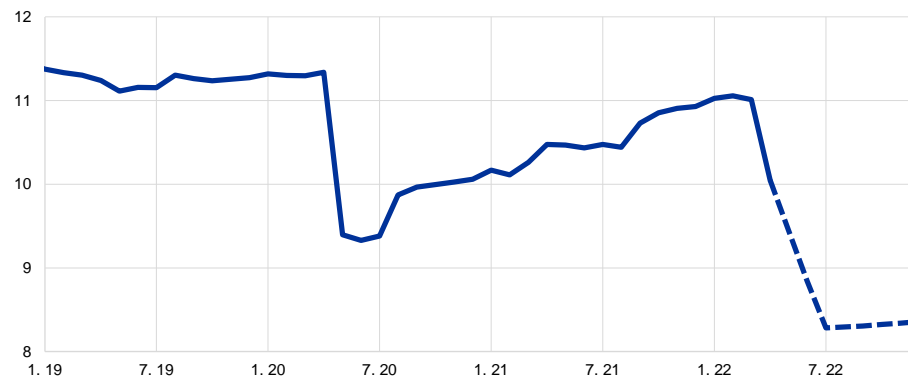
¹⁵ Skupina držav proizvajalk nafte OPEC+ je 2. junija sklenila, da bo julija in avgusta povečala proizvodnjo nafte za skoraj 0,65 milijona sodov na dan, kar je več od načrtovanega povečanja v obsegu 0,4 milijona sodov na dan. To povečanje ni dovolj veliko, da bi v celoti nadomestilo izpad ruske ponudbe.

Graf C

Popravki navzdol v napovedih ponudbe nafte

a) Ruska ponudba nafte

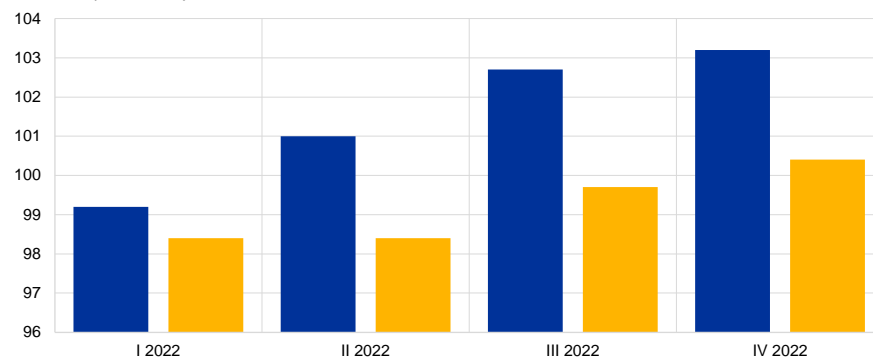
(v milijonih sodov na dan)



b) Svetovna ponudba nafte

(v milijonih sodov na dan)

■ napovedi iz februarja 2022
■ napovedi iz maja 2022



Vir: Mednarodna agencija za energijo (IEA).
Opomba: Ocene so vzete iz mesečnih poročil IEA o trgu nafte.

EU je sprejela ukrepe za neodvisnost od ruskega plina. Medtem ko so sankcije EU za izvoz ruskega plina omejenega obsega, pa je bil odložen tudi začetek delovanja nedavno dokončanega plinovoda Severni tok 2 med Rusijo in Nemčijo. Vojna v Rusiji ima zaenkrat razmeroma majhen vpliv na dobavo ruskega plina v euroobmočje, vendar obstajajo znaki povečanih tveganj za ponudbo plina v euroobmočju. EU si zato prizadeva, da bi odvisnost od ruskega plina do konca leta 2022 zmanjšala za skoraj dve tretjini (načrt »REPowerEU«¹⁶). Približno tretjino ruskega plina namerava nadomestiti s povečanjem uvoza utekočinjenega zemeljskega plina od drugih dobaviteljev, kot sta ZDA in Katar. Še 6% plina naj bi priteklo po plinovodih iz držav, kot je Norveška. V primerjavi z nafto in premogom je plin vir energije, ki ga nekatere države euroobmočja najtežje nadomestijo, saj infrastruktura, ki je potrebna za dostop do drugih dobaviteljev, še ni vzpostavljena. Države, kot sta Nemčija in Italija, si zato prizadevajo za vzpostavitev potrebne infrastrukture z razširitvijo zmogljivosti za ponovno uplinjenje in so že sklenile

¹⁶ Namen načrta je, da EU že veliko pred letom 2030 postane popolnoma neodvisna od ruskih fosilnih goriv, kar naj bi dosegla z izvajanjem vrste pobud, kot so diverzifikacija zalog fosilnih goriv, varčevanje z energijo, hitrejšo uvajanje obnovljivih virov energije ter nadomestitev fosilnih goriv pri ogrevanju in proizvodnji električne energije.

dogovore o dobavi plina z drugimi nadomestnimi dobavitelji.¹⁷ Zaradi prizadevanj držav članic EU, da nadomestijo ruski plin, ter zaradi nizkega povpraševanja zaradi milega vremena so se močno povečale evropske zaloge plina, kar je prispevalo k znižanju cen. Kot povračilni ukrep je Rusija aprila in maja 2022 prenehala dobavljati plin Poljski, Bolgariji, Finski, Danski in Nizozemski, ki so zavrnilo njeno zahtevo, da plin plačujejo v rubljah. Maja 2022 je Rusija uvedla sankcije za poljski del plinovoda Yamal-Europe, po katerem priteka plin v Nemčijo, in za nemško enoto Gazproma, nad katero je nadzor v aprilu prevzel upravitelj nemškega energetskega omrežja.

Nekoliko so k obrzdanju cen energentov prispevali tudi drugi dejavniki. Tako je mednarodna agencija za energijo IEA za zmanjšanje velikih tveganj, ki jih vojna v Ukrajini predstavlja za svetovno ponudbo energije, predstavila načrte za največjo sprostitev strateških rezerv nafte v svoji zgodovini.¹⁸ Poleg tega je ponovna uvedba protikoronskih zaprtij javnega življenja na Kitajskem v začetku leta 2022 sprva prispevala k manjšemu povpraševanju po energentih. Vseeno je v zadnjem času število okužb močno upadlo in obstajajo znaki, da se je maja gospodarska aktivnost izboljšala, tako da se je svetovno povpraševanje po nafti spet povečalo.

Višje nabavne cene energentov so februarja in marca 2022 okrepile pritiske na maloprodajne cene energentov. Inflacija v skupini energentov v indeksu HICP se je februarja zvišala na 32% in marca še nadalje na 44%, nato pa je aprila nekoliko upadla na 38% in maja na 39% (graf D, slika a).¹⁹ Povečanje do marca je povzročila močna medmesečna rast v vseh glavnih skupinah energentov (tekoča goriva, elektrika in plin), ki je bila posledica skoka na svetovnih blagovnih trgih in zviševanja rafinerijskih marž.²⁰

¹⁷ Od ruske invazije na Ukrajino je bil manjši delež uvoza plina nadomeščen z večjim uvozom od drugih dobaviteljev, kot je Norveška. Nemčija je zmanjšala uvoz plina iz Rusije s 55% na 45% in namerava postati skoraj popolnoma neodvisna do leta 2024. Italija je napovedala, da bo do konca leta 2024 popolnoma prenehala uvažati plin iz Rusije in ga bo kupovala od drugih dobaviteljev, kot je Alžirija. Estonija, Latvija in Litva so prav tako prenehale uvažati plin iz Rusije v okviru evropskih prizadevanj za zmanjšanje odvisnosti od ruske energije.

¹⁸ Marca je IEA objavila, da je iz strateških rezerv sprostila skupno 60 milijonov sodov, od česar so polovico prispevale ZDA. Temu je aprila sledila druga objava, da bo v prihodnjih šestih mesecih vsak dan sproščeni 1,3 milijona sodov, od tega 1 milijon sodov dnevno iz ZDA.

¹⁹ Marca so tekoča goriva k višji inflaciji prispevala 22 odstotnih točk, elektrika 12 odstotnih točk in plin 10 odstotnih točk, aprila pa so bili njihovi prispevki 17, 9 in 10 odstotnih točk.

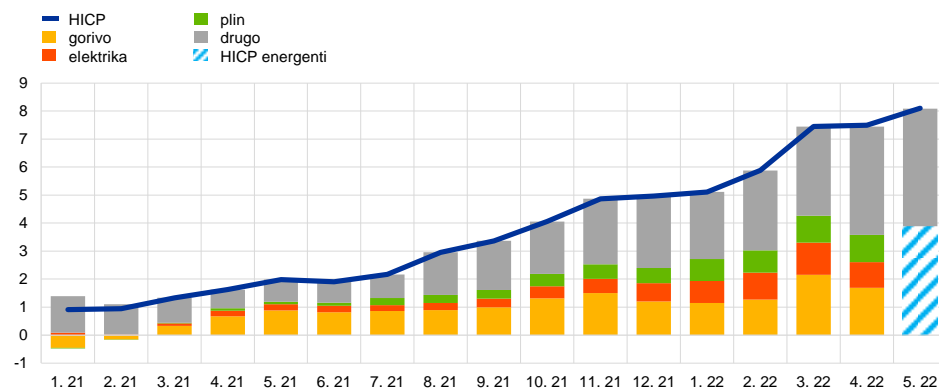
²⁰ Na veleprodajne cene električne energije v Evropi močno vpliva cena zemeljskega plina, saj je proizvodnja elektrike v plinskih elektrarnah pogosto mejna tehnologija, ki določa veleprodajne cene električne energije. Glej tudi članek »[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf D

Rast inflacije v skupini energentov v indeksu HICP so zavrli davčni ukrepi posameznih držav

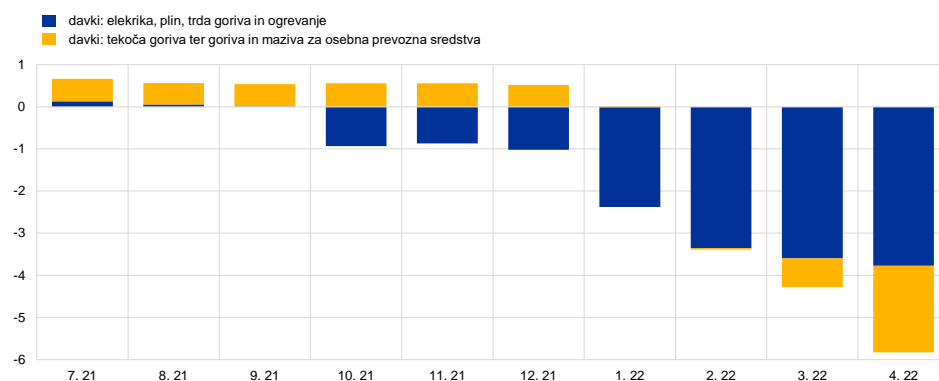
a) Prispevek skupine energentov k skupnemu gibanju indeksa HICP

(v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



b) Prispevek davčnih ukrepov k znižanju inflacije v skupini energentov v indeksu HICP

(v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Vpliv sprememb posrednih davkov se izračuna kot razlika med energetske inflacije po HICP in energetske inflacije po HICP ob konstantnih davčnih stopnjah, pri čemer se predpostavi popoln in takojšen prenos posrednih davkov. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2022 za inflacijo po HICP v skupini energentov in goriva ter na april 2022 za vse druge postavke.

Inflacija v skupini energentov je aprila in maja 2022 ostala visoka, čeprav so pritiski popustili, k čemur niso prispevala le zgoraj opisana gibanja cen energentov, temveč tudi ukrepi, ki so jih posamezne države sprejele za ublažitev razmer. Številne države euroobmočja so sprejele ukrepe pomoči, da bi gospodinjstvom nadomestile upad kupne moči zaradi visokih cen energentov. Večina jih je znižala tudi trošarine in stopnjo davka na dodano vrednost, kar je neposredno prispevalo k znižanju maloprodajnih cen.²¹ Zgolj zaradi sprememb posrednih davkov, ki so jih številne države sprejele od jeseni 2021, je bila inflacija v skupini energentov marca za okrog 4,3 odstotne točke nižja, kot bi bila sicer, aprila pa za 5,8 odstotne točke nižja (graf D, slika b).²²

²¹ Drugi sprejeti ukrepi obsegajo transferje (npr. za gospodinjstva z nizkimi dohodki) ali zgornjo mejo cen na grosističnem trgu. Ti ukrepi niso neposredno vidni v indeksu HICP.

²² Za ponazoritev, kako davki in dajatve prispevajo k skupni ravni cen energentov, glej članek z naslovom »Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices« v tej številki Ekonomskega biltena.

Kako ruska invazija na Ukrajino prek negotovosti vpliva na gospodarsko aktivnost v euroobmočju

Pripravila Alina Bobasu in Roberto A. De Santis

Zaradi ruske invazije na Ukrajino se je negotovost v euroobmočju precej povečala. Medtem ko so zelo visoke cene energentov in ponovno pomanjkanje na strani ponudbe, k čemur prispeva vojna, ključna merljiva dejavnika, ki vplivata na gospodarsko aktivnost, ima pomembno vlogo tudi tretji nemerljiv dejavnik, in sicer povečanje negotovosti. V ekonomski literaturi je šok ob negotovosti opredeljen kot rezultat naključnega dogodka (kot je vojna), zaradi katerega so gospodarski obeti manj predvidljivi.¹ Zaradi povečanja negotovosti se gospodarsko zaupanje poslabša, kar privede do zmanjšanja pričakovane potrošnje gospodinjstev in podjetij. Namen tega okvirja je preučiti makroekonomske posledice velike negotovosti v euroobmočju, ki jo je sprožila invazija na Ukrajino, s poudarkom na BDP, domačem povpraševanju (kot so podjetniške naložbe in potrošnja) in gibanjih v glavnih posameznih sektorjih (kot so predelovalne in storitvene dejavnosti ter sektorja trajnih in netrajnih proizvodov).

Negotovost vpliva na gospodarstvo prek več različnih kanalov. En kanal, ki se v literaturi pogosto omenja, se nanaša na »nepreklicnost naložb«. ² Naložbe je zaradi fiksnih stroškov pogosto zelo težko preklicati. Zaradi vse večje negotovosti se lahko podjetja odločijo, da bodo naložbe odložila oziroma se jim odpovedala, da bi, ko bodo gospodarski obeti jasnejši, sprejela bolj informirane naložbene odločitve. Drug kanal je povezan s »previdnostnim varčevanjem«. ³ Gospodinjstva si kot odziv na šok ob negotovosti (ki lahko negativno vpliva na prihodnje dohodke) prizadevajo več varčevati in manj trošiti. Tretji kanal se nanaša na medsebojno vplivanje med veliko negotovostjo in finančnimi »trenji« (kot so omejitve pri najemanju posojil), ki ima lahko velik vpliv na gospodarsko aktivnost, pri čemer se pogoji financiranja za podjetja in gospodinjstva po šoku ob negotovosti navadno poslabšajo. ⁴

Šoki ob negotovosti se ugotavljajo z modelom strukturne vektorske avtoregresije (SVAR) z omejitvami predznaka in omejitvami glede opisa (graf A). V literaturi se za ugotavljanje takšnih šokov uporabljajo različni pristopi. Navadno se predpostavlja, da nenadne spremembe drugih spremenljivk razen

¹ Glej Jurado, K., Ludvigson, S. C., in Ng, S., »Measuring uncertainty«, *American Economic Review*, 105, št. 3, 2015, str. 1177–1216; in Scotti, C., »Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises«, *Journal of Monetary Economics*, 82, 2016, str. 1–19.

² Glej Bloom, N., »The impact of uncertainty shocks«, *Econometrica*, 77, št. 3, 2009.

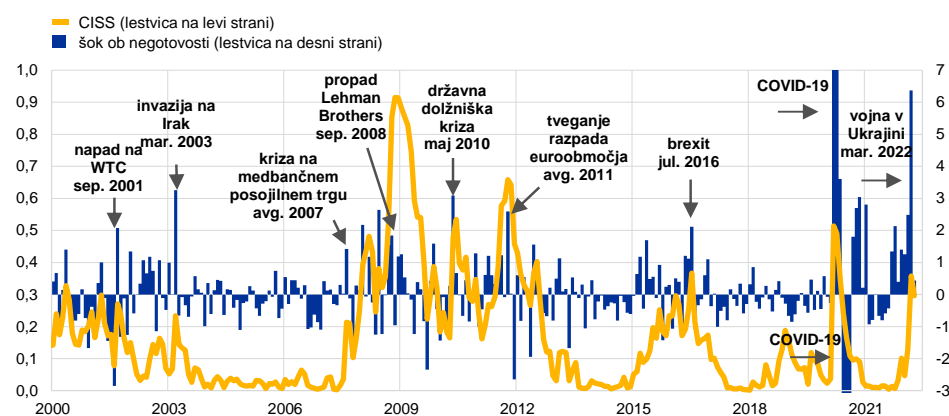
³ Glej Basu, S., in Bundick, B., »Uncertainty shocks in a model of effective demand«, *Econometrica*, 85, št. 3, 2017.

⁴ Glej Christiano, L. J., Motto, R., in Rostagno, M., »Risk shocks«, *American Economic Review*, 104, št. 1, 2014; ter Gilchrist, S., Sim, J. W., in Zakrajšek, E., »Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics«, *NBER Working Papers*, št. 20038, 2014.

negotovosti hkrati na negotovost ne vplivajo.⁵ Vendar lahko vzročnost deluje v obe smeri: šoki ob negotovosti denimo vplivajo na gospodarsko aktivnost, vendar je tudi verjetno, da bodo negativni šoki za gospodarsko aktivnost (tj. negativni šoki na strani povpraševanja) povečali negotovost. V tem okvirju se šoki ob negotovosti ugotavljajo z modelom SVAR z omejitvami predznaka in omejitvami glede opisa, v katerem se upošteva sočasno razmerje med spremenljivkami. Model tako vključuje harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP), mesečno interpolirani BDP, obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, razmike v donosnosti podjetniških obveznic in sestavljeni kazalnik sistemskega stresa (CISS).⁶ Slednji se uporablja za ugotavljanje šokov z omejitvami glede opisa, ob predpostavki, da je mogoče s šokom ob negotovosti pojasniti večino gibanja kazalnika CISS v septembru 2001 (teroristični napad na svetovni trgovinski center v New Yorku) in avgustu 2007 (kriza na medbančnem posojilnem trgu).⁷

Graf A Kazalnik CISS in šoki ob negotovosti

(lestvica na levi strani: indeks CISS (0 = najnižja raven stresa na finančnih trgih; 1 = najvišja raven); lestvica na desni strani: standardni odklon)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Model SVAR je bil ocenjen za obdobje od januarja 1999 do decembra 2019, pri čemer so bili ugotovljeni šoki zaradi pritiska stroškov, šoki v povpraševanju, obrestni šoki, finančni šoki in šoki ob negotovosti. Spremenljivke, vključene v model, so HICP, mesečno interpolirani BDP, obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, razmiki v donosnosti podjetniških obveznic in CISS. Omejitve znaka in omejitve glede opisa so v skladu s pristopom, uporabljenim v Antolíń-Díaz, J., in Rubio-Ramírez, J. F., »Narrative Sign Restrictions for SVARs«, *American Economic Review*, 108, št. 10, 2018, str. 2802–2829. Zadnji podatki se nanašajo na april 2022.

⁵ Za ZDA glej Bloom (2009, op. cit.), Jurado et al. (2015, op. cit.) in Scotti (2016, op. cit.). Za euroobmočje je uporabljen Choleskyjev pristop v okvirju z naslovom »Vpliv nedavnega strmega porasta negotovosti na gospodarsko aktivnost v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020. Podrobna primerjava standardnega Choleskyjevega okvira in nadomestnega pristopa strukturne vektorske avtoregresije (SVAR) je v Bobasu, A., Geis, A., Quaglietti, L., in Ricci, M., »Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area«, *Working Paper Series*, št. 2541, ECB, 2021.

⁶ Za več informacij o tem indeksu glej Holló, D., Kremer, M., in Lo Duca, M., »CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system«, *Working Paper Series*, št. 1426, ECB, 2012.

⁷ Bloom (2009, op. cit.) omenja teroristični napad 11. septembra 2001 kot ključen dogodek negotovosti. V krizi na medbančnem posojilnem trgu avgusta 2007 so potem, ko se je banka BNP Paribas 9. avgusta 2007 odločila zamrzniti tri sklade, izpostavljene ameriškemu trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, na finančne trge vplivale hude likvidnostne težave. Takrat so vlagatelji spoznali, da je treba oceniti, kateri posredniki, ki so imeli v imetju hipotekarne instrumente, so obdržali toksične komponente, in da tega niso sposobni oceniti. Z enakim izzivom so se spopadali na trgu repo pogodb, kjer so gospodarski subjekti te instrumente uporabljali kot zavarovanje kratkoročnih posojil. Medbančni trg, ki zagotavlja likvidnost bankam po vsem svetu, je zaradi strahu pred neznanim v veliki meri presahnil.

Model je ocenjen za obdobje od januarja 1999 do decembra 2019 (tj. brez obdobja koronavirusne krize, saj so po izbruhu pandemije v makroekonomskih časovnih vrstah nastali večji strukturni prelomi). Z ocenjenimi elastičnostmi se nato kvantificirajo šoki ob negotovosti v obdobju do aprila 2022. Z modelom je mogoče zajeti večje dogodke, zaradi katerih se je negotovost povečala, kot sta invazija na Irak v marcu 2003 in propad banke Lehman Brothers v septembru 2008, ter posamezna obdobja iz državne dolžniške krize v euroobmočju. Ocenjeni šoki ob negotovosti se dobro ujemajo s preteklimi političnimi, geopolitičnimi in gospodarskimi dogodki, ki bi bili navadno povezani z veliko negotovostjo, podobno pa zadnja okrepitev negotovosti sovpada s sedanjo vojno v Ukrajini. Ocenjena velikost šoka ob negotovosti v marcu 2022, ki je sledil ruski invaziji na Ukrajino, je približno šest standardnih odklonov, tako da velja za drugi največji šok do zdaj (po epizodi v marcu in aprilu 2020 zaradi pandemije).

Šoki ob negotovosti negativno vplivajo na BDP in domače povpraševanje, pri čemer je vpliv na podjetniške naložbe večji kot na potrošnjo. Potem ko so šoki ob negotovosti ugotovljeni z modelom SVAR, se lahko njihov vpliv na BDP euroobmočja in komponente povpraševanja, stopnjo varčevanja gospodinjstev ter dodano vrednost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih oceni z uporabo okvira »lokalnih« projekcij.⁸ Pristop z lokalnimi projekcijami se običajno uporablja, kadar so šoki ocenjeni kot zunanji v razmerju do obravnavanih spremenljivk. Zaradi ocenjenega šoka ob negotovosti v obdobju od februarja do aprila 2022 naj bi se BDP euroobmočja zmanjšal v primerjavi z ravnijo, ki jo model napoveduje, če ne bi bilo nobenih šokov (»trendna« raven), pri čemer bi v zadnjem četrtletju 2022 dosegel najnižjo vrednost okrog 0,7% (graf B, slika a). Povečanje negotovosti bo predvidoma zaviralno vplivalo na odločitve o potrošnji gospodinjstev in podjetij, pri čemer se bo stopnja varčevanja gospodinjstev v tretjem četrtletju 2022 povečala za okrog 0,4 odstotne točke. Velika negotovost naj bi na podjetniške naložbe vplivala močneje kot na potrošnjo, pri čemer naj bi se ti komponenti povpraševanja v zadnjem četrtletju 2022 zmanjšali za 1,1% oziroma 0,5% glede na trendno raven.

Kar zadeva posamezne sektorje, naj bi šok ob negotovosti na predelovalne dejavnosti vplival bolj kot na storitvene dejavnosti in močneje na sektorje, ki proizvajajo blago z daljšo življenjsko dobo (graf B, slika b). Večji vpliv na predelovalne dejavnosti bi bil lahko posledica dejstva, da je bila proizvodnja v preteklosti bolj dovzetna za ciklična gibanja in je bolj odvisna od vhodnih energetskih surovin (ki so prav tako precej volatilne v različnih ciklih). Kar zadeva sestavo potrošnje, šoki ob negotovosti bolj vplivajo na trajne proizvode kot na netrajne, kar je skladno z dejstvom, da je mogoče izdatke za trajne proizvode kot odziv na negativne šoke odložiti, saj so lahko obstoječi trajni proizvodi zaradi daljše življenjske dobe še vedno uporabni.⁹ Vpliv na trajne proizvode je namreč trikrat večji od vpliva na

⁸ Pri tem postopku se sočasne informacije o obravnavanih spremenljivkah regresirajo v zaporednih obdobjih v prihodnosti; glej Jordà, O., »Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections«, *American Economic Review*, 95, št. 1, 2005, str. 161–182.

⁹ Glej Browning, M., in Crossley, T. F., »Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss«, *Journal of the European Economic Association*, 7, št. 6, 2009, ki sta pokazala, da lahko gospodinjstva kratkoročno zmanjšajo svoje skupne izdatke brez občutnega upada blaginje, če se osredotočijo na zmanjšanje nakupov trajnih proizvodov.

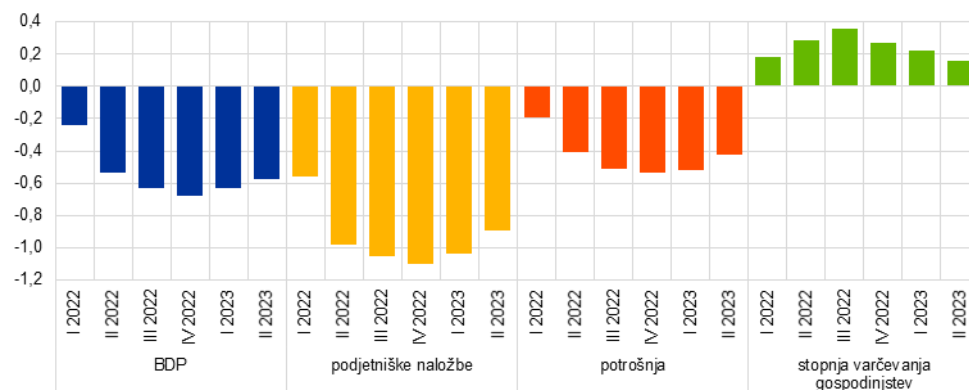
netrajne proizvode.¹⁰ Na splošno so zaradi vojne in zvišanja cen energentov gospodarski obeti bolj negotovi, zlasti v energetske odvisnih sektorjih in sektorjih, ki proizvajajo blago z daljšo življenjsko dobo.

Graf B

Makroekonomske posledice šoka ob negotovosti zaradi ruske invazije na Ukrajino

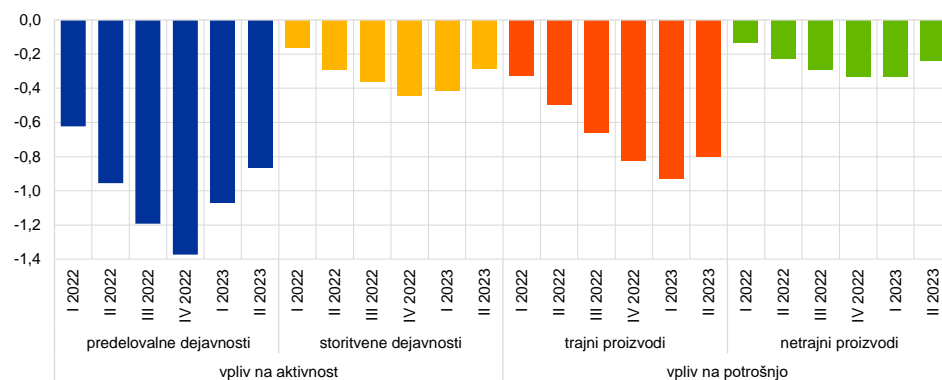
(a) Vpliv na BDP, podjetniške naložbe, potrošnjo in stopnja varčevanja gospodinjstev

(odstotki in odstotne točke; odstopanje od trendnih ravni)



(b) Vpliv na predelovalne dejavnosti, storitvene dejavnosti ter podsektorja trajnih in netrajnih proizvodov

(odstotki; odstopanje od trendnih ravni)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Vpliv je bil ocenjen z okvirom lokalnih projekcij, pri čemer je bil uporabljen šok ob negotovosti, ugotovljen z modelom SVAR, z izločitvijo učinka vseh spremenljivk, vključenih v ta model. Na podlagi elastičnosti, ocenjenih v obdobju od prvega četrletja 2000 do zadnjega četrletja 2019, ter velikosti ocenjenega šoka ob negotovosti med februarjem in aprilom 2022 je bil določen skupni vpliv na gospodarsko aktivnost. Proizvodnja in cene so izražene z medčetrletnimi stopnjami rasti, finančne spremenljivke pa s četrletnimi prvimi razlikami.

¹⁰ **Anketa Evropske komisije kvalitativno potrjuje ekonometrične rezultate.** V anketi so vodilni v podjetjih in potrošniki zaproseni, naj navedejo, kako težko predvidijo stanje poslovanja in finančno stanje gospodinjstva. Od začetka vojne februarja 2022 se je negotovost v industriji povečala bolj kot v storitvenih dejavnostih. Najbolj prizadeta sektorja sta bila gradbeništvo in predelovalne dejavnosti. Skladno z ugotovitvami iz empiričnega modela so te razmere bolj vplivale na negotovost v podsektorju trajnih proizvodov kot na negotovost v podsektorju netrajnih proizvodov.

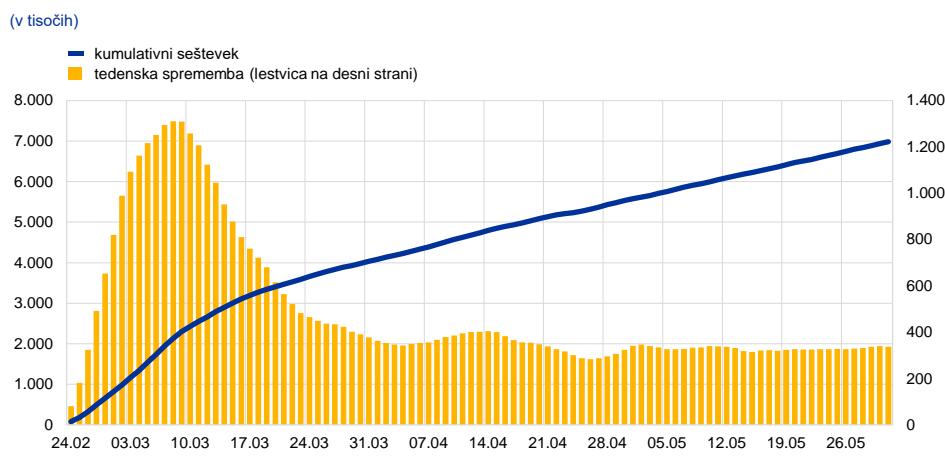
Vpliv pritoka ukrajinskih beguncev na delovno silo v euroobmočju

Pripravil Vasco Botelho

Vojna v Ukrajini je sprožila največje razseljevanje evropskih državljanov po drugi svetovni vojni, pri čemer veliko večino beguncev predstavljajo ženske in otroci.¹ Po podatkih Visokega komisariata Združenih narodov za begunce (UNHCR) je ukrajinske meje prestopilo že okrog sedem milijonov ljudi (graf A).² Kot je razvidno iz grafa A, trenutno iz Ukrajine v sosednje države vsak teden odide v povprečju okrog 330.000 beguncev. UNHCR ocenjuje, da bi lahko do konca leta iz Ukrajine zbežalo skupno do 8,3 milijona beguncev ter da bi bilo lahko zaradi vojne razseljenih in bi potrebovalo humanitarno pomoč do 25 milijonov ljudi.³ Na podlagi te ocene je mogoče pričakovati, da bo skupno število ukrajinskih beguncev v prihodnjih tednih še naprej naraščalo, kar pa je zelo odvisno od trajanja in intenzivnosti vojne. Čeprav se skupno število ukrajinskih beguncev povečuje, je precejšnje število ljudi – okrog 2,1 milijona – začasno ponovno vstopilo v Ukrajino. UNHCR poudarja, da bi bili lahko taki čezmejni premiki nestanovitni in jih ne bi smeli obravnavati kot trajne vrnitve, zato tudi niso bili odšteti od skupnega števila.

Graf A

Število ukrajinskih beguncev, ki so zapustili državo



Viri: UNHCR in izračuni ECB.

Opombe: Število ukrajinskih beguncev je enako skupnemu pritoku beguncev in ne vključuje začasnih čezmejnih premikov. Prav tako ne zajema notranje razseljenih ukrajinskih državljanov. Zadnji podatki se nanašajo na 31. maj 2022.

Precejšen odstotek skupnega števila ukrajinskih beguncev naj bi po pričakovanjih prispel v euroobmočje (tabela A). Med sirsko begunsko krizo leta 2015 je okrog 75% vseh beguncev, ki so prispeli v Evropo, svojo pot končalo v

¹ Za mednarodno primerjavo v zadnjih 60 letih glej <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2022/03/25/after-a-month-of-war-ukrainian-refugee-crisis-ranks-among-the-worlds-worst-in-recent-history>.

² Stanje na dan 1. junija 2022; za najnovejše dnevne podatke glej <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine>. Skupno število sedem milijonov predstavlja 15,9% od 44 milijonov ukrajinskih prebivalcev pred vojno.

³ Za več podrobnosti in najnovejše informacije glej <https://www.unhcr.org/refugeebrief/latest-issues>.

državah euroobmočja. Vendar pa je verjetno, da bodo begunski tokovi v letu 2022 drugačni, saj je Ukrajina vzhodnoevropska država z močnimi vezmi s svojimi sosedi. Pričakuje se, da se bodo mnogi begunci zaradi geografske bližine najprej nastanili v državah, ki mejijo na Ukrajino, in se nato postopno pomikali proti drugim krajem. Na njihovo končno destinacijo bodo vplivali splošna sposobnost držav, da sprejmejo in nastanijo begunce, ter obstoječe ukrajinske skupnosti, ki bi lahko olajšale proces integracije. V letih pred vojno so se ukrajinski migranti navadno naseljevali na Poljskem (53%), Češkem (9%), v Nemčiji (8%) in na Madžarskem (8%), pri čemer se jih je 24% naselilo v euroobmočju. Vendar pa trenutno v euroobmočju živi 75% vseh ukrajinskih migrantov, zlasti veliko v Italiji (30%), Nemčiji (18%) in Španiji (13%). Poleg tega so države v euroobmočju v zadnjem letu dokazale, da so sposobne nastaniti precejšnje število beguncev, ki predstavlja 86% vseh prvostopenjskih prošelj za azil, ki so jih vložili državljani držav nečlanic EU.⁴ V euroobmočju torej že živi precej velika ukrajinska skupnost, zadnje izkušnje drugih beguncev pa bi lahko skupaj z dejstvom, da so države v euroobmočju ekonomsko sposobne sprejeti begunce, še več ukrajinskih beguncev spodbudile k temu, da se sčasoma naselijo v euroobmočju.

Tabela A

Pretekli ukrajinski migracijski vzorci in prošnje za azil, ki so jih vložili državljani držav zunaj EU-27

Območje	Ukrajinski migracijski tokovi v:	Število ukrajinskih migrantov v:	Prošnje za azil, ki so jih vložili državljani držav zunaj EU-27	Normalizirano povprečje
Evropska unija (EU-25)	96%	95%	92%	92%
Euroobmočje (EA-19)	24%	75%	86%	55%

Viri: Eurostat, OECD in izračuni ECB.

Opombe: Odstotki, prikazani v tabeli, so izračunani kot odstotek skupnih tokov v EU-25 (izpuščeni sta Bolgarija in Hrvaška, za kateri ni na voljo podatkov), Islandijo, Norveško, Švico, Turčijo in Združeno kraljestvo, število migrantov v omenjenih državah in število prošelj za azil, ki so jih prejele te države. Odstotki pri ukrajinskih migracijskih tokovih so povprečje za obdobje od leta 2017 do leta 2019, odstotki pri številu ukrajinskih migrantov so povprečje za obdobje od leta 2017 do leta 2020, odstotki pri prošnjah za azil, ki so jih vložili državljani držav zunaj EU-27, pa povprečje za obdobje od leta 2017 do leta 2020. Z normaliziranim povprečjem se upoštevajo razlike v razpoložljivosti podatkov na ravni posameznih držav, pri čemer so uteži obravnavanih območij normalizirane, da bi bile primerljive po posameznih kazalnikih.

Delež ukrajinskih beguncev, ki bodo srednjeročno ostali v euroobmočju, bo odvisen od trajanja in intenzivnosti vojne. Če bodo spopadi postali dolgotrajnejši ali intenzivnejši, se bo število beguncev povečalo. Na podlagi trenutnega števila in točkovne ocene, ki jo je naredil UNHCR, pri izračunih v tem okvirju predpostavljamo, da bo beguncev med pet in deset milijoni. Zaradi dolgotrajnejše in intenzivnejše vojne se bo verjetno zmanjšal tudi delež beguncev, ki se srednjeročno vrnejo v Ukrajino. Glede na to je scenarij, po katerem naj bi bilo beguncev deset milijonov, enak dolgotrajnejši in intenzivnejši vojni, zaradi katere se bo skupno število beguncev povečalo, povečala pa se bo tudi verjetnost, da bodo srednjeročno ostali v državah gostiteljicah.

⁴ To je odstotek vseh prvostopenjskih prošelj za azil, ki so jih državljani držav zunaj EU-27 vložili v državah EU-25 (zaradi razlogov, povezanih z razpoložljivostjo podatkov, sta izpuščeni Bolgarija in Hrvaška), na Islandiji, Norveškem, v Švici, Turčiji in Združenem kraljestvu. Največ prošelj za azil je prejela Nemčija (okrog 38%), sledita Francija (15%) in Italija (11%). Zaradi pritoka beguncev v letu 2015 se je število prvostopenjskih prošelj za azil v letih 2016 in 2017 močno povečalo. Več kot polovica teh beguncev (55%) se je naselila v Nemčiji, čeprav jih je veliko število odšlo tudi na Švedsko, v Italijo in Francijo (8% v vsaki od teh držav).

Delež delovno sposobnih beguncev bo ključen z vidika ugotavljanja vpliva na delovno silo v euroobmočju. Ko je Rusija 24. februarja začela napad, je Ukrajina po vsej državi uvedla vojno stanje, s čimer je moškimi, starimi od 18 do 60 let, preprečila, da bi zapustili državo. Zato so prvi valovi beguncev vključevali starejše, otroke in delovno sposobne ženske. Vendar pa je mogoče pričakovati, da bodo, ko bo vojno stanje odpravljeno, prihodnji valovi vključevali tudi delovno sposobne moške, s čimer se bo odstotek delovno sposobnih beguncev postopoma povečal. V tem okvirju predpostavljamo, da bo v srednjeročnem obdobju med 50% in 75% beguncev, ki bodo prispeli v euroobmočje, delovno sposobnih. Ta predpostavka temelji na dejstvu, da ženske trenutno predstavljajo približno 80% vseh beguncev, s katerimi je bil opravljen razgovor, in da 80% begunk potuje z najmanj enim otrokom.⁵ Delež delovno sposobnih beguncev naj bi bil večji, če bo vojna dolgotrajnejša in intenzivnejša, pri čemer se bodo nekateri delovno sposobni moški sčasoma premestili, da bi se pridružili družinam na tujem, in se pozneje preselili v euroobmočje.⁶ Grobi izračuni tako predvidevajo pozitivno korelacijo med deležem delovno sposobnih beguncev ter trajanjem in intenzivnostjo vojne.

Kljub hitrim političnim ukrepom, ki so jih sprejeli evropski organi, so ovire pri dostopu do trga dela in druga trenja še vedno precejšnje ovire za begunce, saj jim otežujejo vključevanje na trg dela držav gostiteljic, zlasti v kratkoročnem obdobju. Za begunce je postopek dostopa do trga dela države gostiteljice navadno dolgotrajen. Begunci bodo verjetno morali pridobiti azil (in v nekaterih primerih delovno dovoljenje), pridobiti jezikovne veščine in doseči, da se jim priznajo poklicne kvalifikacije. Da bi zmanjšali ovire za integracijo, s katerimi se srečujejo ukrajinski begunci, se je EU dogovorila, da bo ljudem, ki so zbežali pred vojno v Ukrajini, dodelila začasno zaščito, pri čemer jim bo zagotovila takojšnjo pomoč in jim dodelila pravico do dostopa do trga dela. Do začetka maja je več kot 3,5 milijona ukrajinskih beguncev vstopilo v Poljsko, medtem ko se jih je več kot 400.000 registriralo v Nemčiji, 200.000 na Češkem in 100.000 v Italiji.⁷ Vseeno lahko poklicno neskladje med ponudbo in povpraševanjem, nezadostne jezikovne veščine, pomanjkanje otroškega varstva in težave s priznavanjem kvalifikacij pomenijo ovire za integracijo beguncev. Iz nemških podatkov o velikem pritoku beguncev med letoma 2014 in 2016 je denimo razvidno, da je bilo vključevanje na trg dela časovno zelo

⁵ Ti podatki temeljijo na dveh anketah, opravljenih na podlagi partnerstva med Agencijo ZN za ženske in Mednarodno organizacijo za migracije. Rezultati prve ankete so dostopni [tukaj](#), ključna sporočila naknadne ankete pa [tukaj](#). Te ugotovitve je potrdila anketa, ki so jo med 24. in 29. marcem izvedli v Nemčiji v imenu zveznega ministrstva za notranje zadeve. V njej je bilo ugotovljeno, da je 84% ukrajinskih beguncev žensk in da je 58% begunk Ukrajino zapustilo skupaj z otroki. Glavni rezultati te ankete so dostopni [tukaj](#). Stopnja odvisnosti ukrajinskega prebivalstva je v letu 2020 znašala 49%, ta vrednost pa se je tudi uporabila za prilagoditev teh podatkov, saj pomeni, da ljudje v starosti od 15 do 64 let predstavljajo več kot 67% celotnega prebivalstva.

⁶ Dolgotrajnejša in intenzivnejša vojna bi pomenila tudi, da bi delovno sposobni moški v Ukrajini ostali dlje, pri čemer bi se število ljudi, ki bi se morda preselili v tujino, zmanjšalo. Ta učinek je upoštevan pri parametrizaciji. Glede na navedeno velja, da bi imele družine v tem primeru več časa za trajnejšo preselitev in integracijo v drugo državo.

⁷ Pri podatkih za Poljsko so upoštevani le vstopi v državo in ne registracije kot pri drugih državah EU. Registracija implicira upravičenost do dohodkovne podpore in morebiten dostop do trga dela v euroobmočju. Za več podrobnosti in najnovejše informacije glej <https://cream-migration.org/ukraine-detail.htm?article=3573>. V nekaterih [novičarskih člankih](#) so poročali o večjih številkah, saj naj bi po ocenah v Nemčijo po ocenah že vstopilo okrog 610.000 beguncev. Poleg tega sta Eurostat in UNHCR nedavno začela objavljati podatke o beguncih, ki vstopajo v evropske države in se registrirajo za začasno zaščito. Do začetka junija je bilo v celotni Evropi zabeleženih več kot 4,7 milijona posameznih beguncev iz Ukrajine, več kot 2,9 milijona beguncev iz Ukrajine pa se je registriralo za začasno zaščito.

postopno, pri čemer je bilo po dveh letih bivanja v državi zaposlenih le 17% delovno sposobnih beguncev, po petih letih pa manj kot 50%. Stopnja zaposlenosti je bila pri begunkah precej nižja (kar je bilo do neke mere posledica kulturnih ovir v izvornih državah teh beguncev).⁸ Geografska in kulturna bližina Ukrajine z zahodno Evropo ter začasna zaščita, ki jo je EU dodelila ukrajinskim državljanom, naj bi prispevali k zmanjšanju vpliva razlik v institucijah ter poklicnega neskladja med ponudbo in povpraševanjem, s čimer bi se kratkoročno povečala udeležba ukrajinskih beguncev v delovni sili.⁹

Če torej upoštevamo podatke o vključevanju iz prejšnjih begunskih valov in jih prilagodimo sedanjim razmeram, predvidevamo, da srednjeročna stopnja aktivnosti delovno sposobnih beguncev znaša od 25% do 55%. Spodnji konec tega razpona (25%) temelji na stopnji vključenosti, ki so jo prejšnji begunci dosegli po dveh letih bivanja v državi gostiteljici, s prilagoditvijo navzgor, da bi se upoštevala kulturna bližina Ukrajine in vpliv hitrega političnega ukrepanja EU. Zgornji konec razpona (55%) je določen na podlagi zadnjih ocen stopnje aktivnosti delovno sposobnih žensk, ki so v euroobmočje migrirale iz držav zunaj EU-27.¹⁰

Na splošno naj bi se zaradi pritoka ukrajinskih beguncev velikost delovne sile v euroobmočju postopoma povečala. Na podlagi vseh do zdaj predstavljenih predpostavk grobi izračuni kažejo, da se bo delovna sila v euroobmočju srednjeročno v povprečju povečala za od 0,2% do 0,8% (graf B). To je enako povečanju velikosti delovne sile v euroobmočju za od 0,3 do 1,3 milijona kot posledica ukrajinske begunske krize.¹¹

⁸ Za več podrobnosti glej <https://doku.iab.de/kurzber/2020/kb0420.pdf> (v nemščini). Osem najpogostejših izvornih držav prosilcev za azil, ki so v Nemčijo vstopili med letoma 2014 in 2016: Afganistan, Eritreja, Iran, Irak, Nigerija, Pakistan, Somalija in Sirija.

⁹ Okrog 18% ukrajinskega prebivalstva govori angleško na določeni stopnji znanja jezika, pri čemer je bila država leta 2021 glede na indeks EF English Proficiency Index uvrščena na 40. mesto z zmerno ravno znanja angleškega jezika. Za več podrobnosti glej [poročilo EF EPI 2021](#). Kar zadeva kvalifikacije, [podatki Svetovne banke za leto 2014](#) kažejo, da je bilo tistega leta v terciarno izobraževanje vpisanih več kot 80% ukrajinskega prebivalstva, kar je več kot v Nemčiji (74% v letu 2019), Franciji (68% v letu 2019) ali Italiji (66% v letu 2019).

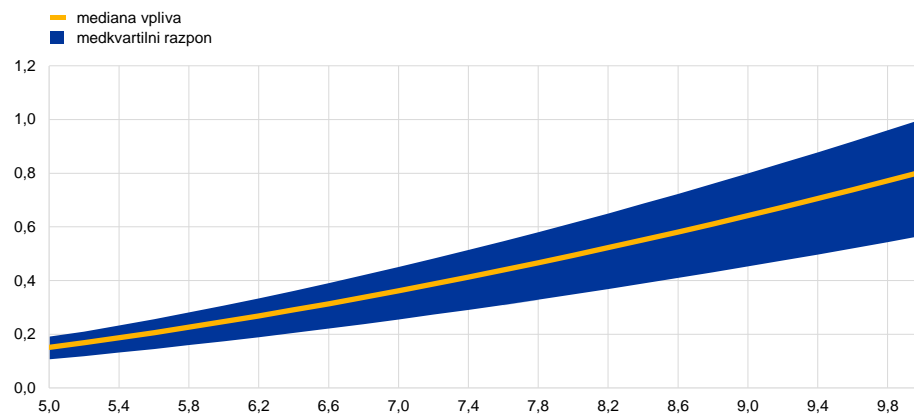
¹⁰ Ta razpon parametrizacije leži znotraj razpona stopenj zaposlenosti beguncev, opazovanih v določenem obdobju, pri čemer upošteva verjetnost, da bo vključevanje zaradi tesnejše geografske in kulturne bližine Ukrajine z euroobmočjem ter hitrega političnega ukrepanja EU hitrejše kot v prejšnjih begunskih valovih, še vedno pa odraža veliko negotovost glede srednjeročnega vključevanja ukrajinskih beguncev na trg dela v euroobmočju. Zato se uporablja za vse scenarije ne glede na intenzivnost vojne.

¹¹ Pri teh srednjih vrednostih se predpostavlja, da se bo v euroobmočju naselilo 55% vseh beguncev. Graf B prikazuje, kako na ocenjeni razpon vplivajo spremembe v odstotku beguncev, ki se naselijo v euroobmočju, pri čemer sta prikazana mediana in medkvartilni razpon za 936 parametrizacij, ki smo jih uporabili pri izračunih.

Graf B

Potencialni srednjeročni vpliv ukrajinskih beguncev na delovno silo v euroobmočju

(os x: število ukrajinskih beguncev v milijonih; os y: ukrajinski begunci kot odstotek delovne sile)



Viri: ZN, Eurostat, OECD, Svetovna banka in izračuni ECB.

Opombe: Delež ukrajinskih beguncev v delovni sili temelji na aktivnem prebivalstvu euroobmočja v starosti od 15 do 74 let v letu 2019. Pri medkvartilnem razponu so na podlagi možnih razponov za odstotek ukrajinskih beguncev, ki se naselijo v euroobmočju (kot je prikazano v tabeli A), in stopnje aktivnosti delovno sposobnih beguncev (ki znaša med 25% in 55% ter predvideva razlike med stopnjami vključenosti beguncev na trg dela v euroobmočju) upoštevane različne parametrizacije grobega izračuna. Te ocene upoštevajo tudi razlike glede deleža delovno sposobnih beguncev v skupnem številu beguncev ter so posledica dejstva, da je odstotek beguncev, ki se v srednjeročnem obdobju vrnejo v Ukrajino, v negativni korelaciji s trajanjem in intenzivnostjo vojne.

S povečanjem ponudbe delovne sile zaradi pritoka ukrajinskih beguncev bi se lahko rahlo zmanjšalo presežno povpraševanje po delovni sili na trgu dela v euroobmočju. Ukrajinski begunci bi lahko, če bodo lahko našli delo brez dolgotrajnega procesa vključevanja, prispevali k odzivanju trga na sedanje živahno povpraševanje po delovni sili in odpravljanju vse večjega pomanjkanja usposobljenih delavcev. Vendar pa je zaradi velike negotovosti glede prihodnjega poteka vojne morebitni vpliv težje natančno oceniti in kvantificirati. Zunaj ozko opredeljenega področja, obravnavanega v tem okvirju, ima pritek ukrajinskih beguncev pomembne posledice tudi za fiskalne vire, stanovanja in zagotavljanje javnih storitev v državah euroobmočja.

Vpliv podnebnih sprememb na aktivnost in cene – rezultati ankete med vodilnimi podjetji

Pripravili Friderike Kuik, Richard Morris in Yiqiao Sun

V tem okvirju so povzeta spoznanja iz zadnje ankete med vodilnimi podjetji o vplivu podnebnih sprememb na gospodarsko aktivnost in cene, ki jo je pripravila ECB. Anketa je bila razdeljena na tri dele ter je vsebovala vprašanja o vplivu podnebnih sprememb ter podnebnih ukrepov in politik na podjetja. V prvem delu so bila podjetja naprošena, naj s svojimi besedami opišejo (i) glavni vpliv na podjetje, ki izhaja iz podnebnih sprememb ter prilagoditvenih in preventivnih ukrepov, (ii) glavne izzive, s katerimi se srečujejo pri prehodu v neto ogljično ničelno gospodarstvo, ter (iii) katere podnebne politike bodo imele po njihovem mnenju največji vpliv in katere bi lahko podjetju pomagale pri prehodu.¹ V drugem delu ankete so bila podjetja vprašana, ali se strinjajo z različnimi izjavami o tem, kako bodo podnebne spremembe ter prilagoditveni in preventivni ukrepi vplivali na podjetje. V tretjem delu so bila naprošena, naj podajo kvalitativno oceno o vplivu podnebnih sprememb na naložbe, zaposlovanje, produktivnost, stroške in cene, z razlikovanjem med vplivom »do« prehoda, »med« prehodom in »po« prehodu v neto ogljično ničelno gospodarstvo. Anketa je bila izvedena v začetku leta 2022, odgovore pa je predložilo 90 velikih in večinoma multinacionalnih podjetij, s katerimi ima ECB stike v okviru rednega zbiranja informacij o podjetjih.² V tabeli A je razčlenjen anketni vzorec po dejavnostih.

Na vprašanje o glavnih vplivih podnebnih sprememb na podjetje sta okoli dve tretjini anketirancev opisali tveganja, povezana s prehodom v neto ogljično ničelno gospodarstvo, polovica pa jih je izpostavila tudi tveganja zaradi spreminjanja podnebja. Tveganja v zvezi z zelenim prehodom so izpostavila zlasti podjetja, ki poslujejo v sektorjih z visokimi emisijami ogljika, ki so posledica njihove lastne proizvodnje, proizvodnje njihovih dobaviteljev ali uporabnikov njihovih proizvodov.³ Taka tveganja se nanašajo zlasti na stroške in tehnološke izzive zaradi prehoda k čistejšim načinom proizvodnje. Okoli 40% anketirancev je opisalo tudi priložnosti, ki bi se lahko pojavile za njihova podjetja, in sicer zato, ker so podjetja že vlagala v alternativne, nizkoogljične proizvode, ali zato, ker izdelki in storitve, ki jih nudijo, pomagajo drugim podjetjem zmanjševati emisije. Fizična tveganja segajo od tveganj, povezanih s pridobivanjem surovin, do integritete proizvodnih obratov, infrastrukture, dobavnih verig, logistike in dobrega počutja delavcev.⁴ Zaradi morebitnega poškodovanja fizičnega premoženja in infrastrukture so fizična tveganja

¹ Prilagoditveni ukrepi se nanašajo na ukrepe, ki so jih podjetja sprejela, da bi se bolje prilagodila podnebnim spremembam in njihovim posledicam. Preventivni ukrepi so ukrepi, sprejeti za zmanjšanje emisij z namenom omejevanja podnebnih sprememb.

² Anketa med vodilnimi podjetji je potekala v okviru dialoga ECB z nefinančnimi podjetji kot posebna anketa poleg rednih krogov ankete. Redna anketa je opisana v članku z naslovom »[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, Frankfurt na Majni, 2021.

³ Tveganja v zvezi z zelenim prehodom so tveganja, povezana z zmanjševanjem podnebnih sprememb, na primer s podnebnimi politikami, tehnološkimi spremembami ali spremembami preferenc in vedenja.

⁴ Fizična tveganja so tveganja, povezana s spreminjanjem podnebja, kar pomeni tako postopno spreminjanje kot tudi večjo pogostost in intenzivnost ekstremnih pojavov.

posebej relevantna za podjetja, ki so odvisna od kmetijskega sektorja ali poslujejo v njem, za podjetja v predelovalnih dejavnostih s potencialno ranljivimi (svetovnimi) dobavnimi verigami, gradbena podjetja in podjetja v sektorju prometa.

Anketiranci pričakujejo, da se bodo s podnebnimi spremembami in prilagajanjem podjetja povečale različne vrste pritiskov na stroške (graf A).

Anketa je to preizkušala z vrsto izjav, s katerimi so se podjetja lahko strinjala ali ne. Več kot 90% anketirancev se je strinjalo, da bodo podnebne spremembe in prilagajanje podjetij podnebnim spremembam terjali naložbe v novo opremo ali procese ter spremembe dobavnih verig, podražili pa se bodo tudi inputi. Več kot tri četrtine podjetij se je strinjalo, da se jim bodo zaradi podnebnih sprememb povečali stroški zavarovanja in da obstaja večje tveganje prekinitve proizvodnje. Na vprašanje, ali bi zaradi podnebnih sprememb preselili del dejavnosti podjetja, je ena tretjina podjetij iz vzorca odgovorila pritrdilno.

Graf A

Izbrani vplivi podnebnih sprememb in prilagoditvenih ukrepov na podjetja

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Podjetja so odgovarjala, ali se zelo strinjajo, strinjajo ali ne strinjajo z izjavo »Podnebne spremembe oz. naše prilagajanje podnebnim spremembam [+ izjava]«. »Odpornjša« oprema ali procesi pomeni oprema ali procesi, ki so manj izpostavljeni tveganjem zaradi podnebnih sprememb, na primer ekstremnim vremenskim pojavom.

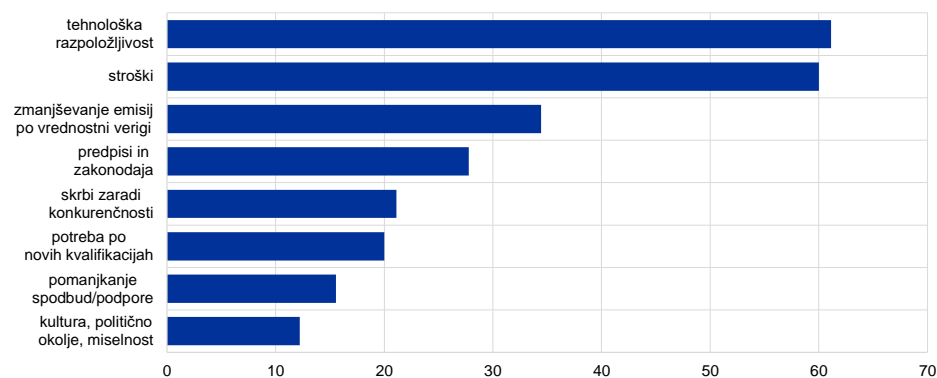
Med glavnimi izzivi zaradi prehoda v neto ogljično ničelno gospodarstvo, ki jih navajajo anketiranci, vključujejo razpoložljivost novih tehnologij in inputov ter stroške. V grafu B so kategorije težav in izzivov, ki jih navajajo anketiranci v zvezi s prehodom. Okoli 60% izzivov se nanaša na »razpoložljivost«, s poudarkom zlasti na nujnosti širše uporabe električne energije iz obnovljivih virov, gradnje elektrovodov in infrastrukture za polnjenje vozil. Navedli so tudi nujnost razvoja in inovacij, na primer v zvezi s tehnologijami za zeleni vodik, zajemom in shranjevanjem ogljika. Poleg tega so številna podjetja kot izziv navedla pridobivanje in recikliranje surovin ter nizkoogljicne predelane materiale zaradi rasti povpraševanja in premalo razvitih nizkoogljicnih alternativ. Podobno število jih je navedlo izzive v zvezi s stroški. Glede tega so podjetja pogosto poudarila, da nizkoogljicne alternative povzročajo višje stroške ali so manj donosne od konvencionalnih alternativ. Naslednji velik razlog za skrb so cenovni pritiski zaradi naraščanja cen surovin, nujnih naložb in nakupa čiste energije. Številni anketiranci so navedli tudi izzive, povezane s prehodom k bolj

zelenim vrednostnim verigam ali z merjenjem emisij po vrednostni verigi, regulativne izzive in izzive zaradi poročanja, skrbi zaradi svetovne konkurenčnosti, pridobivanja potrebne kvalificirane delovne sile, pomanjkanja zadostnih spodbud, miselnosti strank ali zaposlenih ter njihove pripravljenosti na zeleni prehod.

Graf B

Kategorije glavnih izzivov pri prehodu v ogljično ničelno gospodarstvo, ki jih navajajo podjetja

(delež odgovorov, ki navajajo izzive po posameznih kategorijah, izražen v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Kategorije temeljijo na interpretaciji pisnih odgovorov, ki so jo pripravili avtorji. Deleži vseh odgovorov v odstotkih so navedeni za vse vrste izzivov, ki jih je navedlo 10% anketiranih podjetij ali več.

Večina anketirancev se je strinjala, da bi prehod v neto ogljično ničelno gospodarstvo terjal več naložb ter povečal stroške in prodajne cene podjetja (graf C). 80% ali več se jih je strinjalo, da bo zmanjševanje podnebnih sprememb od podjetij zahtevalo, da sprejmejo tehnologije, ki še ne obstajajo, da so potrebne precejšnje naložbe v izdelavo proizvodov na podlagi novih tehnologij ali materialov za zadovoljevanje potreb potrošnikov ter da bi se skupna raven naložb povečala zaradi prizadevanj za zmanjšanje podnebnih sprememb. Nekoliko manjši delež anketirancev je menil, da bi se zaradi podnebnih sprememb povečali stroški kapitala ali stopnja amortizacije premoženja podjetja. 80% anketirancev ali več se je strinjalo, da bodo zaradi zmanjševanja podnebnih sprememb postale surovine in sestavni deli, ki jih uporabljajo, dražji, cene ogljika bodo postale večja stroškovna komponenta, podražila pa se bo tudi energija. Skoraj enako število se jih je strinjalo, da bo to podražilo izdelke oz. storitve, ki jih zagotavlja njihovo podjetje.

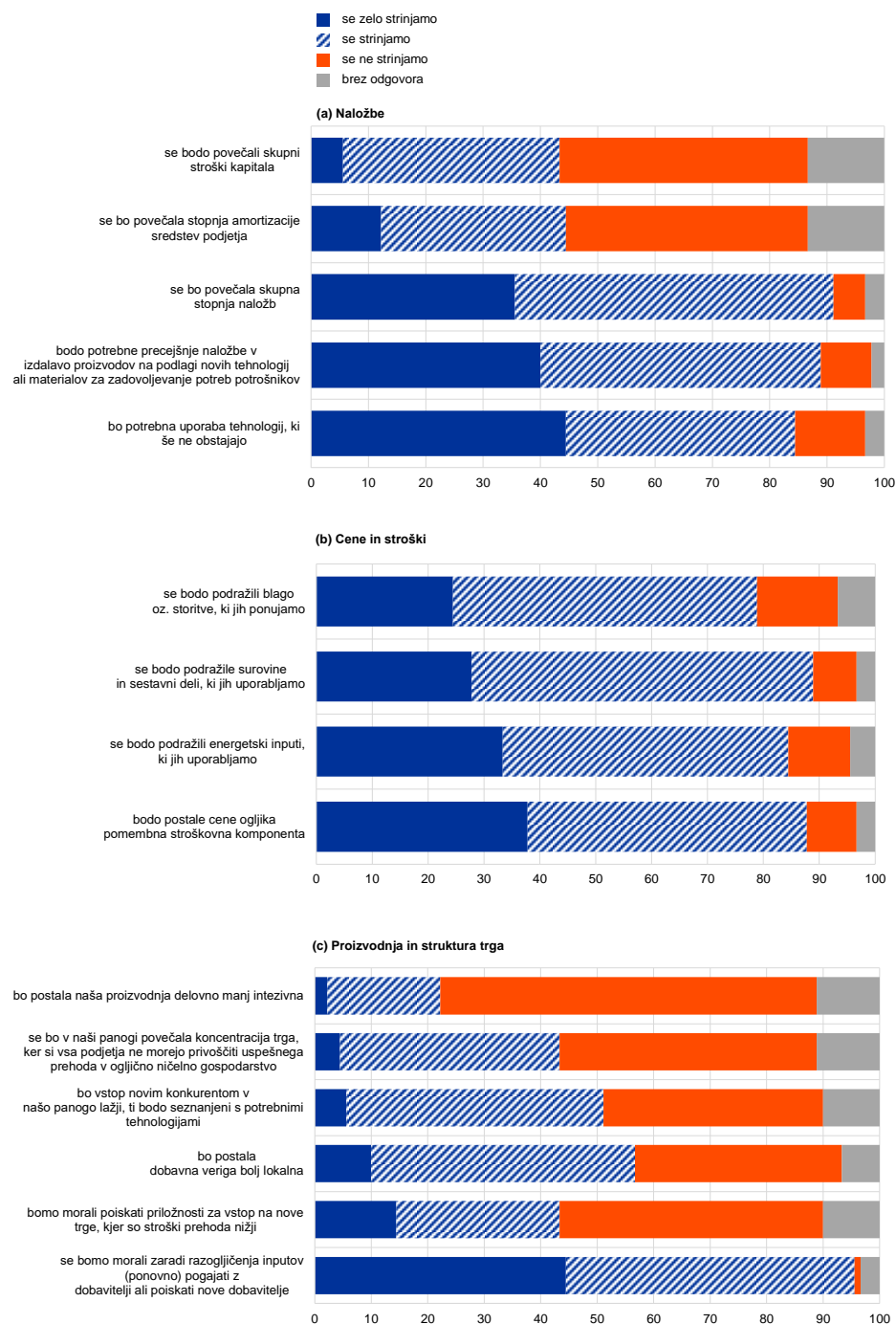
Stališča so bila bolj mešana glede tega, v kolikšni meri bodo podnebne spremembe povzročile spremembe proizvodne in tržne strukture (graf C).

Skoraj vsa podjetja so izjavila, da so se morala zaradi zmanjševanja podnebnih sprememb ponovno pogajati z dobavitelji ali poiskati nove dobavitelje za razogljičenje inputov. Nekaj več kot polovica anketirancev je menila, da bo postala dobavna veriga zaradi zmanjševanja podnebnih sprememb bolj lokalna. Približno polovica pa jih je izjavila, da bo prehod v ogljično ničelno gospodarstvo podjetje spodbudil k vstopanju na nove trge, spodbujal nove konkurente oz. povečal koncentracijo trga v njihovi panogi.

Graf C

Izbrani vplivi prehoda v ogljično ničelno gospodarstvo na podjetja

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Podjetja so odgovarjala, ali se zelo strinjajo, strinjajo ali ne strinjajo z izjavo »Zaradi zmanjševanja podnebnih sprememb (prehod v ogljično ničelno gospodarstvo) [+ izjava]«.

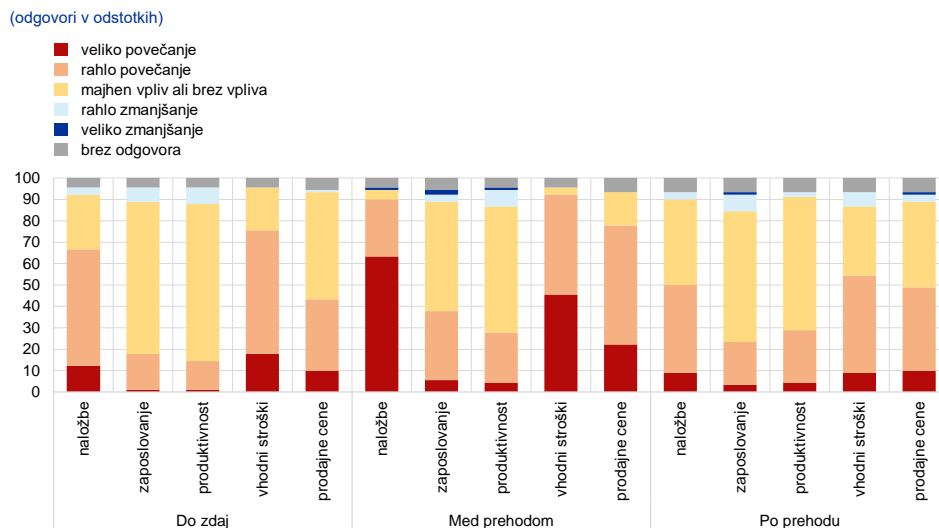
Anketiranci so se na splošno strinjali, da so podnebne politike Evropske unije pomembne (vključno z zelenim dogovorom EU in svežnjem »Pripravljeni na 55«), vendar so pogosto izpostavili specifične težave glede priprave in izvajanja na panožni ravni. Številni so poudarili pomen stabilnega regulatornega

okvira ter nujno doslednost po vseh sektorjih in geografskih območjih. Nekateri so izrazili zaskrbljenost, da bi lahko imela interakcija med različnimi predpisi nepričakovane negativne posledice. Številni anketiranci so izpostavili pomen predlaganega mehanizma EU za ogljično prilagoditev na mejah, čeprav so bila mnenja razdeljena glede tega, ali bo zadostoval za zagotavljanje enakih pogojev in omejil tveganje selitve virov CO₂.⁵ Številni anketiranci so izpostavili vprašanje cene ogljika: za nekatere je bila višja cena ogljika cenovni pritisk, drugi pa so poudarili pomen ustvarjanja ustreznih spodbud z višjimi cenami ogljika.

Odgovori kažejo, da bo splošni rezultat podnebnih sprememb in podnebnih politik povečanje naložb, stroškov in cen, zlasti v fazi prehoda (graf D). 70% anketirancev je izjavilo, da so bile naložbe podjetij zaradi podnebnih sprememb že večje, kakor bi sicer bile, čeprav jih je le 10% navedlo, da so bile bistveno višje. Več kot 90% anketirancev v fazi prehoda pričakuje večje naložbe, več kot dve tretjini pa pričakujeta, da bo povečanje precejšnje. Podoben vzorec odgovorov je zabeležen pri vhodnih stroških in cenah. Skoraj 80% anketirancev pravi, da so se jim vhodni stroški že povečali. Skoraj polovica anketirancev je odgovorila, da so se njihove prodajne cene že povečale zaradi podnebnih sprememb ali podnebnih politik, le majhen del pa je odgovoril, da so bilo povečanje že precejšnje. Učinki na vhodne stroške in prodajne cene se bodo med prehodom po pričakovanih okrepili.

Graf D

Skupni vplivi podnebnih sprememb na naložbe, zaposlovanje, produktivnost, stroške in cene do zdaj, med prehodom v neto ogljično ničelno gospodarstvo in po njem



Vir: ECB.

Opomba: Anketiranci so bili naprošeni, naj ocenijo skupni vpliv podnebnih sprememb na različne vidike v primerjavi s hipotetičnim osnovnim scenarijem brez podnebnih sprememb ali podnebnih politik.

Zgolj majhen delež anketirancev je pričakoval precejšnje povečanje naložb, stroškov in cen zaradi podnebnih sprememb po prehodu (graf D). To kaže, da podjetja pričakujejo, da bo večji del vpliva (vendar ne ves) na naložbe, stroške in

⁵ Selitev virov CO₂ se zgodi, če podjetja zaradi stroge podnebne politike za zmanjševanje emisij v eni državi proizvodnjo preselijo v druge države z manj strogimi podnebnimi politikami, zaradi česar se ustrezno povečajo emisije.

cene omejen na prehodno obdobje. Več kot polovica anketirancev je menila, da bodo naložbe, stroški in cene strukturno višji po prehodu, samo majhen delež (okoli 10%) pa jih pričakuje, da bodo precej višji. Rezultati poleg tega kažejo, da bo skupni vpliv na povečevanje naložb in stroškov po prehodu po pričakovanjih povprečno rahlo manjši kot do zdaj. Nasprotno bodo po pričakovanjih rahlo višji pritiski na rast prodajnih cen.

Tabela A

Sestava anketnega vzorca po glavni dejavnosti podjetij

Dejavnosti na podlagi klasifikacije gospodarskih dejavnosti NACE Rev. 2

Dejavnost	Razčlenitev na podlagi NACE Rev. 2	Število podjetij
Rudarstvo	5–9	2
Proizvodnja živil, pijač in tobačnih izdelkov	10–12	6
Proizvodnja tekstila, oblačil in usnjenih izdelkov	14–16	2
Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja ter tiskanje	16–18	3
Proizvodnja kemikalij, kemičnih in farmacevtskih izdelkov	20–21	7
Proizvodnja gume, plastike in drugih nekovinskih mineralnih izdelkov	22–23	7
Proizvodnja kovin in izdelkov iz kovin	24–25	7
Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov in opreme	26–27	7
Proizvodnja strojev in naprav	28	6
Proizvodnja drugih vozil	29–30	5
Druge predelovalne dejavnosti	32	1
Oskrba z električno energijo, plinom in paro	35	3
Gradbeništvo	41–43	4
Trgovina	45–47	11
Promet in skladiščenje	49–53	8
Informacijske in komunikacijske dejavnosti	58–61	6
Strokovne in poslovne dejavnosti	69–82	5

Vir: ECB.

Pripravili Malin Andersson, Niccolò Battistini, Roberto De Santis in Aidan Meyler

Ali zasebni sektor trenutno pričakuje obdobje stagflacije v euroobmočju? Pred izbruhom vojne v Ukrajini so ponovno odpiranje gospodarstva leta 2021 zavirale vztrajne motnje v dobavnih verigah, blagovna inflacija pa se je že okrepila.¹ Vojna, ki je izbruhnila februarja 2022, je dodatno zaostрила inflacijsko dinamiko zaradi vpliva na cene energentov ter okrepila zaskrbljenost zaradi gospodarskih obetov. To je neizogibno povezano s kratkoročno stagflacijo. Ta pojav je sprožil razprave med ekonomskimi komentatorji, ali je mogoče pričakovati daljše obdobje stagflacije.² Izraz stagflacija nima enotne opredelitve, vendar je povezan s stagnacijo proizvodnje in hkrati vztrajno visoko inflacijo. V tem okvirju pojav stagflacije izpolnjuje tri pogoje: (1) inflacijska pričakovanja so visoka ali se povečujejo na ravni, ki so nezdržljive s ciljem cenovne stabilnosti ECB, ki je 2%, (2) pričakuje se, da bo gospodarstvo stagniralo ali v recesiji, in (3) po pričakovanjih bosta oba pogoja izpolnjena vsaj dve leti (v tem primeru do konca leta 2023). Videti je, da so pričakovanja glede stagflacije povezana s srednjeročnim gibanjem realne rasti BDP in inflacije, ne pa s kratkoročno dinamiko gospodarske aktivnosti in inflacije v četrtletjih tik po ruski invaziji na Ukrajino.

Trenutno euroobmočje doživlja šok na strani ponudbe, podobno kot v 1970-ih letih šok v ponudbi nafte, ki je prizadel pričakovanja gospodinjstev glede gospodarske rasti in inflacije. Zaradi dodatnih neugodnih pretresov na področju ponudbe, ki so posledica vojne, so potrošniki močno popravili svoja pričakovanja glede splošnih gospodarskih obetov za prihodnje leto. To se kaže v mnenjih gospodinjstev iz ankete Evropske komisije o mnenju potrošnikov med februarjem in majem 2022. Anketa je pokazala, da so potrošniki v euroobmočju povečali pričakovanja glede inflacije in zmanjšali pričakovanja glede gospodarskih razmer (graf A). Kako se to primerja z nacionalnimi anketami iz primera stagflacije iz sedemdesetih let prejšnjega stoletja? Takrat je stagflacijo sprožil embargo na nafto, ki so ga napovedale države OPEC oktobra 1973. Novejši popravki pričakovanj gospodinjstev v nekaterih državah euroobmočja so primerljivi popravkom v Franciji in ZDA kmalu po uvedbi embarga na nafto. Vendar pa je potrebna previdnost pri oceni kvantitativnih posledic šoka po državah in po času, ker ankete gospodinjstev podajo zgolj kvalitativne informacije.

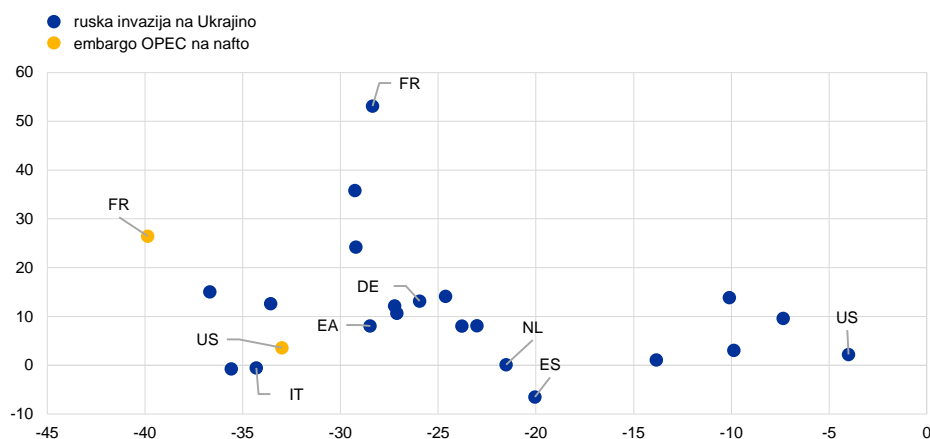
¹ Glej okvir 7 z naslovom »Viri motenj v dobavnih verigah in njihov vpliv na predelovalne dejavnosti v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2021, in okvir 1 z naslovom »Ozka grla v dobavnih verigah v euroobmočju in ZDA: trenutno stanje«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2022.

² Glej na primer Blanchard, O., »Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment«, *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, marec 2022, ter Kilian, L., in Plante, M., »The Russian Oil Supply Shock of 2022«, *Dallas Fed Economic*, Federal Reserve Bank of Dallas, marec 2022.

Graf A

Popravki pričakovanj potrošnikov glede cen življenjskih potrebščin in gospodarskih razmer

(popravki pričakovanj za 12 mesecev naprej; razlike v ravnotežjih v odstotkih, os x: gospodarske razmere; os y: cene življenjskih potrebščin)



Viri: Generalni direktorat Evropske komisije za gospodarske in finančne zadeve, Univerza v Michiganu, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), izračuni ECB.
Opombe: Popravki zaradi ruske invazije na Ukrajino so do februarja do maja 2022 (do aprila 2022 za ZDA) in zaradi embarga Organizacije držav izvoznic nafte (OPEC) na nafto od oktobra 1973 (od novembra 1973 za ZDA) do februarja 1974. Anketni podatki od sedemdesetih let prejšnjega stoletja so na voljo samo za Francijo in ZDA.

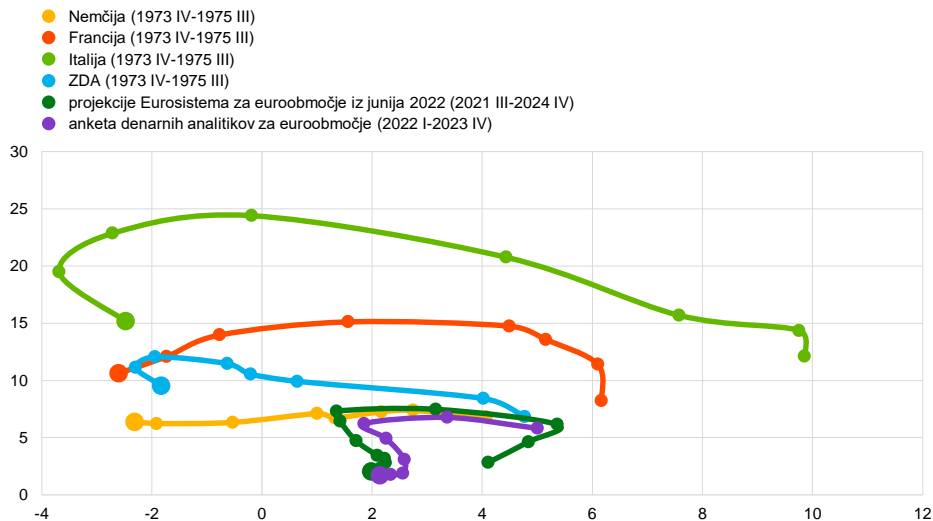
V nasprotju s sedanjimi razmerami so zgodnja sedemdeseta leta zaznamovali vztrajno visoka cenovna in stroškovna inflacija ter zmanjševanje rasti in naraščanje brezposelnosti. Po embargu na nafto oktobra 1973 se je v večini večjih držav euroobmočja in ZDA zelo povečala inflacija, temu pa je sledilo zmanjšanje realne proizvodnje (graf B). V Nemčiji je bilo gibanje inflacije bolj umirjeno, ker je Deutsche Bundesbank sprejela kvantitativni cilj rasti denarja kot pomoč pri nadzoru inflacije po zrušenju sistema Bretton Woods.³ V nasprotju s pričakovanji v sedanjem obdobju je šok na strani ponudbe v sedemdesetih letih sprožil tudi naraščanje brezposelnosti in rast stroškov dela na enoto proizvoda v nekaterih največjih državah euroobmočja, čeprav je ostala rast stroškov dela na enoto proizvoda v Nemčiji in ZDA bolj zmerna (graf C).

³ Glej na primer Issing, O., »Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?«, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marec/april 2005, 87(2, drugi del), str. 329–35, in »The 'great inflation': lessons for monetary policy«, *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt am Main, 2010.

Graf B

Inflacija in realna rast BDP leta 1973 in danes

(medletne spremembe v odstotkih, po četrletjih; os x: rast BDP; os y: inflacija)



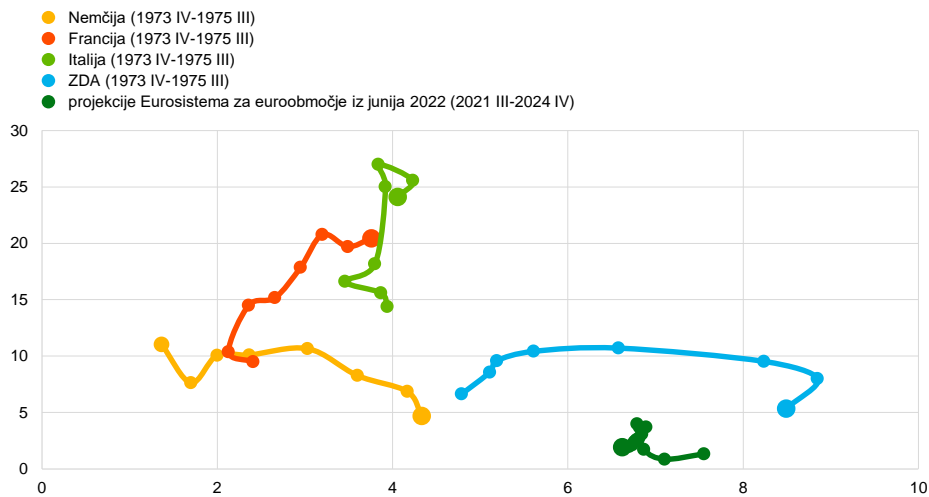
Viri: Deutsche Bundesbank, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), US Bureau of Labor Statistics, Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj, ECB, podatkovna zbirka projekcij ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki za posamezne regije so prikazani z večjim znakom, da se ločijo od prejšnjih podatkov.

Graf C

Brezposelnost in stroški dela na enoto proizvoda po šoku zaradi dviga cene nafte leta 1973 in danes

(os x: brezposelnost kot delež delovne sile; os y: stroški dela na enoto proizvoda; medletne spremembe v odstotkih, po četrletjih)



Viri: Haver, podatkovna baza projekcij strokovnjakov ECB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki za posamezne regije so prikazani z večjim znakom, da se ločijo od prejšnjih podatkov.

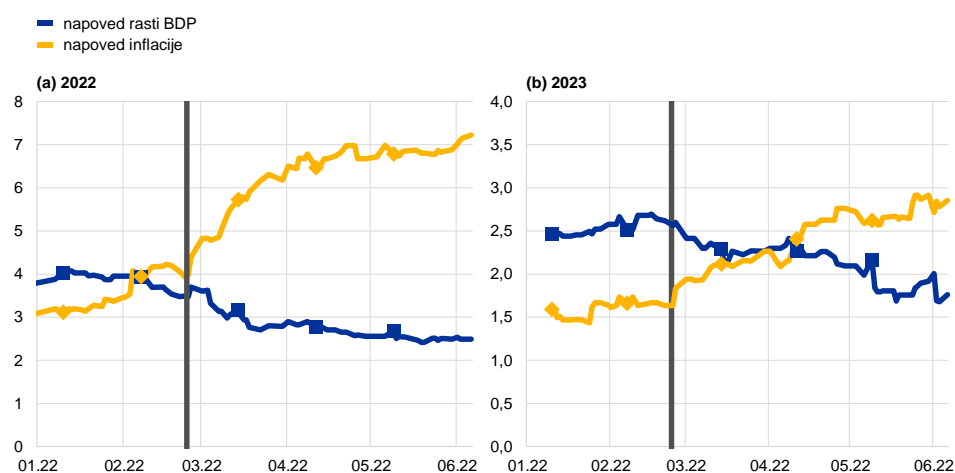
Trenutne napovedi strokovnjakov so še daleč od scenarija stagflacije. To je kljub dejstvu, da najnovejše ankete strokovnjakov od aprila do maja 2022, npr. Consensus Economics, Eurozone Barometer, anketa ECB o napovedih denarnih analitikov in anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov vsebujejo višje napovedi za inflacijo ter nižje za realno rast za leti 2022 in 2023 v primerjavi z začetkom leta. Popravki napovedi so večji za leto 2022 kakor za leto 2023 (graf D).

Vendar pa ostaja za leto 2023 napoved realne rasti BDP, ki jo je pripravil Consensus Economics, nad 2% in samo trije strokovnjaki pričakujejo rast, nižjo od 1%.⁴ Medtem ko naj bi bila po izbruhu vojne inflacija po napovedih v povprečju leta 2023 višja od 2%, večina strokovnjakov pričakuje, da bo v drugi polovici leta 2023 padla pod 2%. Vendar pa sta se povečali negotovost in razpršenost napovedi. Koefficienti variacije pri napovedih inflacije in rasti so se od začetka leta povečali za več kot 30% oziroma 50%.

Graf D

Pričakovanja strokovnjakov zasebnega sektorja glede inflacije in rasti BDP v letih 2022 in 2023

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Consensus Economics.

Opombe: Linije kažejo nadomestne kontinuirane napovedi Consensus Economics, ki se izračunajo vsak delovni dan med datumi za mesečne nadomestne ankete (prejšnja mesečna anketa, v kateri se stare napovedi nadomestijo z naslednjimi novimi ali popravljenimi napovedmi). Kvadratki in karo oznake kažejo povprečno napoved Consensus v redni mesečni anketi Consensus Economics. Navpična črta v grafih označuje datum ruske invazije na Ukrajino, 24. februarja 2022. Zadnji podatki se nanašajo na 6. junij 2022.

Zaradi številnih razlik med sedanjimi gospodarskimi razmerami in tistimi iz sedemdesetih let je pojav stagflacije manj verjeten. Prvič, močno se je zmanjšala odvisnost od nafte, zato so potencialne ekonomske posledice šokov zaradi cen nafte manjši. Hkrati se je močno povečala odvisnost od plina, zato imajo zdaj večjo vlogo zunanji šoki zaradi cen plina. Drugič, tveganje velikih sekundarnih učinkov na inflacijo se je zmanjšalo kljub velikemu pomanjkanju delovne sile, ker so formalne sheme indeksacije plač manj običajne, delavci pa so manj povezani v sindikate.⁵ Tretjič, trenutne napovedi realne rasti BDP še vedno deloma odražajo okrevanje povpraševanja po pandemiji. To ni samo posledica sproščanja omejitev in ponovnega odpiranja gospodarstva, ampak tudi podpore različnih politik (npr. »EU naslednje generacije« in drugi nacionalni izvedbeni načrti). Če nazadnje primerjamo še strategije, ki so jih izvajale različne nacionalne denarne oblasti v sedemdesetih

⁴ Omeniti je treba tudi, da noben strokovnjak za leti 2022 in 2023 ne napoveduje tako imenovane tehnične recesije (tj. dveh zaporednih četrtletij negativne medčetrletne rasti BDP).

⁵ Glej okvir 7 z naslovom »The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2021.

letih, je današnja strategija denarne politike euroobmočja bolj jasno usmerjena v sidranje inflacijskih pričakovanj in srednjeročno znižanje inflacije na 2%.⁶

⁶ Glede sidranja inflacijskih pričakovanj v euroobmočju glej na primer Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S. in Swanson, E. T., »[Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area](#)«, *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, letnik 93(1), februar 2011, str. 350–364. Za primerjavo z ZDA glej Beechey, M. J., Johannsen, B. K., in Levin, A. T., »[Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?](#)«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, letnik 3, št. 2, april 2011, str. 104–129. Za širšo primerjavo z drugimi razvitimi gospodarstvi glej Gürkaynak, R. S., Levin, A. T., Marder, A. N., in Swanson, E. T., »[Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere](#)«, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007, str. 25–47. Za povezavo med denarno politiko in indeksacijo plač glej Hofmann, B., Peersman, G., in Straub, R., »[Time variation in U.S. wage dynamics](#)«, *Journal of Monetary Economics*, letnik 59, št. 8, 2012, str. 769–783.

Skokovit porast inflacije v skupini hrane v euroobmočju in vpliv rusko-ukrajinske vojne

Pripravila Katalin Bodnár in Tobias Schuler

Inflacija v skupini hrane v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, je maja 2022 dosegla novo najvišjo raven, ker so se že obstoječi cenovni pritiski v živilskem sektorju okrepili po ruski invaziji na Ukrajino. Vojna in njene posledice ovirajo uvoz energentov in prehranskih surovin v euroobmočju in prispevajo k višjim svetovnim cenam. Zaradi tega se krepijo že obstoječi pritiski na živilskih trgih po svetu in v euroobmočju. V tem okvirju se obravnavajo gibanje inflacije v skupini hrane v euroobmočju in kanali, prek katerih rusko-ukrajinska vojna vpliva na inflacijo.

Inflacija v skupini hrane se je zviševala že pred rusko invazijo na Ukrajino (graf A). Cene hrane lahko pomembno vplivajo na skupno inflacijo v euroobmočju, ker je utež hrane v potrošniški košarici velika (malce več kot 20%) in je inflacija v skupini hrane močno volatilna.¹ Medletna inflacija v skupini hrane se je v prvem valu pandemije koronavirusa (COVID-19) rahlo zvišala zaradi omejitev v ponudbi, nato pa se je znižala. Od zadnjega četrletja 2021 se je inflacija v skupini hrane pospešila ter dosegla 3,5% januarja 2022 in 7,5% maja 2022, kar je najvišja raven od začetka monetarne unije. Pred tem je bila najvišja vrednost medletne inflacije v skupini hrane zabeležena na začetku leta 2002 (5,6%), ko so zdravstveni problemi, povezani z boleznimi živali, ustvarili pritiske na zvišanje cen nepredelane hrane,² in v letu 2008 (6,1%), kar je bil odraz zvišanja svetovnih cen prehranskih surovin in gnojil.³ Inflacija v skupini hrane je aprila 2022 v ZDA znašala 9,4% in v Združenem kraljestvu 6,7%, torej je bila v obeh državah višja kot v euroobmočju. Vseeno pa se je v zadnjih treh mesecih medletna inflacija v skupini hrane v euroobmočju pospešila bolj (za 2,8 odstotne točke od januarja 2022) kot v drugih dveh gospodarstvih (2,4 odstotne točke tako v ZDA kot v Združenem kraljestvu v istem obdobju).

¹ Glej okvir z naslovom »Recent developments in euro area food prices«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

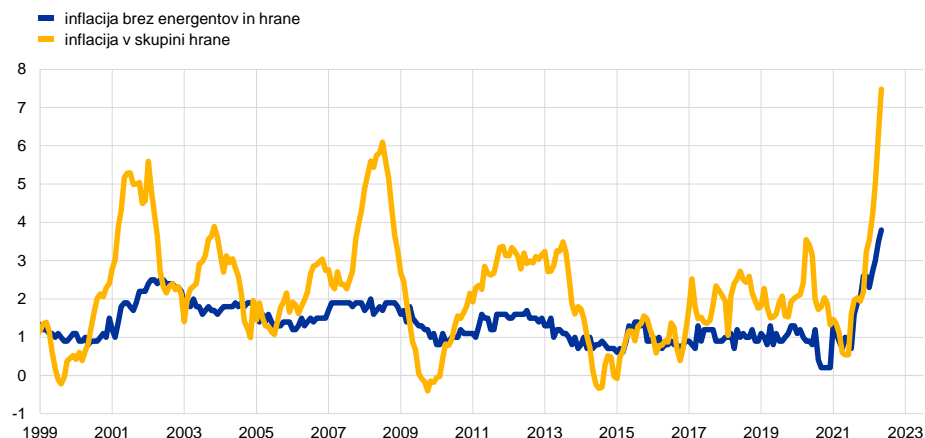
² Glej okvir z naslovom »Novejša gibanja cen nepredelane hrane«, *Mesečni bilten*, številka 9, ECB, 2013.

³ Glej okvir z naslovom »Kmetijske surovine in cene hrane v indeksu HICP euroobmočja«, *Mesečni bilten*, ECB, junij 2010.

Graf A

Inflacija, merjena z indeksom HICP, in inflacija v skupini hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki: maj 2022.

K velikemu zvišanju inflacije v skupini hrane v euroobmočju od sredine leta 2021 je večinoma prispeval porast cen prehrabnih surovin in energentov na mednarodnih trgih, ki se je pospešil po ruski invaziji na Ukrajino (graf B). Cene prehrabnih surovin na mednarodnih trgih so občutno porasle v drugi polovici leta 2021 predvsem zaradi višjih cen energentov, še posebej zemeljskega plina.⁴ Visoke cene energentov vplivajo na inflacijo v skupini hrane prek treh kanalov. Prvič, kmetijska proizvodnja in predelava hrane sta energetske intenzivni. Pri pridelavi poljščin se na primer porabi veliko goriva za kmetijske stroje, zato se visoke cene energentov običajno hitro prenesejo v višje proizvodne stroške. Drugič, zemeljski plin je vhodna surovina v proizvodnji gnojil, zato se ob višjih cenah plina zvišajo cene gnojil, kar še poveča kmetijske vhodne stroške. Tretjič, naraščanje stroškov prevoza vpliva na cene hrane, obenem pa je zaradi tega tudi dražje nadomestiti surovine s surovinami iz bolj oddaljenih virov.⁵ Cene prehrabnih surovin na mednarodnih trgih so se zvišale tudi zaradi neugodnih vremenskih razmer na nekaterih območjih. Poleg tega je k cenovnim pritiskom prispevalo tudi zvišanje transportnih stroškov, ki so povezani z ozkimi grli v svetovnih dobavnih verigah. Ob ruski invaziji na Ukrajino so cene nekaterih prehrabnih in energetskih surovin občutno poskočile, kar odraža vlogo obeh držav kot velikih dobavitelj nekaterih prehrabnih surovin na svetovni ravni.⁶ Tako so se strmo zvišale cene pšenice in koruze. Obenem so se tudi

⁴ Glej okvir z naslovom »Gibanje cen energetskih surovin in vpliv na projekcije cen energentov v indeksu HICP«, *Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje*, ECB, december 2021.

⁵ Glej Monforti-Ferrario, F., Dallemand, J., Pinedo Pascua, I., Motola, V., Banja, M., Scarlet, N., Medarac, H., Castellazzi, L., Labanca, N., Bertoldi, P., Pennington, D., Goralczyk, M., Schau, E., Saouter, E., Sala, S., Notarnicola, B., Tassielli, G. in Renzulli, P., »Energy use in the EU food sector: State of play and opportunities for improvement«, *JRC Science and Policy Report*, Urad za publikacije Evropske unije, Luksemburg, 2015.

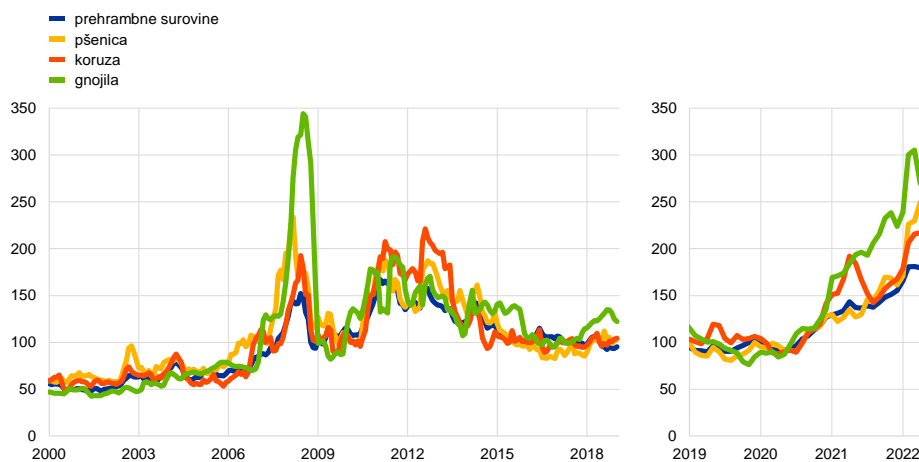
⁶ Več o energetskih surovinah je v okvirju z naslovom »Vpliv vojne v Ukrajini na energetske trge v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

svetovne cene gnojil zvišale z že sicer visoke ravni, zato so bile skoraj 200% višje kot pred dvema letoma.⁷

Graf B

Svetovne cene prehranskih surovin in gnojil

(indeks: 2020 = 100)



Viri: Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut (HWWI), Refinitiv in Svetovna banka.

Opombe: Zadnji podatki: maj 2022. Prehranske surovine vključujejo kakav, kavo, koruzo, sojo in pšenico. Cene gnojil se nanašajo na gnojilo z diamonijevim fosfatom.

Močne posledice vojne za živilski sektor v euroobmočju je mogoče pojasniti z neposrednim vplivom vojne na proizvodno in izvozno zmogljivost v Ukrajini ter s trgovinskimi omejitvami in povečano negotovostjo v Ukrajini, Rusiji in Belorusiji. Prvič, Ukrajina je uvedla prepoved izvoza nekaterih prehranskih proizvodov.⁸ Proizvodna zmogljivost bo prizadeta tudi dolgoročneje, ker poljščin ni mogoče posaditi ali pobrati na območjih, ki jih je vojna neposredno prizadela, na voljo ni delavcev za proizvodnjo, proizvodna in prometna infrastruktura pa sta poškodovani. Drugič, prevoz prehranskih surovin iz Rusije je postal dražji zaradi zvišanja zavarovalnih stroškov.⁹ Oskrba z nafto in zemeljskim plinom iz Rusije je postala tudi negotova, kar še povečuje pritiske na zvišanje vhodnih stroškov v kmetijskem in živilskopredelovalnem sektorju EU. Obenem je Rusija do avgusta 2022 prepovedala izvoz gnojil – pri čemer je njihova največja svetovna izvoznica.¹⁰ Tretjič, EU je sprejela dodatne sankcije proti Belorusiji in poleg uvoza ostalih proizvodov popolnoma prepovedala uvoz pepelike in goriv.¹¹ Zaradi teh omejitev v mednarodni trgovini z gnojili se bodo še dodatno zvišale cene na svetovni ravni in v

⁷ Cenovni pritiski se lahko še povečajo zaradi omejitev izvoza gnojil, ki jih je sprejela Kitajska. Glej Bown, C.P. in Wang, Y., »China's recent trade moves create outside problems for everyone else«, *RealTime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, 25. april 2022.

⁸ Med njimi so rž, ječmen, ajda, proso, sladkor, sol in meso.

⁹ Glej »The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict«, *informativni dopis*, Organizacija Združenih narodov za prehrano in kmetijstvo, 25. marec 2022.

¹⁰ Glej Weil, P. in Zachmann, G., »The impact of the war in Ukraine on food security«, *objava na blogu*, Bruegel, 21. marec 2022.

¹¹ Glej Guarascio, F., »EU bans 70% of Belarus exports to bloc with new sanctions over Ukraine invasion«, Reuters, 2. marec 2022.

euroobmočju, medtem ko bi zmanjšana ponudba lahko vplivala tudi na svetovni donos pridelkov v prihodnje.

Medtem ko je skupna izpostavljenost euroobmočja do Rusije, Ukrajine in Belorusije omejena, pri nekaterih prehrabnih surovinah obstaja precejšnja neposredna izpostavljenost do regije, ki je vpletena v vojno. Kar zadeva kmetijske proizvode, je EU večinoma samozadostna, saj proizvede več, kot porabi.¹² Pri trgovinski menjavi kmetijskih proizvodov in gnojil v euroobmočju največji delež trgovinske menjave poteka znotraj euroobmočja (57%), medtem ko Rusija, Ukrajina in Belorusija skupaj predstavljajo le 2% celotnega uvoza v euroobmočju (graf C, slika a).¹³ Če uvoz razčlenimo po proizvodih, euroobmočje iz prizadete regije (predvsem iz Ukrajine) uvozi velik delež koruze, ki se večinoma uporablja za krmo za živino (graf C, slika b). Precejšen je tudi uvoz oljnih semen, pšenice in sladkorja, in sicer večinoma iz Ukrajine.¹⁴ Uvoz vpliva na inflacijo v skupini hrane prek vrednostne verige, ker pa je ponudba teh proizvodov na svetovnih trgih premajhna, se lahko zaradi dodatnih omejitev v dobavi cene precej zvišajo. Gospodinjstva lahko na primer sončnično olje nadomestijo z drugimi rastlinskimi ali živalskimi olji in maščobami, vendar se sončnično olje uporablja tudi v več proizvodih predelane hrane, zato ima zmanjšana ponudba velik vpliv. Zmanjšana ponudba krme za živino lahko vpliva tudi na oskrbo z mesom in na cene. Euroobmočje poleg tega iz prizadete regije uvozi več kot četrtno gnojil, ki jih je težko nadomestiti iz drugih virov.

¹² Glej [Short-term outlook for EU agricultural markets in 2022](#), št. 32, Evropska komisija, pomlad 2022.

¹³ Kar zadeva uvoz kmetijskih proizvodov iz držav zunaj euroobmočja, Rusija predstavlja 1,7%, Ukrajina 2,6% in Belorusija 0,1% uvoza.

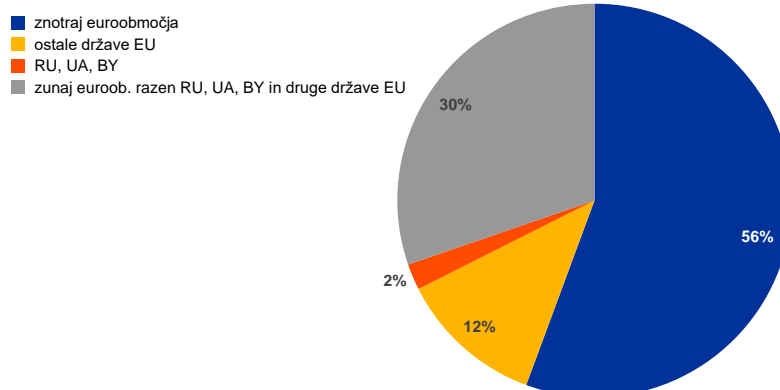
¹⁴ Ciper, Portugalska in Nizozemska so tiste države euroobmočja, ki so najbolj izpostavljene do ukrajinskega uvoza pšenice.

Graf C

Izpostavljenost euroobmočja do uvoza kmetijskih proizvodov in gnojil iz Rusije, Ukrajine in Belorusije

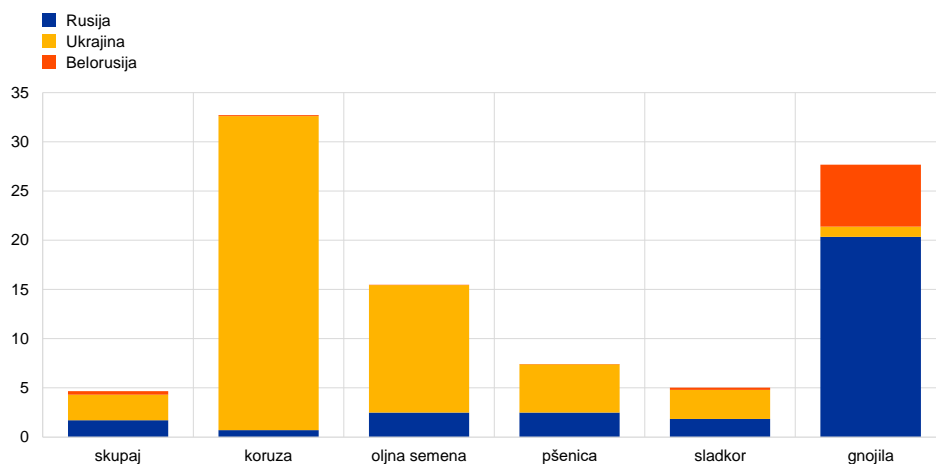
a) Sestava uvoza hrane in gnojil v euroobmočju

(kot odstotek celotnega uvoza)



b) Izpostavljenost euroobmočja do uvoza kmetijskih proizvodov in gnojil kot delež celotnega uvoza iz držav zunaj euroobmočja

(kot odstotek uvoza iz držav zunaj euroobmočja)



Viri: Evropska komisija in izračuni ECB.
Opomba: Podatki se nanašajo na leto 2020.

Inflacija v skupini hrane se je močneje zvišala v tistih državah euroobmočja, ki so bolj izpostavljene do uvoza kmetijskih proizvodov iz Rusije, Ukrajine in Belorusije. Baltske države in Finska so tiste države euroobmočja, ki so najbolj odvisne od uvoza kmetijskih proizvodov in gnojil iz Rusije, Ukrajine in Belorusije (graf D), ki predstavlja med 8% (Finska) in 13% (Estonija) celotnega uvoza teh proizvodov.¹⁵ V baltskih državah je bila inflacija v skupini hrane na splošno višja in bolj volatilna kot v drugih državah euroobmočja, ker gre za majhna odprta gospodarstva, ki so zato bolj izpostavljena nihanjem na mednarodnih trgih primarnih surovin. Najnovejša stopnja inflacije v skupini hrane v teh državah je bila najvišja v

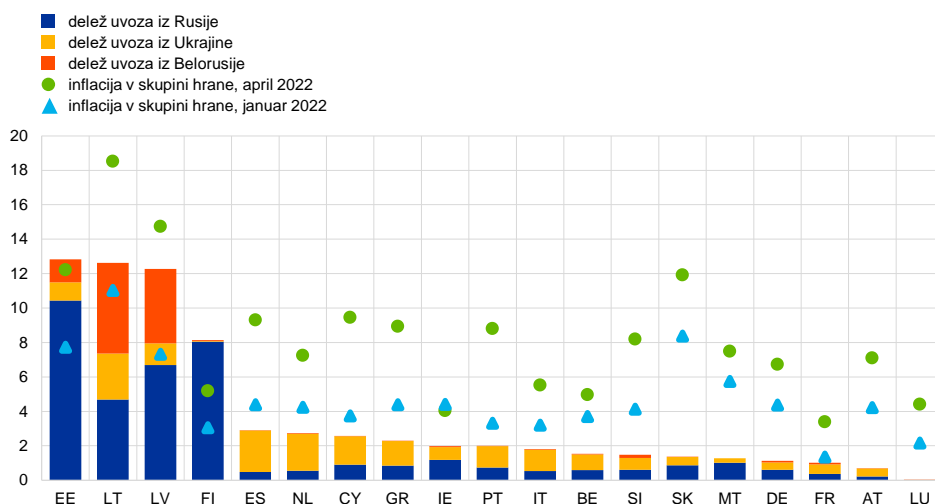
¹⁵ Baltske države so pomembne tranzitne države za proizvode iz Rusije in Belorusije. Kar zadeva gnojila, so bile številke prilagojene za ponovni izvoz.

euroobmočju, in sicer je medletno znašala od 12% do 19%. Razlike v inflaciji v skupini hrane med državami euroobmočja bi se v prihodnje lahko še povečale.

Graf D

Izpostavljenost držav euroobmočja do uvoza kmetijskih proizvodov in gnojil iz Rusije, Ukrajine in Belorusije ter inflacija v skupini hrane

(kot odstotek celotnega uvoza; medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Evropska komisija, Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki o uvozu se nanašajo na leto 2020, podatki o inflaciji v skupini hrane pa na april 2022.

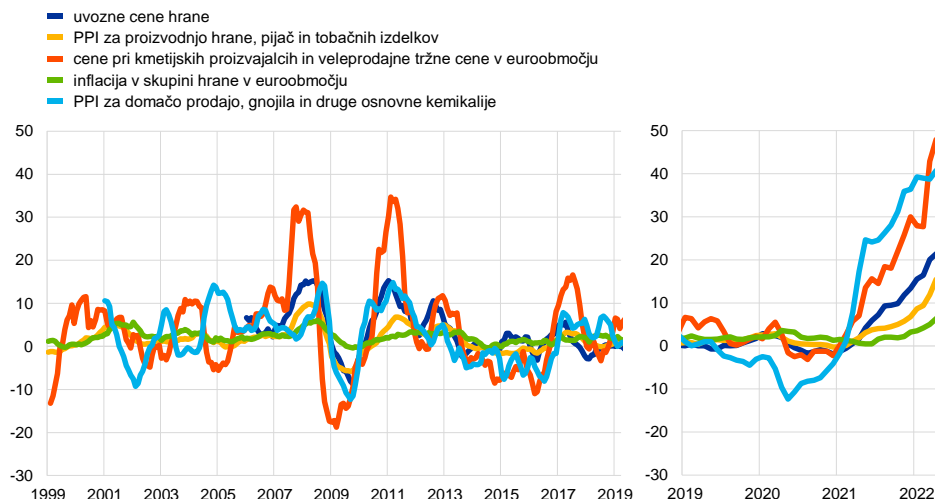
Cenovni pritiski v živilskem sektorju euroobmočja so se še dodatno okrepili od ruske invazije na Ukrajino, kar nakazuje, da bi inflacija v skupini hrane lahko ostala visoka (graf E). Uvozne cene hrane so v euroobmočju že sicer močno naraščale, po invaziji pa so se še dodatno pospešile, saj se je medletna stopnja rasti zvišala s 16,4% v februarju na 21,4% v aprilu. Cene pri kmetijskih proizvajalcih in veleprodajne cene¹⁶ v euroobmočju so prav tako občutno porasle, in sicer s 27,7% v februarju na 47,9% v aprilu, k čemur so prispevale predvsem cene žit. Naprej po proizvodni verigi so se tudi cene prehranskih proizvodov pri proizvajalcih po invaziji pospešile z že sicer povišanih ravni. Tako so se občutno zvišale cene rastlinskih in živalskih olj in maščob ter cene krme za živino, in sicer medletno s 27,4% oziroma 19,3% v februarju na 39,7% oziroma 32,2% v aprilu. Ti cenovni pritiski bodo v prihodnjih mesecih vplivali na cene živilskih proizvodov za široko porabo prek cenovne verige.

¹⁶ Cene pri kmetijskih proizvajalcih in veleprodajne cene v euroobmočju zbira Evropska komisija (Generalni direktorat za kmetijstvo in razvoj podeželja). Cene pri kmetijskih proizvajalcih se nanašajo na cene proizvodov na kmetiji, na kateri so proizvedeni, in ne vključujejo posebej zaračunanih stroškov prevoza in dostave.

Graf E

Pritiski iz proizvodne verige na cene hrane in gnojil

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in Evropska komisija.

Opombe: Zadnji podatki: maj 2022 za inflacijo v skupini hrane v euroobmočju in april 2022 za ostalo. PPI pomeni indeks cen pri proizvajalcih.

Gledano v celoti je neposredna odvisnost euroobmočja od regije, v kateri poteka vojna, omejena, razen pri nekaterih primarnih surovinah, vseeno pa ima vojna močan vpliv na cene hrane zaradi gibanja svetovnih cen primarnih surovin. Uvoz žit, oljnih semen in gnojil v euroobmočju ovira vojna. Tudi vpliv na inflacijo v skupini hrane je močan, in sicer prek višjih cen teh vhodnih surovin za kmetijsko proizvodnjo na svetovnih trgih in prek močne podražitve energentov. Prejšnjim obdobjem zviševanja cen hrane je sledilo gospodarsko prilagajanje, zato se je inflacija v skupini hrane običajno srednjeročno umirila. Tokrat se lahko pričakuje, da bo inflacija v prihodnjih mesecih ostala visoka kljub nekaterim izravnalnim dejavnikom. Ponudba nekaterih proizvodov, ki jo je prizadela vojna, bi se lahko nadomestila s ponudbo od drugod po svetu, vendar po visokih cenah. Možno bi bilo tudi povečati pridelavo poljščin v euroobmočju (tako, da bi se začele obdelovati »površine z ekološkim pomenom« in bi se ponovno določila prednostna uporaba pridelane koruze), kar bi pripomoglo k zmanjšanju vpliva vojne na trge žit, vsaj kar zadeva količino.¹⁷ Zmanjšano ponudbo krme za živino iz Rusije in Ukrajine je deloma mogoče nadomestiti z večjo oskrbo iz drugih regij (npr. iz Latinske Amerike), vendar najverjetneje po višjih cenah. Ti izravnalni ukrepi kratkoročno najverjetneje ne bodo bistveno omejili podražitev hrane, ker je več vhodnih surovin težko nadomestiti v kratkem času, zato bodo predvidoma predvsem te surovine vplivale na prihodnje gibanje inflacije v skupini hrane.¹⁸ Zaradi zmanjšane ponudbe in visokih cen gnojil bodo na primer nekateri pritiski iz proizvodne verige predvidoma vztrajali še v letu 2023.

¹⁷ »Supply shock caused by Russian invasion of Ukraine puts strain on various EU agri-food sectors«, Evropska komisija, 5. april 2022.

¹⁸ Na ponudbo in cene hrane v euroobmočju lahko vplivajo še nekateri dodatni dejavniki, kot so na primer svetovna ponudba prehranskih surovin, omejitve izvoza, ki so jih nekatere države uvedle po ruski invaziji na Ukrajino, in kopičenje zalog v gospodinjstvih euroobmočja.

Pripravili Annette Fröhling,¹ Derry O'Brien in Stefan Schaefer²

V tem okvirju predstavljamo novo merilo domače inflacije v euroobmočju, ki upošteva uvozno intenzivnost postavk v indeksu HICP. Pri novem kazalniku je uvozna intenzivnost postavk v indeksu HICP izpeljana s pomočjo informacij iz nacionalnih računov in input-output tabel. Postavke v indeksu HICP z razmeroma nizko uvozno intenzivnostjo se nato agregirajo v inflacijski kazalnik, ki se imenuje kazalnik LIMi («Low IMport Intensity»).³ Prag uvozne intenzivnosti, pod katerim je postavka v indeksu HICP vključena v kazalnik, se določi na podlagi empiričnih kriterijev. Medtem ko je inflacijski cilj ECB določen z vidika skupne inflacije, je koncept domače inflacije analitično relevanten za denarno politiko, saj ima pomembno vlogo v transmisijskem mehanizmu denarne politike.⁴ Kot kazalnik domače inflacije se običajno uporablja deflator BDP, ki sicer diskontira uvoženo inflacijo, vendar vključuje tudi cenovna gibanja onkraj cen življenjskih potrebščin, na primer cene proizvodov za investicije ali izvoza, ki niso zelo tesno povezane z rastjo cen življenjskih potrebščin, ki jo poganja domači trg. Poleg tega lahko standardni kazalniki osnovne inflacije z izključitvijo še vedno vključujejo postavke z visoko uvozno intenzivnostjo. Novo razviti kazalnik inflacije LIMi lahko dopolnjuje nekatere druge inflacijske kazalnike. Novi kazalnik kaže, da je mogoče strmo zvišanje skupne inflacije pripisati predvsem uvoženi inflaciji, vendar so se v zadnjem letu povečali tudi domači inflacijski pritiski.⁵

Uvozna intenzivnost vsake postavke v indeksu HICP se izračuna kot neposredni in posredni uvozni delež v zasebni potrošnji po obdavčitvi. Večji ko je uvozni delež v postavki zasebne potrošnje, bolj bi se morala cena odzivati na mednarodne dejavnike, saj je uvozni delež v potrošnji po obdavčitvi približno enak dolgoročni elastičnosti rasti cen življenjskih potrebščin na spremembe v uvoznih

¹ Deutsche Bundesbank.

² Deutsche Bundesbank.

³ Na splošno je indeks HICP zasnovan v skladu z domačim konceptom, tj. indeks HICP se nanaša na proizvode, ki se kupujejo v posamezni državi. Nasprotno pa ideja, na kateri temelji kazalnik »domače« inflacije, pomeni, da so nekateri deli komponent indeksa HICP proizvedeni v tuji državi, tako da naj bi na gibanje cen v takšnih »nedomačih« delih vplivale predvsem razmere na tujih trgih.

⁴ Koncept domače inflacije, kot je uporabljen v tem okvirju, je tesno povezan s konceptom nemenjalne inflacije. Razlika je v tem, da koncept nemenjalne inflacije upošteva izvozno in uvozno intenzivnost različnih proizvodov in storitev za vse namene, medtem ko se domača inflacija nanaša na proizvode in storitve za domačo potrošnjo z nizko uvozno intenzivnostjo.

⁵ Glej F. Panetta, »Small steps in a dark room: guiding policy on the path out of the pandemic«, govor na European University Institute, 28. februar 2022, in F. Panetta »Patient monetary policy amid a rocky recovery«, govor na Sciences Po, 24. november 2021. Inflacijski kazalnik LIMi, ki je omenjen v teh govorih, temelji na podatkovni zbirki [World Input-Output Database](#) (WIOD), kasneje pa je bil revidiran s pomočjo sistema vzporejanja na podlagi Eurostatove podatkovne zbirke FIGARO (Full International and Global Accounts for Research in Input analysis).

cenah.⁶ Skupni uvozni delež obsega neposredni uvozni delež v zasebni potrošnji (tj. uvoz proizvodov iz držav zunaj euroobmočja, ki jih gospodinjstva neposredno trošijo) in posredni uvozni delež v zasebni potrošnji (tj. uvoz proizvodov za vmesno porabo iz držav zunaj euroobmočja, ki se uporabljajo v proizvodnji končnih proizvodov za široko porabo v euroobmočju). Skupni uvozni delež posamezne postavke v indeksu HICP se najprej izpelje s pomočjo informacij iz input-output tabel, da se oceni uvozni delež proizvodov za široko porabo, razvrščenih po gospodarskih dejavnostih, nato pa se ti proizvodi vzporedijo s 94 postavkami v indeksu HICP.⁷ Po tem pristopu je v letu 2017 uvozna intenzivnost postavk v skupini energentov v indeksu HICP znašala od 19% do 32%, postavk v skupini hrane blizu 22%, postavk v skupini storitev med 3% in 68%, postavk v skupini industrijskih proizvodov razen energentov pa med 11% in 44% (graf A).⁸

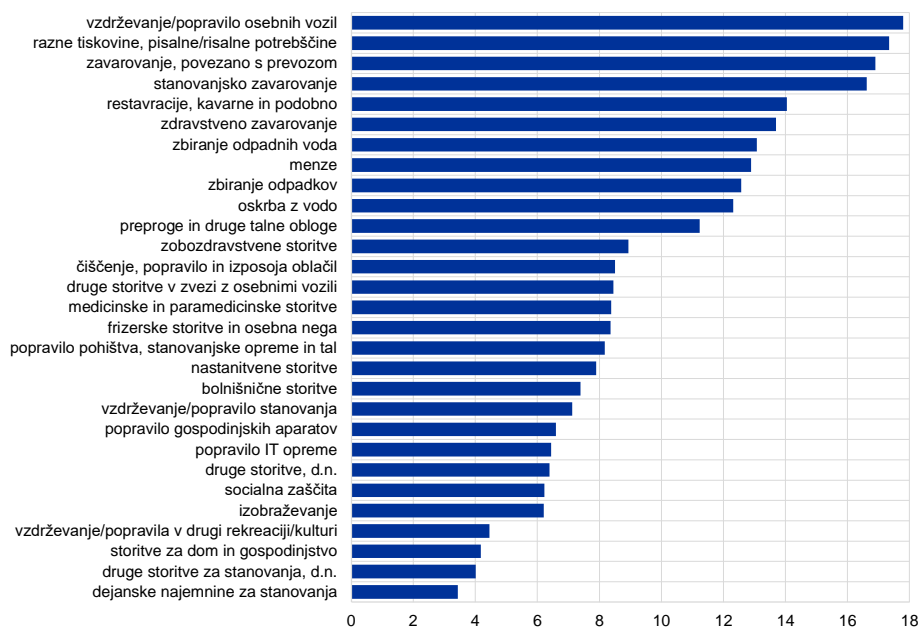
⁶ Eden od zadržkov je, da lahko na cene vpliva tudi stopnja zamenljivosti z uvozom, kar tukaj ni v celoti upoštevano. Celo pri posamezni postavki z ničelno uvozno intenzivnostjo lahko na primer domača podjetja ohranijo ceno, ki je enaka mednarodni ceni, da uvožene alternative ne bi povzročile izgube tržnega deleža. Poleg tega bi bilo mogoče domačo inflacijo opredeliti tudi glede na vire gospodarskih šokov, kar presega naš pretežno statistični pristop. Če bi na ceno proizvoda – celo z visoko uvozno intenzivnostjo – na primer močno vplivalo povpraševanje v euroobmočju, potem bi bilo uvoženo inflacijo še vedno mogoče opisati kot »domačo« v smislu, da bi lahko prišla pod nadzor domače denarne politike.

⁷ Glavni viri podatkov, ki se uporabljajo za izpeljavo uvozne intenzivnosti posameznih postavk v indeksu HICP, so podatkovna baza FIGARO ter pripadajoče tabele ponudbe in porabe. Podatki FIGARO so na voljo z enoletno pogostostjo in za dovolj veliko število sektorjev. Pokrivajo obdobje 2010–2017 (izračuni za obdobje 2000–2009 temeljijo na podatkih WIOD). Izračun korespondenčnih tabel med 64 področji končne klasifikacije proizvodov po dejavnosti (CPA) v bazi FIGARO in 94 postavkami v indeksu HICP na štirimestni ravni COICOP temelji na [Eurostatovem korespondenčnem seznamu](#) (COICOP pomeni klasifikacijo individualne potrošnje gospodinjstev po namenu). Poleg tega se kot pomožni podatki pri vzporejanju uporabljajo podatki Eurostata o trgovini na debelo in drobno ter o izdatkih za končno potrošnjo po kupčevih cenah kakor tudi uteži posameznih postavk indeksa HICP v klasifikaciji COICOP. Uvozna intenzivnost se med leti 2000 in 2017 vsako leto spreminja, zatem pa je fiksirana na vrednostih za leto 2017 do naslednje objave podatkov FIGARO. Vzporejanje temelji na javno dostopnih informacijah in je samo približek uvozne intenzivnosti.

⁸ Dve storitveni postavki v indeksu HICP – potniški zračni prevoz ter potniški prevoz po morju in celinskih plovnih poteh – kažeta zelo veliko uvozno intenzivnost. Razlog je v tem, da uvozne intenzivnosti potniških in blagovnih prevoznih storitev ni mogoče izračunati ločeno, saj pripadajoči postavki v klasifikaciji proizvodov po dejavnosti – vodni prevoz in zračni prevoz – med obema ne razlikujeta. Postavka s tretjo največjo uvozno intenzivnostjo so počitnice v paketu (35%).

Graf A

Postavke indeksa HICP z uvozno intenzivnostjo manj kot 18% v letu 2017



Viri: Eurostat, izračuni avtorjev.

Opomba: Zaradi prostorskih omejitev prečke kažejo samo postavke HICP (na 4-mestni ravni COICOP) z uvozno intenzivnostjo manj kot 18%. To je prag, določen na podlagi empirične ocene.

Sposobnost spremljanja skupne inflacije v srednjeročnem obdobju je glavni kriterij pri določanju optimalnega praga uvozne intenzivnosti, pri čemer se postavke v indeksu HICP, ki padejo pod to mejno vrednost, upoštevajo v inflacijskem kazalniku LIM1. Prag za inflacijski kazalnik LIM1 je določen v skladu z empiričnimi kriteriji. Mednje med drugim sodita zgodovinska pristranskost in splošna natančnost, merjeni s srednjo kvadratno napako, pri spremljanju gibanja skupne inflacije v srednjeročnem obdobju.⁹ V obdobju po svetovni finančni krizi je pristranskost ponavadi večja pri nizkih pragovih uvozne intenzivnosti (graf B).¹⁰ To je lahko posledica dejstva, da imajo predvsem storitvene postavke nizko uvozno intenzivnost, vendar hkrati tudi razmeroma visoko povprečno stopnjo inflacije. Ob zviševanju praga se pristranskost zmanjšuje, saj inflacijski kazalnik LIM1 zajame več postavk industrijskih proizvodov razen energentov, ki navadno v povprečju beležijo nižjo stopnjo inflacije. Kazalnik, ki temelji na 18-odstotnem pragu, ima največjo

⁹ Potrebna je ocena vztrajne komponente inflacije, ki je ni mogoče opazovati, da služi kot referenčna vrednost. Glavna referenčna vrednost v mesecu t je opredeljena kot stopnja rasti indeksa HICP, preračunana na letno raven, v naslednjih dveh letih, tj. $1.200 \cdot (p_{t+h} - p_t)/h$, pri čemer je p_t raven cen v času t , h pa je 24 mesecev. Rezultati so zanesljivi tudi ob uporabi alternativnih približkov za vztrajno komponento inflacije, kot je referenčna vrednost na podlagi inflacije čez tri leta. Vzorčno obdobje po svetovni finančni krizi traja od septembra 2008 do decembra 2017. Za izračun referenčne vrednosti čez dve leti so potrebni podatki od januarja 2018 do decembra 2019. Podatki iz obdobja pandemije se ne uporabljajo.

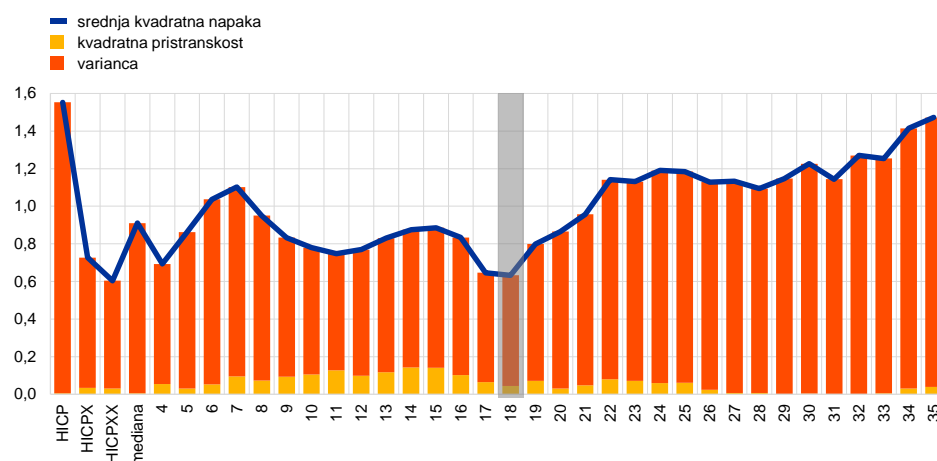
¹⁰ V vzorčnem obdobju pred svetovno finančno krizo ni jasnega optimalnega praga uvozne intenzivnosti. Večino velike pozitivne pristranskosti skupnega indeksa HICP v vzorčnem obdobju pred svetovno finančno krizo je mogoče pojasniti z visokimi povprečnimi stopnjami inflacije pri naftno zelo intenzivnih postavkah, kot so tekoča goriva. Te postavke imajo visoko uvozno intenzivnost in so navadno izključene iz nabora upoštevanih pragov.

napovedno natančnost in razmeroma majhno pristranskost.¹¹ Med standardnimi kazalniki osnovne inflacije na podlagi izključitve ima inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve (HICPXX) najnižjo srednjo kvadratno napako in je večinoma primerljiva z inflacijskim kazalnikom LIM1 pri 18-odstotnem pragu.

Graf B

Natančnost predlaganih inflacijskih kazalnikov LIM1 in običajnih kazalnikov osnovne inflacije v času po svetovni finančni krizi in pred pandemijo

(os x: največja uvozna intenzivnost v odstotkih)



Viri: Eurostat, izračuni avtorjev.

Opombe: Merila (pristranskost, varianca in srednja kvadratna napaka) so izračunana za predlagane inflacijske kazalnike LIM1 s pragom uvozne intenzivnosti, ki se v obdobju od septembra 2008 do decembra 2019 giblje med 4% in 35%, pri čemer je prednostni 18-odstotni prag osenčen. Referenčna vrednost je opredeljena kot stopnja rasti indeksa HICP, preračunana na letno raven, v naslednjih dveh letih. HICPX se nanaša na inflacijo brez energentov in hrane, medtem ko se HICPXX nanaša na inflacijo brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve.

Inflacijski kazalniki LIM1 na splošno kažejo tesno povezavo z gospodarskim ciklom.

Inflacijski kazalnik LIM1 bi moral biti načeloma zelo občutljiv na domači neizkoriščen gospodarski potencial. V reducirani obliki regresije Phillipsove krivulje na podlagi proizvodne vrzeli je kratkoročni nagib zelo pomemben v vseh regresijah razen v primeru inflacijskih kazalnikov LIM1 z uvoznim pragom na ravni 8% ali manj.¹² Dolgoročni nagibi, ki so pomembni, se nahajajo v razponu od približno 0,24 do 0,48. Če se kot merilo neizkoriščenega gospodarskega potenciala uporablja vrzel v brezposelnosti, so nagibi na splošno pomembni pri uvoznih pragovih, ki znašajo med 17% in 23%. Gledano v celoti razmeroma nizka srednja kvadratna napaka kaže na 18-odstotni prag pri inflacijskem kazalniku LIM1. Takšno izbiro potrjuje zelo

¹¹ Obdobje pred svetovno finančno krizo je zaznamovala vztrajno visoka rast cen primarnih surovin. Če bi se intenzivni cikel na področju primarnih surovin ponovil, bi inflacijski kazalniki LIM1 z nizkim pragom uvozne intenzivnosti, ki izključuje številne postavke energentov in hrane, verjetno spet izkazovali veliko pristranskost. Iz tega razloga naj bi se inflacijski kazalnik LIM1 z 18-odstotnim pragom uporabljal samo kot dopolnilni kazalnik pri širšem ocenjevanju gibanja osnovne inflacije.

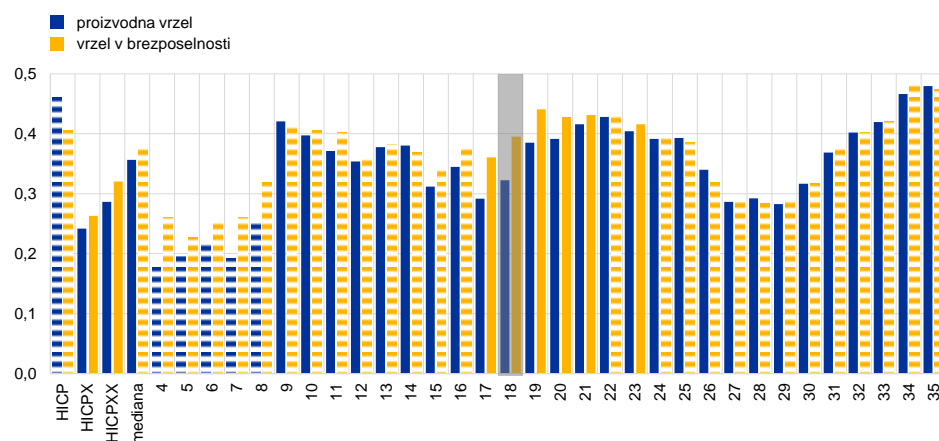
¹² Specifikacija Phillipsove krivulje je naslednja: $y_i(t) = \alpha + \rho * y_i(t-1) + \beta_i * \text{neizkoriščen gospodarski potencial } (t-1) + \epsilon(t)$, pri čemer je $y_i(t)$ desezonirana medčetrletna stopnja rasti kazalnika domače inflacije i , preračunana na letno raven (povezana z danim pragom uvozne intenzivnosti) v času t , neizkoriščen gospodarski potencial pa je bodisi proizvodna vrzel bodisi vrzel v brezposelnosti.

pomemben nagib Phillipsove krivulje v primeru proizvodne vrzeli in vrzeli v brezposelnosti pri tem kazalniku.¹³

Graf C

Dolgoročni nagib inflacijskih kazalnikov LIMI in običajnih kazalnikov osnovne inflacije v regresiji Phillipsove krivulje

(os x: največja uvozna intenzivnost v odstotkih)



Viri: Eurostat, izračuni avtorjev.

Opombe: HICPX se nanaša na inflacijo brez energentov in hrane, medtem ko se HICPXX nanaša na inflacijo brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve. Mediana je tehtana. Znak nagiba vrzeli v brezposelnosti je obrnjen. Odgovarjajoči kratkoročni nakloni, ki na 1-odstotni ravni niso pomembni, so prikazani s črtastimi stolpci. Vzorčno obdobje je od drugega četrletja 2003 do zadnjega četrletja 2019.

Inflacijski kazalnik LIMI, ki temelji na 18-odstotnem pragu uvozne intenzivnosti, obsega predvsem postavke v storitvenih komponentah indeksa HICP. Od skupno 94 postavk v indeksu HICP na štirimestni ravni razčlenitve COICOP je inflacijski kazalnik LIMI v letu 2017 zajemal 29 postavk, v primerjavi s 34 v letu 2010, kar predstavlja 35% oziroma 40% skupnega indeksa po utežeh. Zmanjšanje je lahko deloma posledica večje prevlade svetovnih dobavnih verig v tem obdobju. Ker je pri postavkah hrane in energentov uvozna intenzivnost navadno višja od 18-odstotnega praga, te postavke v inflacijski kazalnik LIMI navadno niso vključene. Večina postavk industrijskih proizvodov razen energentov je prav tako izključena.¹⁴ Storitvene postavke so vključene, razen nekaterih izjem, kot so prevozne storitve, počitnice v paketu, poštna storitve in kulturne storitve. Ker ta kazalnik pretežno zajema storitvene postavke, običajno kaže tudi višjo povprečno raven inflacije kot indeks HICP brez energentov in hrane.¹⁵

Inflacijski kazalnik LIMI kaže, da je mogoče strmo zvišanje skupne inflacije pripisati predvsem uvoženi inflaciji, vendar so se v zadnjem letu povečali tudi domači inflacijski pritiski. Inflacijski kazalnik LIMI nakazuje določeno povečanje osnovnih inflacijskih pritiskov v letih tik pred pandemijo koronavirusa (COVID-19) (graf D). Nato se je po strmem padcu, ki je sledil izbruhu pandemije, inflacijski

¹³ Poleg tega je v obdobju po svetovni finančni krizi in pred pandemijo edini inflacijski kazalnik LIMI, ki kaže precejšen nagib v vrzeli brezposelnosti, tisti z 18-odstotnim pragom.

¹⁴ Od leta 2017 so vključene naslednje postavke industrijskih proizvodov razen energentov: preproge in druge talne obloge; oskrba z vodo; razne tiskovine, pisalne potrebščine in pribor za risanje.

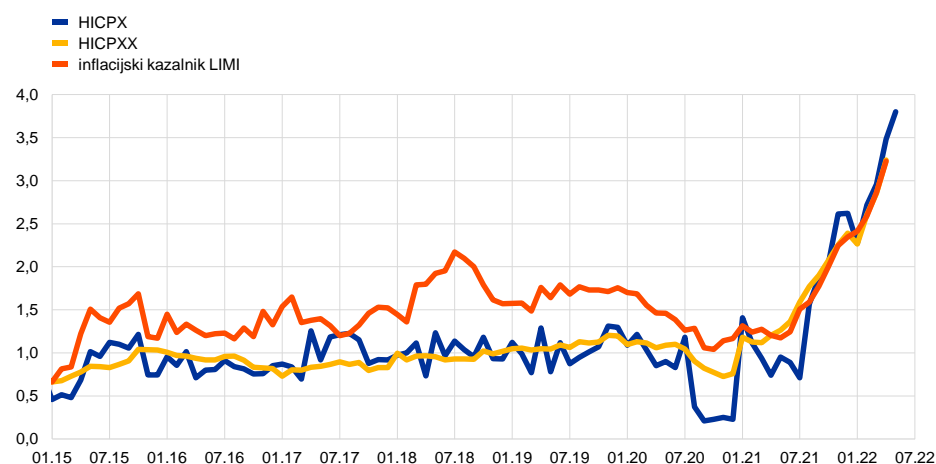
¹⁵ Glej okvir z naslovom »What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2019.

kazalnik LIMI začel sredi leta 2021 zviševati.¹⁶ Takšen signal na splošno potrjuje tudi indeks HICPXX. Inflacijski kazalnik LIMI ter indeks HICPXX sta bila med pandemijo manj pod vplivom velike volatilnosti potovalnih storitev kot indeks HICPX, saj je pri nekaterih od teh postavk uvozni delež višji od 18-odstotnega praga. Inflacijski kazalnik LIMI obenem kaže, da so nedavne visoke ravni inflacije večinoma uvožene, kar je rezultat svetovnih šokov na strani ponudbe in povpraševanja, ki se prek uvoznih cen vse bolj prelivajo v gospodarstvo euroobmočja (graf E).

Graf D

Inflacijski kazalnik LIMI v primerjavi z običajnimi kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, izračuni avtorjev.

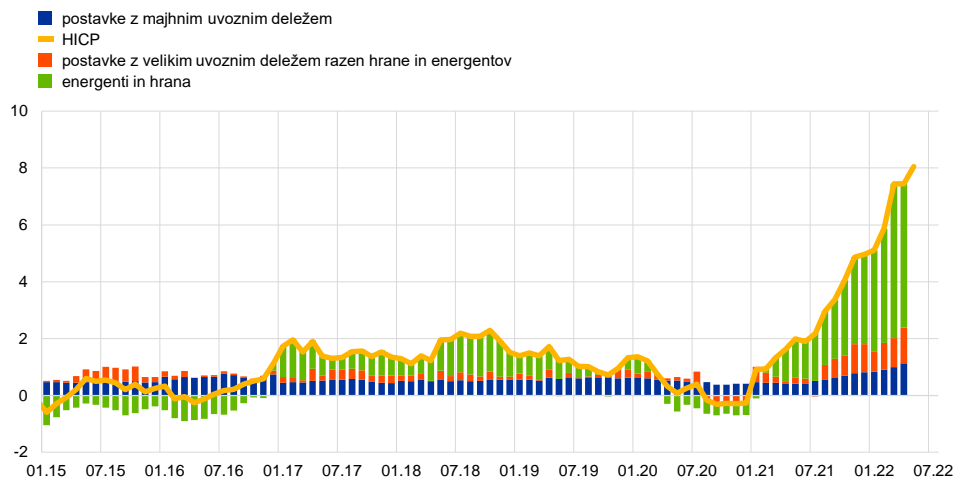
Opombe: Inflacijski kazalnik LIMI temelji na 18-odstotnem pragu uvoznega deleža. HICPX se nanaša na inflacijo brez energentov in hrane, medtem ko se HICPXX nanaša na inflacijo brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2022 pri indeksu HICPX (prva ocena) in na april 2022 pri preostalih postavkah indeksa HICP.

¹⁶ Dinamiko zviševanja je mogoče deloma pojasniti s posrednim vplivom višjih mednarodnih cen primarnih surovin na postavke HICP v inflacijskem kazalniku LIMI. Vendar pa je obseg vpliva težko kvantificirati.

Graf E

Razčlenitev inflacije, merjene s HICP

(medletne spremembe v odstotkih; odstotne točke)



Viri: Eurostat, izračuni avtorjev.

Opombe: Postavke z manjšim uvoznim deležem korelirajo s tistimi v kazalniku domače inflacije na podlagi 18-odstotnega praga uvoznega deleža. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2022 pri indeksu HICP (prva ocena) in na april 2022 pri preostalih postavkah indeksa HICP.

Inflacijski kazalnik LIMI lahko daje dodatne informacije pri ocenjevanju

osnovnih inflacijskih pritiskov. Zlasti v obdobjih velikih nihanj mednarodnih cen primarnih surovin ali gibanja tečaja eura lahko s tem kazalnikom domače inflacije merimo vztrajnost gibanja osnovne inflacije.¹⁷ Vseeno je podobno kot pri drugih kazalnikih osnovne inflacije točnost inflacijskega kazalnika LIMI lahko epizodna.¹⁸ Ker se lahko uvozna intenzivnost sčasoma spreminja, se lahko spreminja tudi sestava postavk indeksa HICP v kazalniku domače inflacije.¹⁹ Na splošno bi bilo koristno imeti na voljo podrobnejše informacije o uvozni intenzivnosti komponent indeksa HICP na višji ravni dezagregacije. Gledano v celoti naj bi se inflacijski kazalnik LIMI uporabljal kot dopolnilni kazalnik v širšem sklopu kazalnikov osnovne inflacije. Poleg tega je treba oceno na podlagi teh kazalnikov dopolniti z bolj strukturno analizo gonilnih sil inflacije, da bi inflacijski proces bolje razumeli.

¹⁷ Ob predpostavki, da imajo takšna gibanja cen primarnih surovin in tečajna gibanja enkratne učinke.

¹⁸ Glej poglavje 6 v »[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)«, delovno področje o merjenju inflacije, *ECB Occasional Paper Series*, št. 265, september 2021.

¹⁹ Čeprav spremembe v sestavi ponavadi niso pogoste, bi to lahko bil dejavnik, ki vpliva na gibanje inflacijskega kazalnika LIMI, zato bo to treba spremljati.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 9. februarja do 19. aprila 2022

Pripravila Joonas Koukkunen in Anne van der Graaf

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

Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 9. februarja 2022 do 19. aprila 2022 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju povečala za 77,1 milijarde EUR in dosegla rekordno raven v višini 4.490,6 milijarde EUR. To je bilo posledica nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) in programa nakupa vrednostnih papirjev (APP). Vpliv nakupov vrednostnih papirjev na presežno likvidnost sta delno izravnala sezonsko povečanje neto avtonomnih dejavnikov in rahlo zmanjšanje neporavnanih kreditnih operacij za okoli 4,5 milijarde EUR.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 81,1 milijarde EUR na 2.575,9 milijarde EUR. V primerjavi s predhodnim obravnavanim obdobjem je bilo povečanje skoraj v celoti posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 81,2 milijarde EUR na 2.422,1 milijarde EUR (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), medtem ko so se obvezne rezerve le malo povečale, in sicer za 0,6 milijarde EUR na 155,4 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 149,9 milijarde EUR na 3.321,9 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov in vlog države. Drugi avtonomni dejavniki (več informacij je v spodnji tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povečali za 67,7 milijarde EUR na 1.103,5 milijarde EUR. Bankovci v obtoku so se močno povečali za 32,2 milijarde EUR na 1.563,2 milijarde EUR. To je bilo po poročanju deloma posledica velikega, vendar začasnega previdnostnega povpraševanja v nekaterih jurisdikcijah zaradi ruske invazije na Ukrajino in zato, ker so v nekaterih državah euroobmočja gospodinjstva v gotovini dvigala ad hoc državno pomoč. Vloge države so sledile tipičnemu sezonskemu vzorcu in so se povečale za 50,0 milijard EUR na 655,2 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 68,7 milijarde EUR na 900,1 milijarde EUR. To je bilo posledica povečanja neto aktive v eurih za 26,9 milijarde EUR in povečanja tuje aktive za 41,8 milijarde EUR.

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

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 9. februar 2022–19. april 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 3. november 2021– 8. februar 2022	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 9. februar–15. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. marec–19. april		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni likvidnostni dejavniki	3.321,9	(+149,9)	3.288,2	(+90,7)	3.355,5	(+67,3)	3.172,0	(+55,3)
Bankovci v obtoku	1.563,2	(+32,2)	1.550,6	(+10,0)	1.575,9	(+25,3)	1.531,0	(+27,3)
Vloge države	655,2	(+50,0)	642,6	(+60,5)	667,8	(+25,2)	605,2	(–48,3)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹	1.103,5	(+67,7)	1.095,1	(+20,2)	1.111,8	(+16,7)	1.035,8	(+76,4)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	3.758,7	(+85,7)	3.746,8	(+89,9)	3.770,5	(+23,7)	3.673,0	(+58,5)
od tega izvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	923,0	(+0,4)	915,7	(–10,2)	930,4	(+14,8)	922,7	(+18,5)
od tega neizvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	2.835,6	(+85,3)	2.831,2	(+100,1)	2.840,1	(+8,9)	2.750,3	(+40,8)
Obvezne rezerve²	155,4	(+0,6)	154,0	(–1,4)	156,8	(+2,8)	154,8	(+2,9)
Priznana izvzetja³	932,3	(+3,3)	923,8	(–8,7)	940,8	(+17,0)	928,9	(+17,7)
Odporna ponudba mejnega depozita	730,4	(–9,2)	746,0	(+11,8)	714,9	(–31,1)	739,6	(–12,9)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

2) Pojasnjevalna 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: 9. februar 2022–19. april 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 9. februar–15. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. marec–19. april		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomi likvidnostni dejavniki	900,1	(+68,7)	891,5	(+99,2)	908,6	(+17,1)	831,4	(-147,2)
Neto tuja aktiva	900,2	(+41,8)	887,2	(+9,6)	913,2	(+25,9)	858,4	(+27,5)
Neto aktiva v eurih	-0,1	(+26,9)	4,3	(+89,7)	-4,5	(-8,8)	-27,0	(-174,7)
Instrumenti denarne politike	7.066,4	(+158,1)	7.043,6	(+91,6)	7.089,3	(+45,7)	6.908,3	(+251,0)
Operacije odprtega trga	7.066,4	(+158,1)	7.043,6	(+91,6)	7.089,3	(+45,7)	6.908,3	(+251,0)
Kreditne operacije	2.200,8	(-4,5)	2.201,6	(-0,2)	2.200,1	(-1,5)	2.205,4	(-6,3)
Operacije glavnega refinanciranja	0,3	(+0,1)	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,0)	0,2	(+0,1)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	2.197,2	(-5,0)	2.197,9	(-0,2)	2.196,5	(-1,3)	2.202,2	(+7,2)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	3,2	(+0,4)	3,4	(+0,0)	3,1	(-0,2)	2,9	(-13,5)
Dokončni portfelji	4.865,6	(+162,7)	4.842,0	(+91,9)	4.889,2	(+47,2)	4.702,9	(+257,3)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,0	(-0,4)	0,0	(-0,3)	0,0	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Drugi program nakupa kritih obveznic	1,0	(-1,2)	1,1	(-0,7)	0,9	(-0,2)	2,1	(-0,3)
Tretji program nakupa kritih obveznic	296,3	(-1,4)	296,0	(-1,4)	296,6	(+0,6)	297,7	(+1,8)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	4,2	(-2,3)	5,1	(-1,4)	3,3	(-1,8)	6,5	(-3,0)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	27,0	(-1,4)	26,9	(-1,1)	27,1	(+0,2)	28,3	(+1,3)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.525,6	(+37,9)	2.517,7	(+21,5)	2.533,5	(+15,8)	2.487,7	(+39,8)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	326,5	(+16,4)	322,5	(+9,3)	330,6	(+8,1)	310,2	(+15,4)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	1.685,1	(+115,1)	1.672,8	(+66,0)	1.697,3	(+24,5)	1.570,0	(+202,4)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na 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: 9. februar 2022–19. april 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 9. februar–15. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. marec–19. april		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe ¹	2.575,9	(+81,1)	2.551,1	(–8,2)	2.600,7	(+49,7)	2.494,8	(+202,5)
Neto avtonomni dejavniki ²	2.422,1	(+81,2)	2.396,9	(–8,5)	2.447,2	(+50,2)	2.340,8	(+202,5)
Presežna likvidnost ³	4.490,6	(+77,1)	4.492,6	(+99,9)	4.488,6	(–4,0)	4.413,5	(+48,5)

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 9. februar 2022–19. april 2022						Prejšnje obravnavano obdobje: 3. november 2021–8. februar 2022	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 9. februar–15. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. marec–19. april		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Operacije glavnega refinanciranja	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)
Odprta ponudba mejnega depozita	–0,50	(+0,00)	–0,50	(+0,00)	–0,50	(+0,00)	–0,50	(+0,00)
€STR	–0,580	(–0,003)	–0,577	(+0,002)	–0,582	(–0,005)	–0,576	(–0,007)
Indeks RepoFunds Rate Euro	–0,638	(+0,108)	–0,633	(+0,245)	–0,644	(–0,011)	–0,746	(–0,156)

Vir: ECB.

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

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

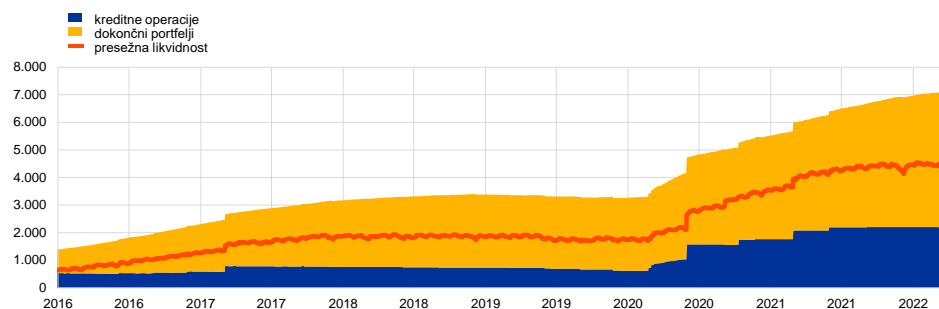
Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 158,1 milijarde EUR na 7.066,4 milijarde EUR (graf A). To je bilo posledica tekočih neto nakupov v okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, zlasti programa PEPP v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv leta 2022. Neto nakupi v okviru PEPP so prenehali v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv ob koncu prvega četrtletja, s čimer je bil skupni prispevek programa nakupov k povečanju zagotavljanja likvidnosti manjši. Zapadle

kreditne operacije in odplačila tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja so povzročili zelo zmerne odlive likvidnosti v obravnavanem obdobju.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 19. april 2022.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 4,5 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo posledica odplačil tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej zgolj postransko vlogo, pri čemer je ostala povprečna uporaba operacij dolgoročnejšega refinanciranja približno stabilna, operacije glavnega refinanciranja pa so se v primerjavi s predhodnim obravnavanim obdobjem rahlo povečale, in sicer za 0,1 milijarde EUR.

Hkrati so se zaradi neto nakupov v okviru programa PEPP in programa nakupa vrednostnih papirjev dokončni portfelji povečali za 162,7 milijarde EUR na 4.865,6 milijarde EUR. Povprečna imetja v programu PEPP so znašala 1.685,1 milijarde EUR in so se v primerjavi s povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju povečala za 115,1 milijarde EUR. V okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, ki jih izvaja ECB, so se nakupi najbolj povečali v okviru programa PEPP, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povprečnim povečanjem za 37,9 milijarde EUR na 2.525,6 milijarde EUR in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povprečnim povečanjem za 16,4 milijarde EUR na 326,5 milijarde EUR. Zaradi zapadlosti vrednostnih papirjev v portfeljih neaktivnih programov se je obseg dokončnih portfeljev zmanjšal za 3,8 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 77,1 milijarde EUR na nov rekordni znesek v višini 4.490,6 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. 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 85,7 milijarde EUR na 3.758,7 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa za 9,2 milijarde EUR na 730,4 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 0,4 milijarde EUR na 923,0 milijarde EUR. Neizvzeta presežna likvidnost, ki vključuje odprto ponudbo mejnega depozita, se je povečala za 76,1 milijarde EUR na 3.566,1 milijarde EUR. Skupna stopnja izkoriščenosti maksimalnega priznanega izvzetja, tj. razmerje med izvzetimi rezervami in najvišjim izvzetim zneskom,³ je ostala od tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv leta 2020 višja od 98% in od prejšnjega obravnavanega obdobja stabilna na 99,0%. Delež izvzetih presežnih rezerv v celotni presežni likvidnosti je znašal 20,6%, medtem ko je bil v prejšnjem obravnavanem obdobju 20,9-odstoten.

Gibanje obrestnih mer

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala približno nespremenjena na ravni –58,0 bazične točke. Zaradi velike presežne likvidnosti je €STR še naprej razmeroma neodzivna tudi na precejšnja nihanja likvidnosti. Ključne obrestne mere ECB, tj. obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, se je v obravnavanem obdobju povečala za 10,8 bazične točke na –0,64%. Povečanje bi lahko bila posledica normalizacije po rekordno nizki vrednosti, zabeleženi okoli konca leta, ki je močno vplivala na indeks RFR Euro v prejšnjem obravnavanem obdobju. Kljub povišanju povprečne vrednosti je bil vzorec konca četrletja posebej izrazit ob koncu marca, ko je indeks RFR Euro zabeležil –0,904%, kar je, razen ob koncu leta, najnižja vrednost po koncu četrletja marca 2017.

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

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

Članki

1 Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices

Prepared by Friderike Kuik, Jakob Feveile Adolfsen, Eliza Magdalena Lis, Aidan Meyler

1 Introduction

Record-high energy price increases at the end of 2021 and beginning of 2022 put significant pressures on the purchasing power of consumers.¹ These

increases followed a marked decline in energy prices at the onset of the coronavirus (COVID-19) pandemic. While the initial rise in energy prices was mainly driven by the recovery in energy demand following the easing of lockdown measures after the first wave of the pandemic, the subsequent price rally during 2021 was also significantly affected by supply-side issues. This development was aggravated in early 2022 by the Russian invasion of Ukraine. The increase in European gas prices since the summer of 2021 has been particularly sharp, reflecting a combination of supply and demand factors that left European gas inventories at historically low levels ahead of the winter season and the gas market vulnerable to supply and demand uncertainty, including from escalating geopolitical tensions. As a result, consumer gas and electricity prices – both driven by natural gas prices – played an increasingly important role in developments in HICP energy and were accompanied by unprecedented cross-country heterogeneity in energy price developments.

2 Energy market developments

Energy commodity prices dropped considerably at the onset of the pandemic, followed by a recovery period and a subsequent surge, particularly in gas prices.

The immediate decline in the oil price was particularly pronounced. For instance, the Brent crude oil price dropped by 75% between February and April 2020, while the Dutch TTF gas price² fell by 44%. Since then, oil and gas prices have increased sharply, with gas prices already reaching pre-pandemic levels in September 2020 and oil prices doing so around February 2021. This is in contrast to the last episode of rapidly increasing energy commodity prices during the recovery from the 2008 financial crisis, when oil and gas prices stabilised at below pre-crisis levels. The rise in gas prices was particularly strong in the second half of 2021 and intensified even further in the first half of 2022, with European gas prices increasing

¹ See the article entitled “[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

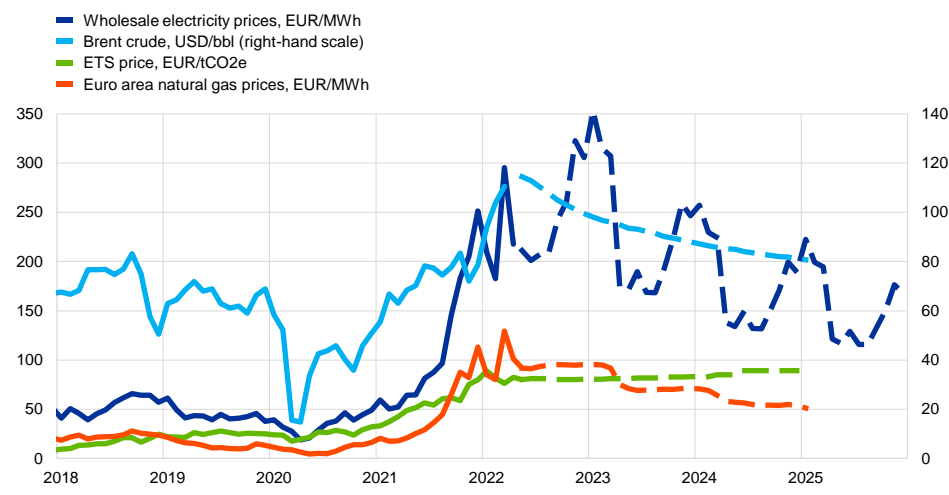
² The Title Transfer Facility (TTF) is the Dutch trading hub for gas and the main reference hub for gas trading in Europe.

by 145% since July 2021, while oil prices have increased by 46% over the same period. Both oil and gas prices have risen to well above pre-pandemic levels, with the European gas price reaching an all-time high, contributing in turn to record-high wholesale electricity prices (Chart 1).

Chart 1

Pandemic-related drop in energy prices followed by substantial price increases

(left-hand scale: EUR per unit; right-hand scale: USD per unit, monthly average values)



Sources: Eurostat, Refinitiv and ECB staff calculations.

Notes: Wholesale electricity prices for the euro area are calculated as a weighted average (weighted by net electricity generation) of prices observed in the five biggest euro area economies. Futures curves from 29 April 2022 are represented by broken lines. "ETS" is the EU Emissions Trading System, Latest observations: May 2022.

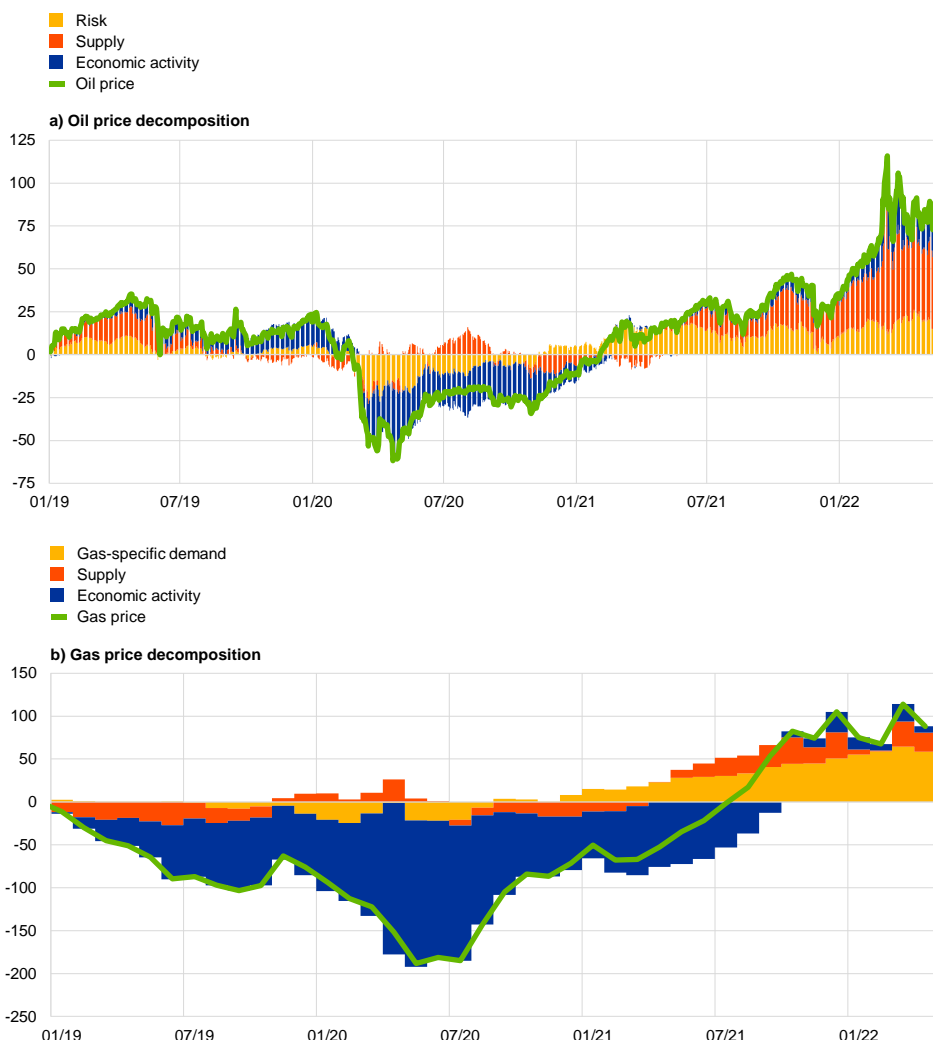
Drivers of oil and gas prices

The large drop in energy commodity prices in early 2020 mainly stemmed from the negative impact of the pandemic on the demand for energy. According to model estimates, most of the drop in oil and gas prices at the onset of the pandemic could be explained by changes in demand as economic activity slowed as a result of COVID-19-related restrictions (Chart 2).

Chart 2

Oil and gas prices dropped at the onset of the pandemic owing to lower demand, while subsequent price increases have been driven by a combination of factors

(daily cumulated percentage changes, since 1 January 2019)



Sources: Refinitiv, Bloomberg, International Energy Agency (IEA) and ECB staff calculations.

Notes: Daily oil model from Venditti, F. and Veronese, G., "Global financial markets and oil price shocks in real time", *Working Paper Series*, No 2472, ECB, September 2020. Structural shocks are estimated using the spot price, the futures to spot spread, market expectations on oil price volatility and the stock price index. The risk component identifies shocks to risks to future oil demand, whereas the economic activity component identifies shocks to current demand from changes in economic activity. Monthly gas model: the decomposition is based on a three-variable Bayesian vector autoregression (BVAR) where shocks are identified with sign restrictions, including euro area gas quantity (defined as imports + domestic production - exports - change in inventories), euro area gas price and euro area industrial production. The gas-specific demand component identifies shocks to gas demand in Europe that are not driven by economic activity, e.g. changes in heating demand owing to changing weather conditions. The last two months for gas quantity and industrial production are nowcasted. Latest observations: 20 May 2022 (oil); April 2022 (gas).

The subsequent rise in global energy commodity prices was partly a reflection of a rebound in demand for energy. The gradual resumption of economic activity and travel was accompanied by an ongoing recovery in demand for oil. According to model estimates, a third of the oil price increase since the trough reached at the end of April 2020 can be explained by a recovery in oil demand. While global demand for gas has also been driven by the economic recovery, especially in China, demand for gas in Europe was also high, owing to a period of colder than usual weather at the end of 2020 and in the first half of 2021. Thereafter, low winds during the summer

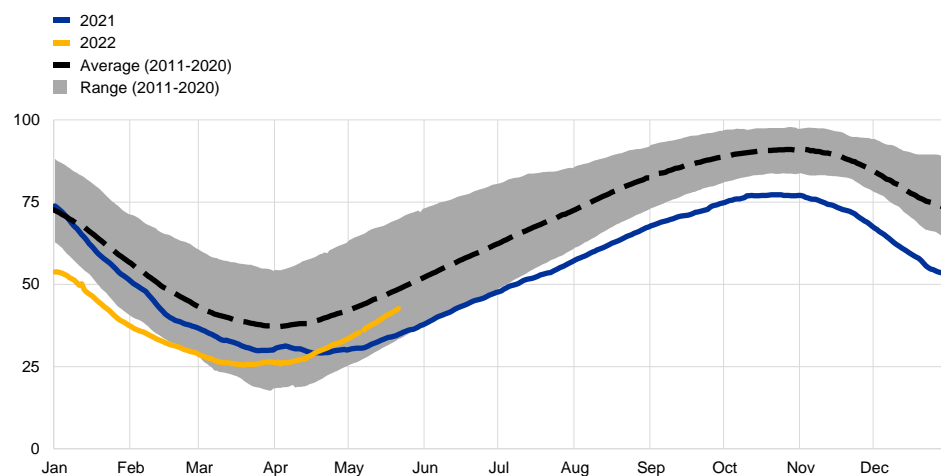
months led to the substitution of wind-generated energy with gas. The result was that stores of gas were not fully replenished over the summer of 2021 (Chart 3, panel a). As gas prices started to rally from the summer of 2021, this also caused spillovers to demand for other energy sources, including oil and coal, as substitutes for gas in electricity production and heating.³

Chart 3

Low gas storage levels in Europe and slow reaction of US oil supply to rising oil prices

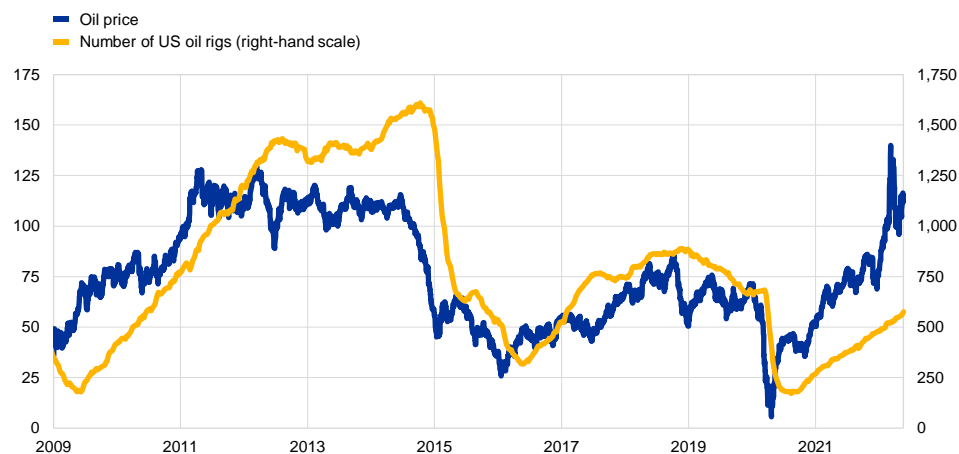
a) Gas storage utilisation rate in the EU

(percentages of total capacity)



b) Oil price and US oil rig count

(left-hand scale: USD/bbl; right-hand scale: number)



Sources: Gas Infrastructure Europe and ECB staff calculations.

Note: Latest observations: gas storage utilisation rate in the EU: 21 May 2022; oil price: 20 May 2022; US oil rigs: 20 May 2022.

Supply-side issues have also had an upward impact on oil prices, in particular since the summer of 2021 (Chart 2). The OPEC+ group decided to reduce oil supply by 9.7 million barrels per day in reaction to the large drop in oil demand in March and April 2020. In July 2021 OPEC+ agreed to gradually restore production by adding 400,000 barrels per day to production each month. However, some

³ See *Oil Market Report – October 2021*, IEA, 14 October 2021.

OPEC+ members continually failed to reach their targets, which constrained global supply. Meanwhile, US shale oil production reacted more slowly to oil price increases than it has done in the past due to a combination of persistent effects from the pandemic on the US shale oil industry and funding constraints on US shale oil producers (Chart 3, panel b). According to model estimates, around 40% of the oil price increase since April 2020 can be explained by supply factors.

Supply constraints were also an important contributor to the European gas price rally. Supply from Norway was low in the first half of 2021 owing to maintenance work on pipelines, and since the summer of 2021 supply of gas from Russia to the EU has dropped significantly, contributing to the slow replenishment of gas inventories in Europe ahead of the winter season. Towards the end of 2021 European gas prices eased somewhat amid higher imports of liquified natural gas (LNG) as a result of the positive gas price spread between Europe and Asia, highlighting the fact that the European gas market has gradually become more dependent on the global supply of and demand for gas, whereas previously it closely followed the oil market. This development stemmed from the emergence of a global market for LNG and the change in the indexation of European gas contracts (Box 1).

The Russian invasion of Ukraine led to renewed volatility in energy commodity prices, accelerated by the low level of inventories. Oil and gas price volatility spiked as a result of the Russian invasion of Ukraine in February 2022 and the associated policy responses as uncertainty about energy supply mounted.⁴ Volatility in oil and gas prices was amplified by the low levels of inventories, which made prices more sensitive to changes in the outlook for energy supply and demand.

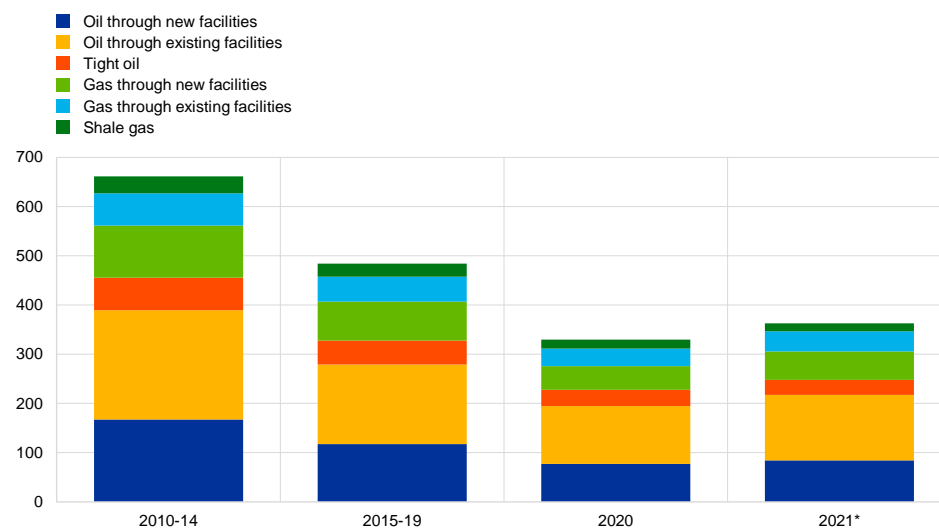
Subdued investment in oil and gas production since 2014 is likely to have constrained the elasticity of supply to rising demand, thereby contributing to the rise in energy commodity prices (Chart 4). Years of low investment is constraining the response of supply to rising demand. Weaker investment may reflect, on one hand, the impact of low energy prices after the price drop in 2014, and, on the other hand, uncertainty about the future mix of energy demand following the green transition.

⁴ See the box entitled “The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets” in this issue of the Economic Bulletin. [link to be included]

Chart 4

Declining investment in oil and gas since 2014

(USD billions, 2019 values)



Sources: IEA and ECB staff calculations.

Notes: Annual averages, inflation-adjusted to 2019 US dollars. * Figures for 2021 are estimated.

Box 1

Decoupling of gas and oil prices

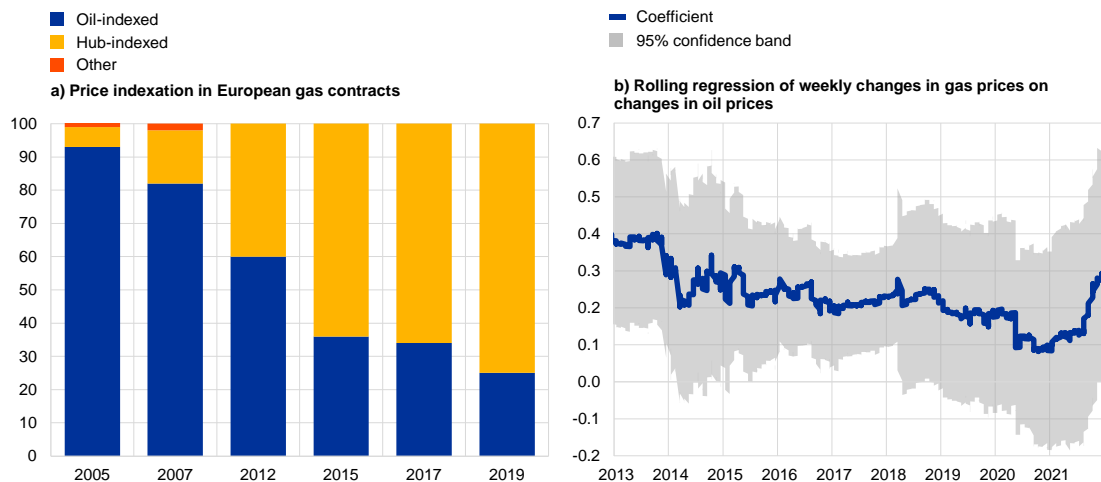
Prepared by Jakob Feveile Adolfsen

Recent gas price developments have highlighted ongoing structural changes that have shaped the gas market in recent years – in particular the gradual decoupling of gas and oil prices. Before 2015, the majority of gas contracts in Europe were indexed to oil prices. Consequently, the oil price usually provided a reasonable guide to developments in energy prices. Since 2015 the majority of European gas contracts have been linked to spot and futures prices in the European trading hubs for gas (Chart A, panel a), with the Dutch TTF being the main reference hub. This change was to some extent a result of the rise in the global supply of LNG, which created a globalised market for gas, and the associated development and deepening of natural gas hubs and spot markets. While the automatic link between oil and gas prices has diminished, European gas and oil prices remain correlated, as these are driven by common shocks to global economic activity and are also substitutes to some extent. Nonetheless, the responsiveness of European gas prices to changes in oil prices has gradually decreased over the last decade (Chart A, panel b).

Chart A

European gas prices have become less closely linked to oil prices over time

(panel a: percentages; panel b: beta coefficient)



Sources: IEA, Bloomberg, Haver and ECB staff calculations.

Notes: Panel a shows the price indexation mechanisms in European gas contracts. Panel b shows five-year rolling regressions of weekly changes in the TTF gas spot price on weekly changes in the oil spot price in the period 2013-21 when controlling for oil demand shocks from a daily BVAR model for oil prices, the Citi economic surprise index for the EU and the VIX index (all include up to three-week lags).

The emergence of a global market for LNG also means that European gas prices are increasingly affected by external developments. This could be observed both in the upward pressure on prices from high Asian demand for LNG during the economic recovery and, towards the end of 2021, when rising LNG imports relieved market tightness in Europe somewhat as investors took advantage of higher prices in Europe relative to the Asian gas market.

Drivers of wholesale electricity prices in Europe

Wholesale electricity prices in the euro area mirrored developments in gas and oil prices, with declines in the first half of 2020 and a surge throughout 2021.

After low electricity prices of around €35/MWh on average⁵ in 2020, electricity prices followed the rise in natural gas prices (Chart 1). Monthly average euro area wholesale electricity prices peaked at around €250/MWh in December 2021, a rise of more than 400% compared to December 2020 prices. On the back of the Russian invasion of Ukraine these climbed further to a monthly average of close to €300/MWh in March 2022, with the daily average price peaking above €500/MWh at the beginning of March 2022, but subsequently declined in April 2022 to an average of around €215/MWh.⁶

Under the marginal pricing method underlying wholesale electricity prices in Europe, the most expensive technology needed to meet demand within a given

⁵ Averages referred to in the text are calculated as the consumption-weighted mean across electricity markets of the five biggest euro area economies – Germany, France, Italy, Spain and the Netherlands.

⁶ See the box entitled “The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets” in this issue of the Economic Bulletin.

time period sets the price. This is known as the “pay-as-clear” market, in which each electricity provider bids their cost of electricity, which depends on the energy sources they use to generate the electricity. The final price of electricity within the market is then determined by the most expensive technology needed to fully meet electricity demand (Chart 5, panel a). In recent years, wholesale electricity prices in the EU have largely been driven by gas prices. However, there are differences in the gas dependency of European electricity markets, with electricity prices in Spain, Ireland, Italy and Portugal being particularly dependent on gas prices.⁷

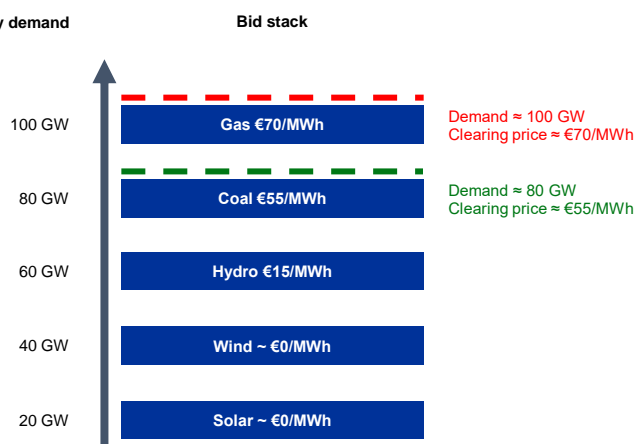
⁷ See [ACER's Preliminary Assessment of Europe's high energy prices and the current wholesale electricity market design](#), European Union Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), November 2021.

Chart 5

Electricity pricing in Europe is based on marginal cost, often driven by gas prices

a) Marginal pricing of electricity

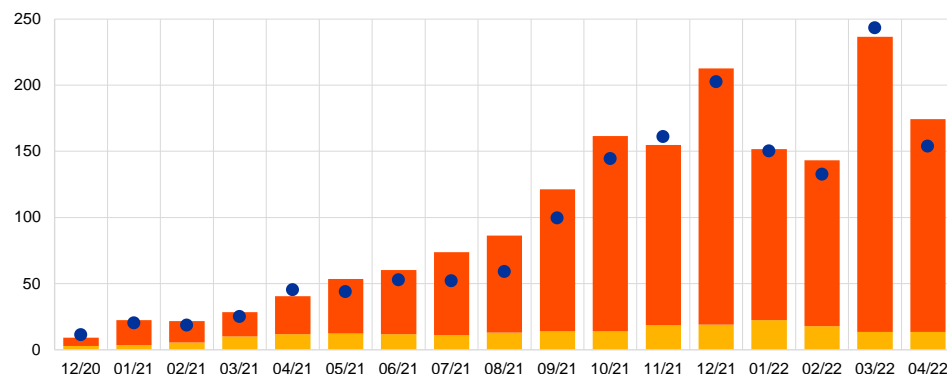
(GW and EUR/MWh)



b) Maximum contribution of gas and ETS price increases to electricity price increases

(EUR/MWh)

- Changes in average wholesale electricity prices (year-on-year)
- Maximum contribution of the ETS price
- Maximum contribution of the natural gas price



Sources: ACER, Refinitiv and ECB calculations

Notes: Panel a shows how the clearing price of electricity rises as demand rises, depending on the type of generation required to meet demand. Panel b shows the contribution of gas and ETS price increases to increases in the price of gas-fired electricity generation. This estimate is based on the assumption that the price of electricity produced from gas can be mechanically calculated from the price of gas (assuming a thermal efficiency of 50%, i.e. 2 MWh of gas is needed to produce 1 MWh of electricity) and the price of carbon emissions under the EU ETS (assuming an emission intensity of 0.4 tCO₂e/MWh). The price of gas-fired electricity differs from wholesale electricity prices as the latter are not always determined by gas.

During the first wave of the pandemic, electricity demand could often be met from renewables alone, which pushed down electricity prices. Once installed, renewable energy sources have low marginal costs and therefore contribute to electricity supply whenever they are available.⁸ When renewable supply is high – which depends on weather conditions – and demand for electricity is particularly low, existing renewable capacity is at times already sufficient to cover demand. This was often the case during the early months of the pandemic, which were characterised by lockdowns. Overall, favourable weather conditions and low electricity demand led to

⁸ The largest share of costs of renewable energy relates to the cost of manufacturing and installing renewable energy generation capacity.

a high share of electricity generation from renewables, which, together with low gas prices, led to low electricity prices in 2020 (Chart 1).⁹

In the first months of 2021, rising gas and – to a lesser extent – carbon prices both contributed to rising wholesale electricity prices. Once electricity demand picked up, more gas-fired electricity was needed to meet peak demand. As carbon dioxide (CO₂) is emitted during the production of gas-fired electricity, wholesale electricity prices were affected not only by the price of natural gas but also by the price of carbon emissions under the EU ETS. In the first phase of the recovery, both the price of gas and the price of carbon started to increase (Chart 1). On average, we estimate contributions from year-on-year increases in monthly average ETS prices to increases in the price of gas-fired electricity of between around 16% and 35% in the first six months of 2021 (Chart 5, panel b).

In the second half of 2021, the increase in gas prices was the dominant factor behind the electricity price increases and undermined the fuel-switching incentive of carbon pricing. While carbon prices under the EU ETS continued to increase moderately, strong year-on-year increases in the price of gas in the last six months of 2021 and the first months of 2022 clearly dominated annual changes in wholesale electricity prices. It is estimated that the monthly average contribution of gas price increases to the increase in the price of gas-fired electricity was at least 85% from July 2021 to April 2022 (Chart 5, panel b). The considerable increase in gas prices also led to a situation in which coal-fired electricity – despite having a much higher emissions intensity and higher related emissions costs – increasingly replaced gas-fired electricity during 2021. This stands in stark contrast with the usual situation in which rising carbon prices under the EU ETS would normally incentivise a switch from coal-fired electricity production to cleaner sources of electricity.

3 Consumer energy price developments in the euro area

HICP energy price developments in and out of the pandemic

The main components of consumer energy prices are liquid fuels, electricity and gas, with smaller contributions from heat energy and solid fuels (Chart 6). Overall, the weight of HICP energy in the euro area HICP was 9.8% in 2020, 9.5% in 2021 and 10.9% in 2022. Liquid fuels contribute 46% to overall energy consumption in the euro area, while electricity and gas contribute 28% and 20% respectively, based on 2022 weights. The euro area aggregate masks some differences at the country level (Chart 6 and Box 2).

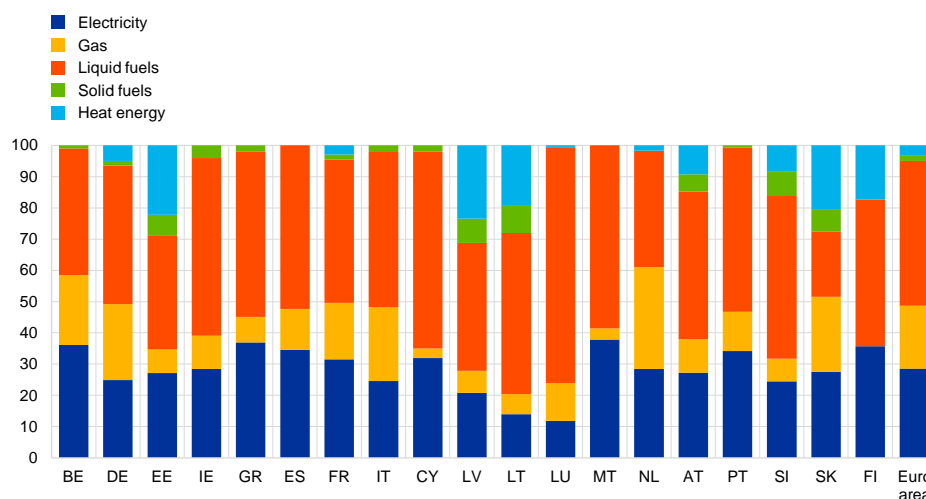
⁹ See [Quarterly Report on European Electricity Markets](#), Vol. 13, Issue 2, second quarter of 2020, European Commission, 2020.

Chart 6

The relevance of different energy components varies among euro area countries

Weights of HICP energy components in overall HICP energy

(percentages, 2022)



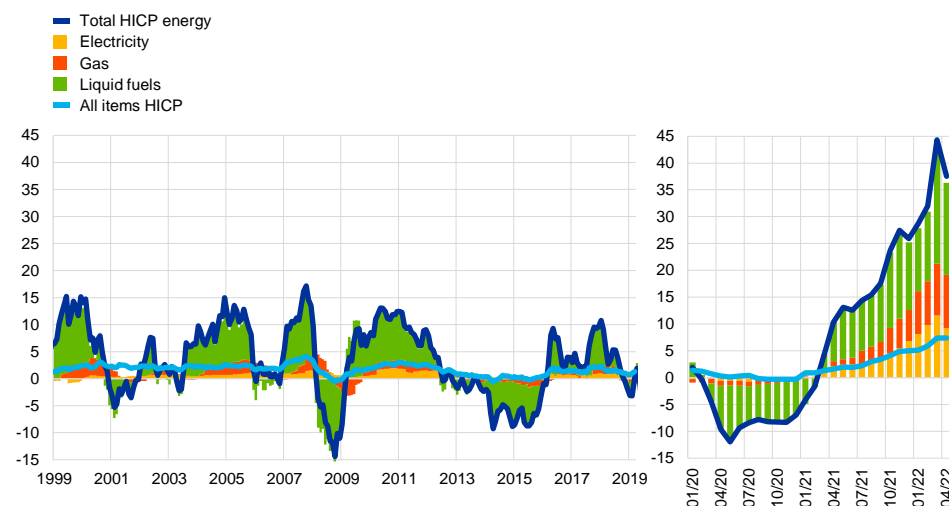
Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

HICP energy inflation contributed negatively to headline inflation during most of 2020. Historically, energy inflation has contributed on average 0.3 percentage points to headline HICP inflation in the euro area. At the onset of the pandemic, when oil prices fell sharply, the annual rate of change of HICP energy declined markedly, reaching a trough in May 2020 at -11.9%, levels last observed in 2009 (Chart 7). In this initial phase of the pandemic, energy prices were mainly driven by developments in the fuel component, which is linked to oil prices. Later, from the summer of 2020, the temporary cut in the German VAT rate also dampened energy price dynamics.

Chart 7

After turning negative for most of 2020, euro area energy inflation surged at an unprecedented rate in 2021 and 2022

(percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Note: Latest observations: April 2022.

Energy price developments caused a pronounced pick-up in euro area headline HICP inflation in the course of 2021 and at the beginning of 2022.

Since February 2021 energy inflation has been pushed up by base effects as oil prices recovered. Cumulatively, base effects contributed about 10 percentage points to HICP energy inflation between December 2020 and December 2021.¹⁰ In addition, since mid-2021 the unprecedented increases in wholesale gas and electricity prices lifted HICP energy inflation to new record highs at the end of 2021 and in early 2022. The Russian invasion of Ukraine further added to pressures on consumer energy prices. The spike in energy inflation points to a massive energy shock even from a historical perspective (Chart 8). While liquid fuel price developments are usually the main driver of HICP energy price pressures, consumer gas and electricity prices have played an increasingly important role, with gas and electricity prices contributing about half of energy price inflation in the last few months (Chart 7).

¹⁰ A base effect is the effect on the year-on-year rate of inflation when an unusually large month-on-month change from 12 months earlier drops out of the index. See the box entitled “Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

Chart 8

The current spike in energy inflation is large even from a historical perspective

Difference between euro area HICP energy and HICP excluding energy

(percentage points)



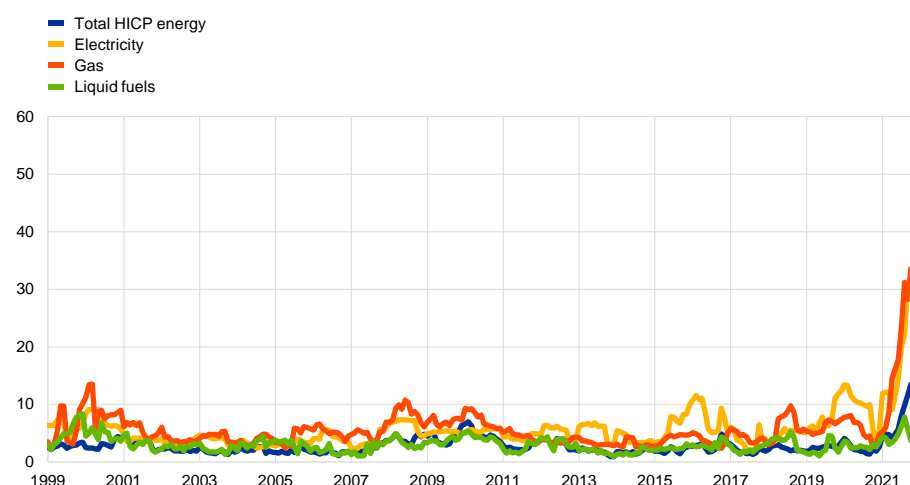
Sources: Eurostat and ECB calculations.
Latest observation: April 2022.

Developments in consumer energy prices differ substantially across euro area countries. For fuel prices, annual percentage changes varied between 19.5% and 46% in the largest euro area countries in April 2022, while there was far greater and unprecedented heterogeneity in price developments for gas (23% to 140.8%) and electricity (7% to 156%) (Chart 9). Overall, this means cross-country energy price developments are less aligned now than when they are mostly dominated by common oil price developments (Box 2).

Chart 9

Cross-country dispersion of annual rates of change in HICP energy and its components reached a historical high in April 2022

(weighted standard deviation, percentage points)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The weighted standard deviation expresses the standard deviation of the sum of HICP country-weighted deviations between euro area country annual rates of change in HICP gas, electricity, liquid fuels and total energy and euro area averages using HICP country weights. Latest observations: April 2022.

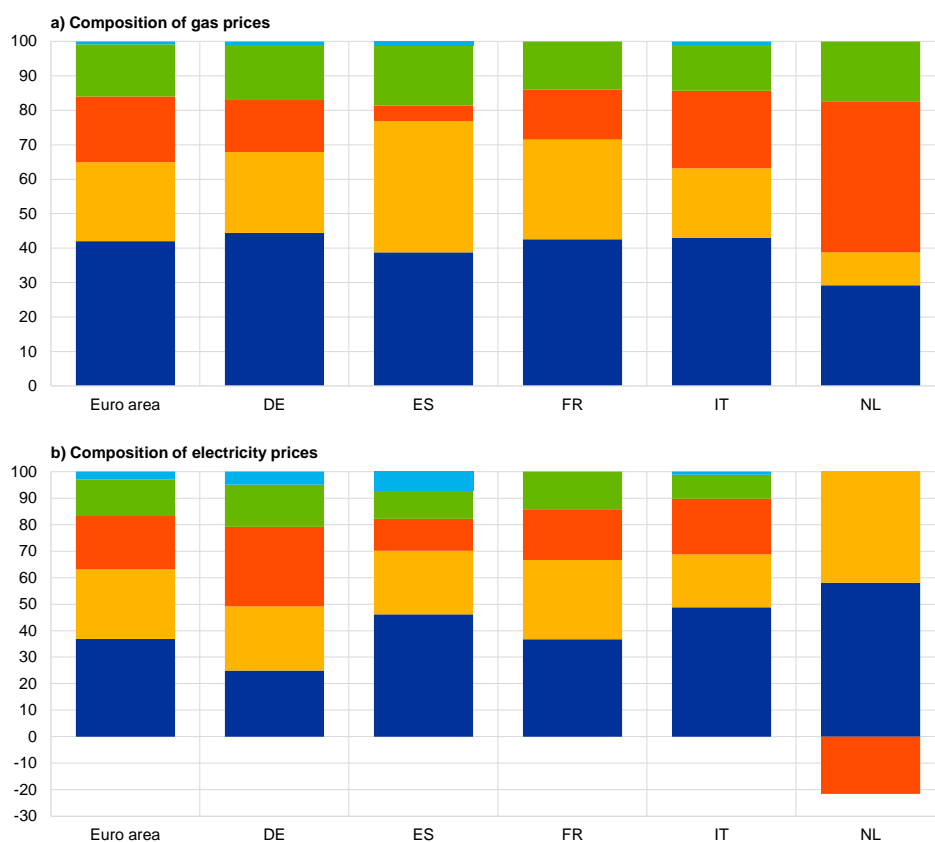
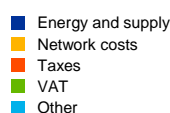
The impact of energy commodity prices on consumer energy inflation

The components of HICP energy can be broken down into a wholesale energy component, network costs and charges, and a tax component (Chart 10, and Boxes 2 and 3). On average in the euro area, the contribution of the wholesale component (including energy supply) to consumer gas and electricity prices was 42% and 37% respectively in 2021. This varies with the level of commodity prices and between euro area countries. For example, in the Netherlands in 2021 taxes reduced the total price of electricity by 21% owing to a tax credit on electricity consumption. Besides the cost of crude oil, consumer prices of liquid fuels are also influenced by refining margins and costs, distribution and retail margins and costs, and value added tax (VAT) and excise duties (Box 3).

Chart 10

Wholesale energy and supply made up about 42% of euro area consumer gas prices and about 37% of euro area consumer electricity prices in 2021

(percentages, 2021)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: "Energy and supply" includes the wholesale component and the charges for the supply of energy to consumers. "Taxes" includes taxes, fees, levies and charges, renewable taxes, capacity taxes and environmental taxes, but does not include VAT. The compositions of gas and electricity prices are displayed for consumption classes representing median annual consumption (gas: band DC, 20 to 199 GJ; electricity: band DC, 2,500 to 4,999 kWh).

The pass-through of crude and refined oil prices to consumer prices is generally complete and quick, usually within 3-5 weeks.

However, the impact of commodity price changes on consumer energy price changes is less than one to one, owing to the price composition. To quantify the impact, the relation between commodity prices and the respective HICP component is modelled using internal ECB models. Two approaches are taken: (i) a set of bi-variate BVARs for fuel, gas and electricity prices, and (ii) a set of error correction models for refined and retail fuel prices and a model for gas with seasonality and an error correction term.¹¹ Estimates suggest that about 31-34% of the change in crude oil prices is passed on to liquid fuel prices after one year. It should be noted, however, that elasticities can be a function of the crude oil price level, owing to the relatively constant refining and distribution costs and margins, and hence increase with the level of the oil price. Therefore, when commodity prices are rising, the share of the wholesale component increases relative to taxes and charges. As a result, the impact on consumer energy prices is larger.¹²

The reaction of consumer gas and electricity prices to changes in wholesale prices for gas and electricity is slower than the pass-through of crude oil prices to liquid fuel prices.

The estimated pass-through of wholesale gas prices to consumer gas prices takes about three to six months. For electricity prices, the pace depends very much on country characteristics. Price composition and setting play an important role in explaining why the immediate impact on consumer gas and electricity prices of changes in the corresponding wholesale prices is often limited and lagged (Chart 10 and Box 2). Based on the estimates from the models described above, on average about 10-12% of the increase in natural gas prices is passed on to consumer gas prices in the euro area after one year, while for electricity the elasticity is lower, at around 4%. These estimates are subject to the important caveat that they are largely based on past data characterised by low levels and volatility of wholesale prices. The pass-through in an environment of high and volatile wholesale prices may deviate from the figures indicated here.

Box 2

Drivers of cross-country heterogeneity in the pass-through of commodity prices to consumer prices

Prepared by Friderike Kuik

The growing importance of the gas and electricity components of HICP during the pandemic led to greater cross-country heterogeneity in energy price developments (Chart A). Cross-country heterogeneity in consumer gas and electricity price developments are linked to differences in the pass-through of wholesale prices, depending on the price composition, the price-setting mechanism, and the energy mix used to produce electricity. The cross-country heterogeneity in consumer gas and electricity price developments is more pronounced than the heterogeneity in

¹¹ The BVAR uses monthly data and month-on month rates of change. It is assumed that there is no contemporaneous feedback effect from the HICP energy component to the respective commodity price series.

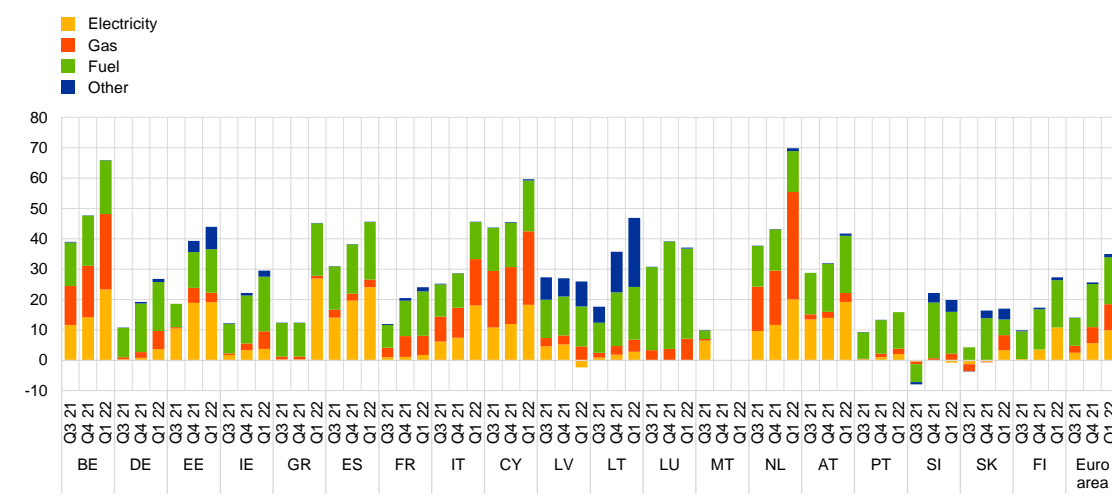
¹² The pass-through of crude oil prices at a level of €100/bbl (€50/bbl) is 47% (31%) to petrol, 54% (37%) to diesel and 76% (62%) to heating fuel, according to analyses published in "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, No 113, ECB, June 2010.

liquid fuel price developments, which is linked to a faster and more uniform pass-through of oil prices (Box 3).

Chart A

Annual price changes of HICP energy and its components were heterogeneous during the second half of 2021 and beginning of 2022

(percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Malta had zero annual percentage change in prices in Q4 2021 and Q1 2022. Latest observation: Q1 2022.

The price composition determines the extent to which consumer prices are affected by wholesale price changes, and price setting determines the speed and timing of the pass-through. The impact of wholesale price changes on consumer prices depends on whether tariffs are flexible and adjust rapidly or are set to change at pre-determined intervals, including through regulated prices.¹³ In recent months consumer prices have also been affected by government measures to cushion the impact of rising energy prices on consumers. For example, some governments have reduced taxes and charges to offset increases in wholesale prices. Other measures implemented take the form of transfers (e.g. for low income households) and therefore do not have a direct impact on prices.

There is strong heterogeneity in the energy mix for electricity production across euro area countries. On average in the euro area around 36% of electricity was produced from renewable sources (including biofuels) in 2021, 36% from fossil fuels (including gas and coal) and 27% from nuclear power, but these averages conceal large differences across countries (Chart B). For example, in France the largest share of electricity is produced from nuclear power (68% in 2021). In Germany, the contribution of coal to total electricity production amounted to around 29% in 2021. Renewables contributed 22% in France, 33% in the Netherlands, 36% in Italy, 39% in Germany and 48% in Spain in 2021.

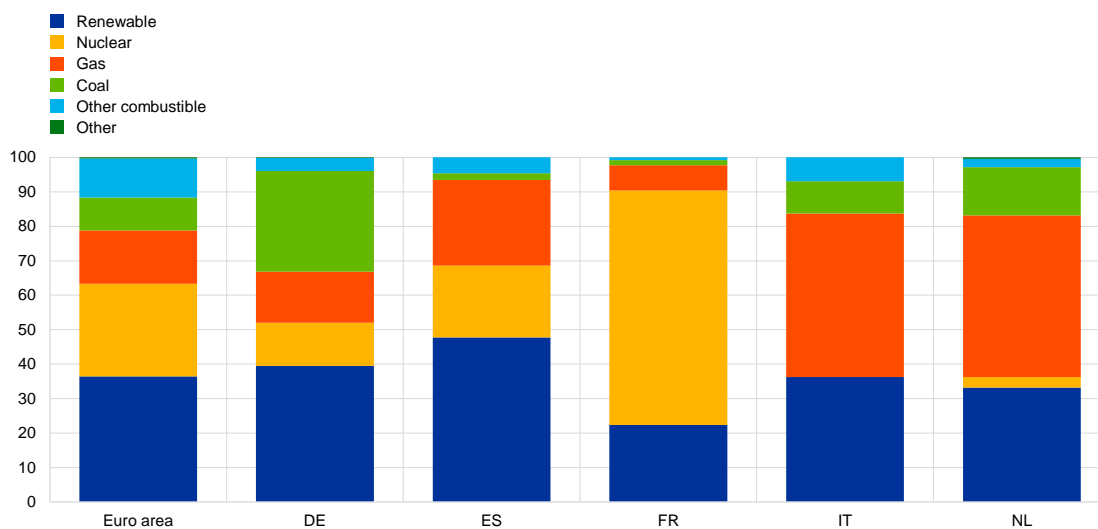
¹³ As of 2022 gas prices are “mainly administered” in Estonia, France, Italy, Latvia, Lithuania, the Netherlands and Slovakia and “fully administered” in Spain. Electricity prices are “mainly administered” in Estonia, Greece, France, Cyprus, Lithuania, the Netherlands, Slovakia and Finland and “fully administered” in Malta (Eurostat, HICP – administered prices (dataset), 2022).

Chart B

The energy mix used to produce electricity varies between euro area countries

Energy sources contributing to net electricity production

(percentages, 2021)



Sources: Eurostat, IEA and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows total net electricity production in 2021, i.e. "the total amount of electrical energy produced by transforming other forms of energy, for example nuclear or wind power" (gross electricity production) minus "the consumption of power stations' auxiliary services" (Eurostat). "Renewable" includes wind, solar, hydro, geothermal energy and biofuels. Values for Italy are for 2019 from the IEA, as a detailed breakdown for combustible fuels is not available from Eurostat.

The energy mix also has an impact on developments in electricity prices. The countries with the highest wholesale electricity prices in 2021 were those in which electricity demand was more frequently covered by gas-fired electricity generation.¹⁴ Conversely, a high share of renewables or nuclear energy can shield countries from higher electricity prices to some extent, but only persistently so if electricity produced using these technologies can cover baseload demand consistently.

Overall, the unusually high cross-country heterogeneity in energy price developments could continue to play a larger role going forward. As the energy transition is aimed at replacing fossil energy sources with renewable energy, starting with the dirtiest fuels (like coal), the roles of gas – particularly during the transition – and, especially, electricity are likely to increase in the near and medium term. Therefore, the drivers of cross-country heterogeneity in the pass-through of wholesale prices to consumer electricity and gas prices are also expected to remain of relevance going forward. Heterogeneity in consumer energy prices could be reduced to some extent through further energy market integration and through more coordinated responses to higher energy prices, including as a consequence of the Russian invasion of Ukraine.¹⁵

¹⁴ See [ACER's Preliminary Assessment of Europe's high energy prices and the current wholesale electricity market design](#), European Union Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), November 2021.

¹⁵ See the box entitled "The impact of the war in Ukraine on energy prices" in this issue of the Economic Bulletin. [link to be included]

Box 3

Developments in consumer liquid fuel prices

Prepared by Aidan Meyler

Liquid fuels, particularly for automotive transport, are the largest portion of the HICP energy component and the component that fluctuates the most. Liquid fuels account for 4.2% of the overall HICP, of which fuel for transport is the largest element (3.6%, compared with 0.6% for home heating). Although they make up less than 5% of the overall HICP, liquid fuels account for a substantial portion of the volatility of overall inflation – the standard deviation of year-on-year changes in the HICP excluding liquid fuels is 30% lower than that of the overall HICP.

There are three main components in consumer liquid fuel prices: (i) crude oil prices, (ii) refining and distribution costs and margins, and (iii) taxes (excise duties and VAT), but the main driver of consumer liquid fuel prices over the pandemic period has been the evolution of crude oil prices (Chart A).¹⁶ Generally, the pass-through from crude and refined oil prices to consumer prices is complete and quite quick.¹⁷ Owing to their nature, the two main tax components (excise duties and VAT) have evolved differently. Excise duties are levied as a nominal amount per litre and had not changed much over the past two years – at, on average, around 66 euro cent per litre for petrol, 51 euro cent per litre for diesel and 14 euro cent per litre for gasoil (used for home heating). However, a number of countries have recently reduced excise rates on transport fuels and average euro area excise duties have fallen to around 58 euro cent per litre for petrol and to 45 euro cent per litre for diesel. VAT, however, is levied as a percentage of the pre-tax consumer price and excise duties. Thus, movements in the pre-tax price result in movements in the nominal amount of VAT. Therefore, although VAT rates have not changed much over the past two years (at around 20-21% for petrol, diesel and gasoil), the nominal amount (i.e. in terms of euro cent per litre) accounted for by VAT has moved in line with oil prices (i.e. declining between January and April 2020 and increasing again thereafter).

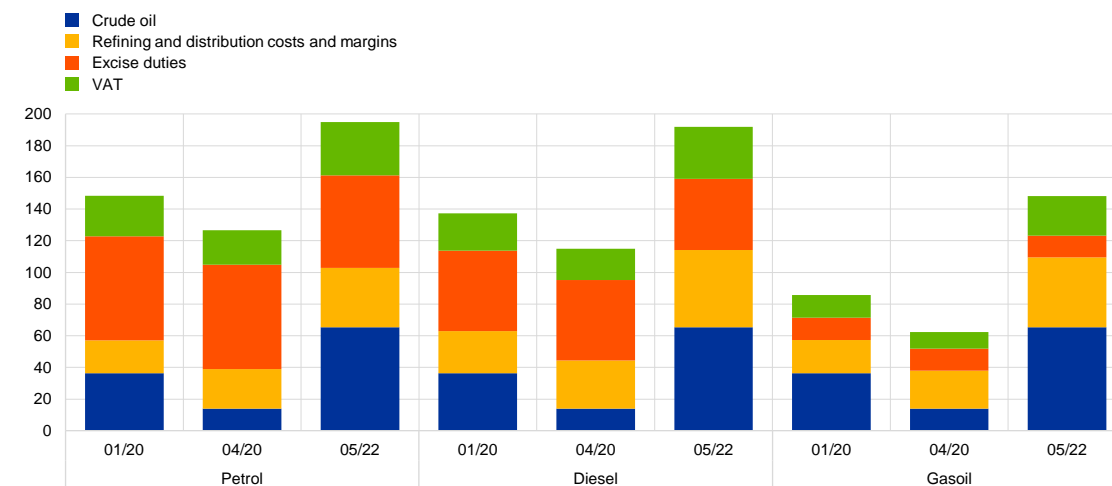
¹⁶ Refining and distribution costs and margins are estimated by calculating (i) the difference between the price of refined fuel and the price of crude oil (refining costs and margins), and (ii) the difference between the pre-tax consumer price and the price of refined fuel (distribution costs and margins). These are approximations, as crude oil and refined fuel prices can vary by specification and location.

¹⁷ The pass-through of the oil price to euro area consumer prices occurs quickly, with 90% occurring within three to five weeks. See Meyler, A., “The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices”, *Energy Economics*, Vol. 31, No 6, November 2009, pp. 867-881.

Chart A

The most variable contribution to liquid fuel prices comes from crude oil prices

(euro cent per litre)



Sources: Refinitiv, European Commission (Weekly Oil Bulletin) and ECB staff calculations.

Notes: Refining and distribution costs and margins are calculated as the difference between crude oil prices and pre-tax consumer prices. Latest observations: May 2022 (average until 16 May).

Both the refining industry and the transport fuels retail distribution sector were significantly affected by the coronavirus pandemic. Between January and April 2020, retail fuel sales (in real or volume terms) declined by close to 50% (Chart B, panel a).¹⁸ Sales then recovered significantly up to August 2020, although they remained below pre-pandemic levels. During 2021 there was a further recovery in retail sales, although they still remained below pre-pandemic levels, and an impact from the emergence of the Omicron variant of COVID-19 was visible between November 2021 and January 2022. The extraordinary oscillations in levels of travel also had ramifications for the refining industry.¹⁹ Refining margins for both petrol and diesel/gasoil declined in the first half of 2020 and remained subdued until early to mid-2021. Subsequently (prior to the conflict in Ukraine) margins more or less returned to the levels that prevailed in the years prior to the pandemic.

There has been an increase in estimated distribution costs and margins for petrol, diesel and gasoil since the onset of the pandemic (Chart B, panel b). This may reflect a need to buffer revenues and service overall costs in response to lower refining costs and margins and reduced sales volumes. Although distribution costs and margins have tended to increase gradually over longer periods of time (based on data from the European Commission's Weekly Oil Bulletin dating back to 1994), developments since 2020 have been above trend. A normalisation of travel once the pandemic is over may lead to some reduction in distribution margins. Further changes in excise duties or carbon taxes would have a direct impact on price levels, but would probably have less impact on their volatility over longer periods of time.

¹⁸ The impact on aviation fuel sales was even more dramatic, with declines of over 90%.

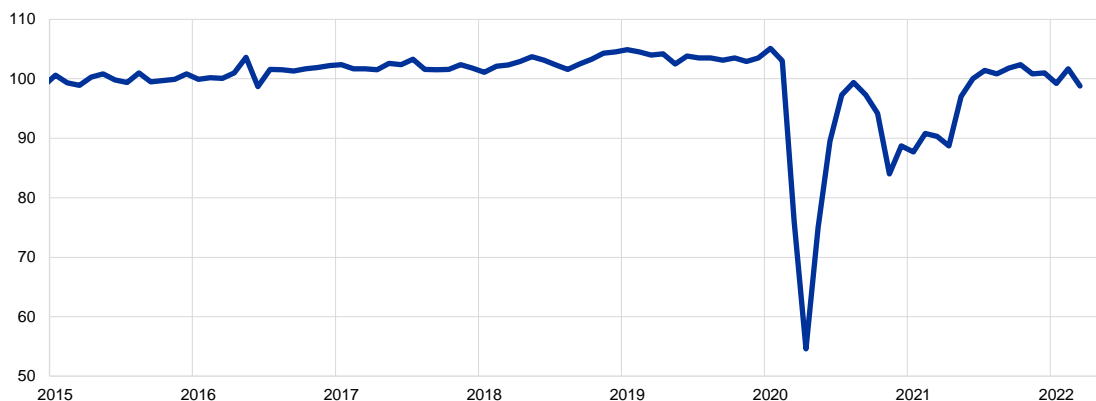
¹⁹ In early 2020, given the dramatic decline in travel, there were concerns regarding the capacity to store the build-up of crude and refined oil inventories. See "Virtual fireside chat with Fatih Birol: COVID-19 and the future of the energy system", Atlantic Council, 26 March 2020.

Chart B

As retail sales declined during the pandemic, distribution costs and margins were on the rise

a) Evolution of retail sales of fuel (in real/volume terms)

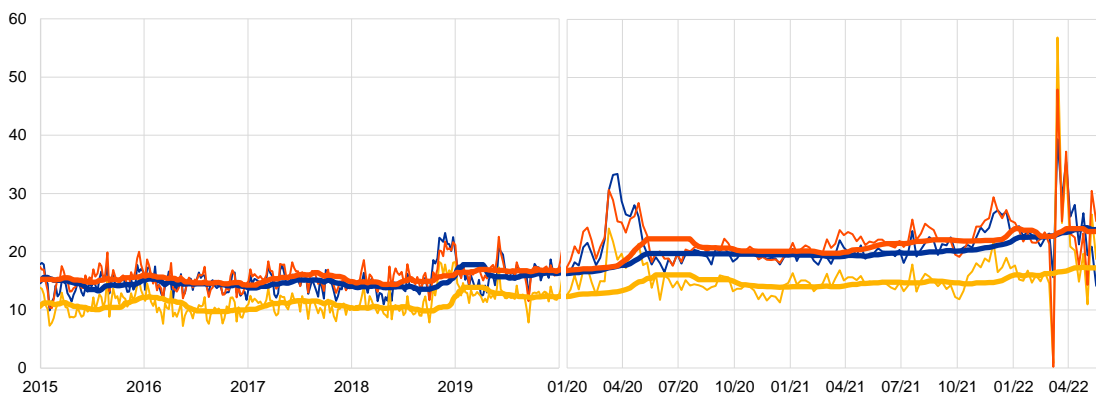
(index: 2015 = 100)



b) Distribution costs and margins

(euro cent per litre)

- Petrol distribution costs and margins
- Gasoil distribution costs and margins
- Diesel distribution costs and margins



Sources: Eurostat and European Commission (Weekly Oil Bulletin).

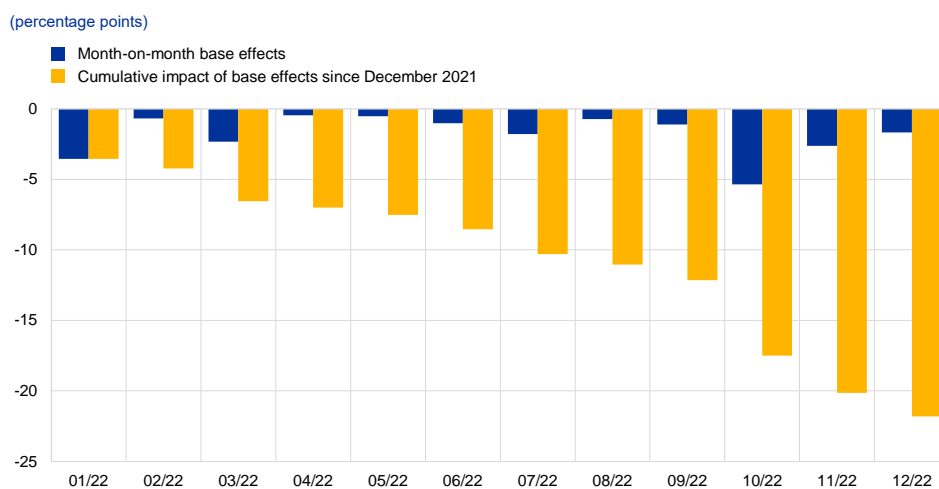
Notes: In panel b, thicker solid lines denote 26-week moving averages of weekly data. Latest observations: panel a, March 2022; panel b, 16 May 2022.

Implications of energy price developments for energy inflation projections

Given the strong volatility, movements in energy prices in one year can have implications for year-on-year inflation rates in the subsequent year. Negative base effects will influence the profile of HICP energy in the course of 2022. The substantial increase in oil prices in 2021 will have a significant downward impact on monthly year-on-year inflation rates for energy in January, March, July, October and November 2022. Cumulatively, downward base effects will take more than 20 percentage points off energy inflation by December 2022 compared with December 2021 (Chart 11). Of course, inflation outcomes will also depend on developments in actual energy prices in 2022; so far the downward base effects in 2022 have been offset by marked month-on-month increases in energy prices.

Chart 11

Negative base effects will influence the profile of HICP energy in 2022



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Month-on-month base effects show the contribution of the base effect to the change in the annual energy inflation rate from one month to the next. The cumulative impact of base effects is calculated by summing month-on-month base effects and is always shown relative to a specific reference month. For example, around 10 percentage points of the decrease in energy inflation in July 2022 compared with the inflation rate in December 2021 is due to base effects.

HICP energy inflation projections for the euro area include information from oil and gas price futures.

In Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises, the inflation projections are based on the assumption that oil and gas prices will evolve in line with average futures prices observed over a two-week period prior to the projection cut-off date.²⁰ Since December 2021, given the observed delinking of gas contracts from oil prices, the assumptions regarding oil price futures have been complemented with futures for gas and electricity prices (Box 1).²¹ Currently, futures curves are pointing to a drop in oil and gas prices in the course of 2022 and 2023, implying that HICP energy inflation should decline in 2023.²² However, recent energy price developments and the related volatility of futures curves are a reminder of the uncertainty regarding their predictive capacity, and hence regarding energy inflation projections (Chart 1).

4 Conclusion

Developments in consumer energy prices during the COVID-19 pandemic have reflected commodity price developments, with some differences across euro area countries. While the recovery in oil and gas prices during 2020 was driven

²⁰ See the box entitled “The mechanical impact of changes in oil price assumptions on projections for euro area HICP energy inflation”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2019.

²¹ See the box entitled “Developments in energy commodity prices and their implications for HICP energy price projections”, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, ECB, December 2021.

²² The downward-sloping nature of the oil futures curve (“backwardation”) is often the result of a tightening oil market, as oil carries a “convenience yield” which captures the benefits of holding inventories, but it may also reflect market expectations of balancing demand and supply. When futures curves are downward sloping, their use as technical assumptions in the projections has a dampening impact on the inflation outlook. Therefore, the projections regularly include a sensitivity analysis to key technical assumptions. See, for example, the box entitled “Sensitivity analysis”, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, ECB, December 2021.

mainly by the rebound in economic activity and energy demand after the first wave of the pandemic, the subsequent rally in energy commodity prices accelerated as supply-side constraints and risks to supply from geopolitical developments kicked in amid continuously strong demand. From very low levels in 2020, consumer energy price inflation has surged since mid-2021. Gas and electricity price developments have increasingly contributed to energy inflation, but with more cross-country heterogeneity than is the case with liquid fuels. As a result, energy price developments are less aligned across countries than they would be if they were dominated mostly by oil price developments. Moreover, in some countries, the impact of recent very high natural gas prices may only be reflected in consumer gas and electricity prices with a lag.

Geopolitical developments continue to imply high unpredictability in energy markets. This is reinforced by ongoing endeavours to make European energy markets independent of Russian energy supplies. In addition, the green transition may affect energy prices and contribute to periods of higher price volatility. If investment in oil and gas production is aligned with net zero emissions targets, but energy supply from renewables cannot consistently meet demand, the result could be recurring periods of high and volatile energy prices. Increases in EU carbon taxes could add to upward pressures on energy prices. However, an increasing decarbonisation of the energy system and increasing energy efficiency also imply reduced dependence of euro area consumer energy prices on global commodity prices and increased dependence on cheaper renewable energy, which in the long run could have a downward impact on consumer energy prices.

The assessment of energy price developments depends on the source of the shock, which can be challenging to identify.²³ The energy mix is evolving and this article points to a less prominent role for crude oil (a commodity not produced in the euro area) and an increasing role for gas and electricity, for which price developments are more closely linked to domestic supply and demand than is the case with oil. This implies that it can be more difficult to unambiguously ascribe energy price developments to external shocks. If the energy mix evolves differently across euro area countries, there may be more dispersion in energy price inflation across countries than in a world in which global oil price developments imply common shocks to all countries.

²³ See also Schnabel, I., “A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation”, speech at a panel on “Monetary Policy and Climate Change” at The ECB and its Watchers XXII Conference, 17 March 2022.

2 Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area

Prepared by **Fédéric Holm-Hadulla, Alberto Musso, Giulio Nicoletti and Mika Tujala**

1 Introduction

The debt financing structure of euro area firms has broadened since the introduction of the euro as the common currency. While bank loans still account for a major share of corporate debt, euro area firms have increasingly resorted to bond financing, especially following the global financial crisis (GFC) of 2008-09.¹ As a result, the outstanding volume of bonds relative to bank borrowing by euro area firms has risen to around 30%, up from roughly 15% in mid-2008.² Corporate bond markets have therefore emerged as an increasingly significant determinant of euro area credit conditions over the past decade and a half.

The rise in bond financing has continued during the coronavirus (COVID-19) pandemic, albeit reflecting different drivers than during the GFC and its aftermath. Amid acute vulnerabilities across the banking sector, loan supply contracted in the wake of the GFC (Section 2). This forced firms to turn to bond markets as a substitute source of credit, despite the higher relative cost at that time.³ During the pandemic, firms instead benefited from more favourable loan supply conditions than during the GFC. This was because (1) banks entered the pandemic with significantly stronger balance sheets, in part owing to the regulatory overhaul of the preceding decade, and (2) bank intermediation capacity was underpinned by a swift and extensive fiscal, supervisory and monetary policy response.⁴ As these factors supported large loan flows at favourable conditions throughout the pandemic, the concurrent expansion of bond finance has complemented, rather than replaced, bank lending. In this regard, bond finance has also benefited from both the monetary

¹ Throughout this article, we refer to corporate bond finance as also including shorter-term debt securities, such as commercial paper. In the euro area, the outstanding amounts of short-term debt securities reached around €120 billion at the end of 2021, corresponding to roughly 7% of the overall outstanding amount of corporate debt securities.

² See, for example, Cappiello, L., Holm-Hadulla, F., Maddaloni, A., Mayordomo, S., Unger, R. et al., “Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities”, *Occasional Paper Series*, No 270, ECB, Frankfurt am Main, December 2021. The relative role of bond financing has also risen in other major economies over this period. In the United States, for instance, the outstanding volume of bonds relative to bank borrowing by firms has increased to around 65%, from roughly 50% in mid-2008.

³ See De Fiore, F. and Uhlig, H., “Corporate debt structure and the financial crisis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, No 8, pp. 1571-1598.

⁴ The ECB’s targeted longer-term refinancing operations are a prominent constituent of the monetary policy measures supporting bank-based transmission. See, for example, Barbiero, F., Boucinha, M. and Burlon, L., “TLTRO III and bank lending conditions”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021. Further support for bank-based transmission came from the ECB’s pandemic emergency purchase programme, which counteracted the fragmentation pressures that emerged in the early phases of the crisis. See, for example, Lane, P., “The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme”, *The ECB Blog*, 22 June 2020.

policy support directed at bond markets over recent years (Section 3) and the supply of credit from non-bank financial intermediaries (Boxes 1 and 2).

The evidence presented in this article indicates that firms' debt financing structures also matter for the transmission of shocks to the economy. Patterns derived from an econometric model suggest that loans and bonds in the euro area both expand in response to an exogenous increase in business investment, which may materialise, for instance, if the recovery were to unexpectedly speed up (Section 4). On the other hand, when the euro area economy experiences adverse aggregate supply shocks, historical regularities indicate that corporate bond issuance tends to cushion the resulting credit contraction, in turn supporting economic resilience.

Moreover, the increased role of bond financing also shapes the transmission of monetary policy. The aforementioned econometric model suggests that bond finance in the euro area partly counteracts the bank lending channel while reinforcing other channels that operate via broader financial market conditions (Section 4). The transmission of monetary policy measures primarily affecting short-term interest rates is therefore stronger in euro area countries with a lower share of bond finance. By contrast, measures that chiefly affect long-term interest rates, and are thus concentrated in maturity segments that carry the bulk of corporate bond issuance, are subject to stronger transmission in countries with a higher share of bond finance. A given set of policy measures may therefore have diverse economic effects in different parts of the euro area.

In addition to the shift in aggregate debt structures, the changing composition of corporate bond markets may affect transmission and firms' resilience to shocks. The increased dependence of euro area firms on bond markets has not been limited to the historically largest issuers; it has also been driven by firms that have recently entered the bond market for the first time. This has led to a shift in the composition of bond issuers towards smaller and riskier firms (Box 1). The resulting diversification away from a predominantly bank-based debt structure may strengthen firms' resilience to crises that chiefly affect this part of the financial sector. Moreover, access to bond markets does not seem to systematically induce firms to increase their leverage (Box 2). This is reassuring in terms of firms' financial resilience, as debt overhang problems in the corporate sector may depress investment, employment and GDP. At the same time, the increased presence of more vulnerable firms in bond markets may expose the corporate sector to broader financial market turmoil, thus posing potential challenges for monetary policy transmission.

2 A tale of two crises

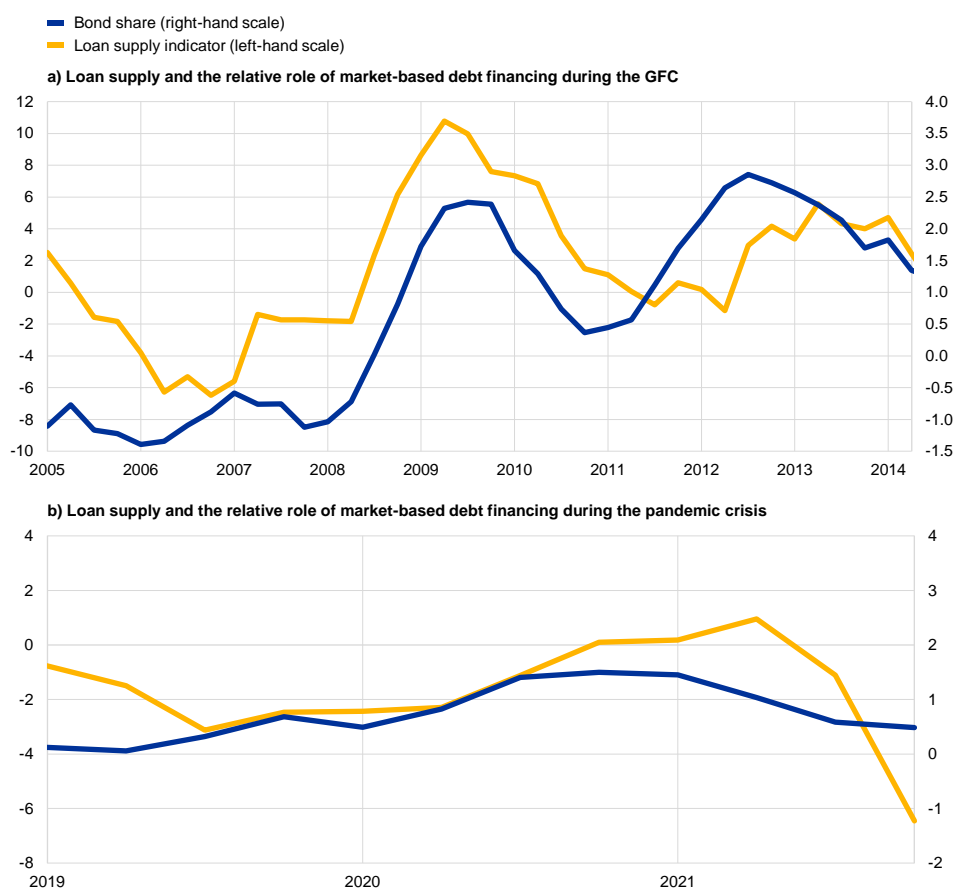
Since the onset of the pandemic, corporate bond markets have acted as a major complement to bank-based borrowing by euro area firms. Corporate bond market conditions deteriorated sharply during the financial turmoil in late February and early March 2020, triggered by the rapid increase in COVID-19 cases in Europe. After the adoption of the ECB's pandemic emergency purchase programme (PEPP)

on 18 March 2020, euro area corporate bond prices and issuance recovered (see below). By the end of 2021 the outstanding amount of euro area corporate bonds stood more than €200 billion above its pre-pandemic level (Chart 1, panel a). This expansion has been broad-based across the larger euro area countries. While France, with its historically high share of bond finance, accounted for the bulk of the increased issuance, Spain, Germany and Italy also recorded strong positive flows. In the latter three countries, the proportion of bond finance in the additional debt taken up by firms during the pandemic actually exceeded by a considerable margin the amount needed to stabilise the bond share in the stock of debt at pre-crisis levels (Chart 1, panel b). As such, the secular rise in bond finance as a share of corporate debt has persisted during the pandemic crisis and added to its relevance for overall credit conditions in the euro area.⁵

⁵ Outstanding euro area corporate bond issuance and bank-based borrowing amounted to €1,662 billion and €4,995 billion respectively at end-2021.

The complementary role of market and bank-based debt during the pandemic stands in contrast to the patterns observed during the GFC, when bond finance acted as a substitute for bank loans. While both crises were followed by similar upward trends in bond financing volumes, the bank lending dynamics pointed in opposite directions. In contrast to their record expansion during the pandemic crisis, corporate loans overall contracted in the one-and-a-half years following the collapse of Lehman Brothers (Chart 1, panel a). This contrasting picture is consistent with the different loan supply conditions that prevailed in the respective crises. Amidst an urgent need for bank balance sheet repair and subsequent regulatory tightening, loan supply contracted sharply during the GFC (Chart 2).⁶ This in turn forced firms with access to bond markets to resort to this alternative source of debt finance, notwithstanding its high relative cost at the time (Chart 3). **Chart 2**
Loan supply and the relative role of market-based debt financing

(left-hand scale: bond share percentage changes, right-hand scale: lagged loan supply indicator changes; an increase in the loan supply indicator (LSI) represents a tightening of loan supply)



Sources: ECB (BSI, SEC), Bank Lending Survey (BLS) and ECB calculations.

Notes: Bond share is the yearly change in the ratio of bonds to loans. The LSI reflects changes in supply conditions from one quarter to the next. It is cumulated to levels and displayed as yearly changes. Its construction follows the methodology used in Altavilla, Darracq Pariès and Nicoletti (2019) to remove the effects of demand factors from BLS-based indicators on loan supply. The LSI is shifted backwards by six quarters since changes in loan supply are found to affect bond share dynamics with a six-quarter lag. The latest observations are for December 2021 for bond share and June 2020 for the LSI.

Chart, panel a). Moreover, the reduction in loan supply led many of the entirely bank-dependent firms to be shut off from external financing, which reinforced the

⁶ The loan supply indicator is based on Altavilla, C., Darracq Pariès, M. and Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 109, 2019.

contractionary impact of the GFC on their business activity. However, during the pandemic crisis banks benefited from their previous efforts to repair their balance sheets, accompanied by a strengthening of the euro area regulatory and supervisory framework, and from the broad-based policy response to protect credit supply. This enabled them to deploy their lending capacity as a backstop to the corporate sector, resulting in much more benign loan supply conditions (Chart 3, panel b). Therefore, the expansion of corporate bond finance during the pandemic crisis has not resulted from necessity, but from firms choosing to capitalise on the favourable cost of corporate bond finance over that period (Chart 3, panel b).⁷

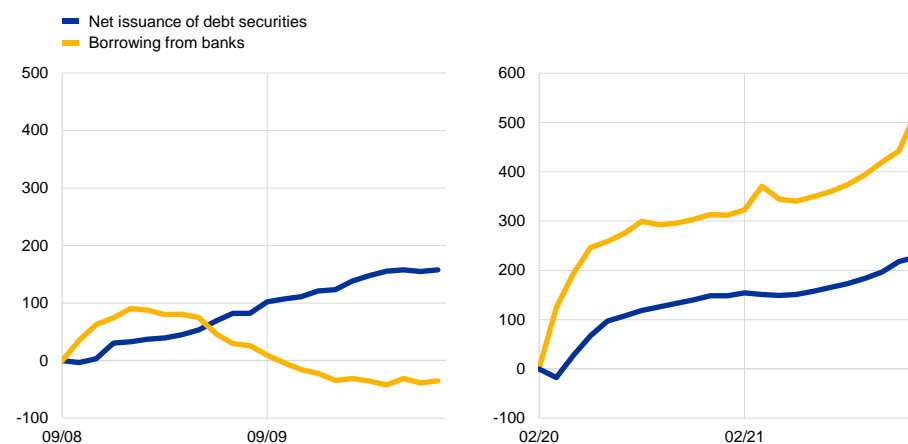
⁷ Boxes 1 and 2 document two important additional facts that set apart corporate bond market conditions during the two crises. First, many first-time issuers entering this market during the crises were on average riskier than existing issuers. Second, and possibly related to this, the size of non-bank financial intermediaries – the main holders of corporate bonds – has grown since the GFC. This might have provided additional credit supply to firms, thus exerting downward pressure on the cost of bond finance. In contrast to these divergent patterns in debt financing flows during the GFC and the pandemic, the net issuance of equities was similar across the two crises.

Chart 1

Euro area loans to non-financial corporations (NFCs) and corporate debt securities issuance during the GFC and the pandemic crisis

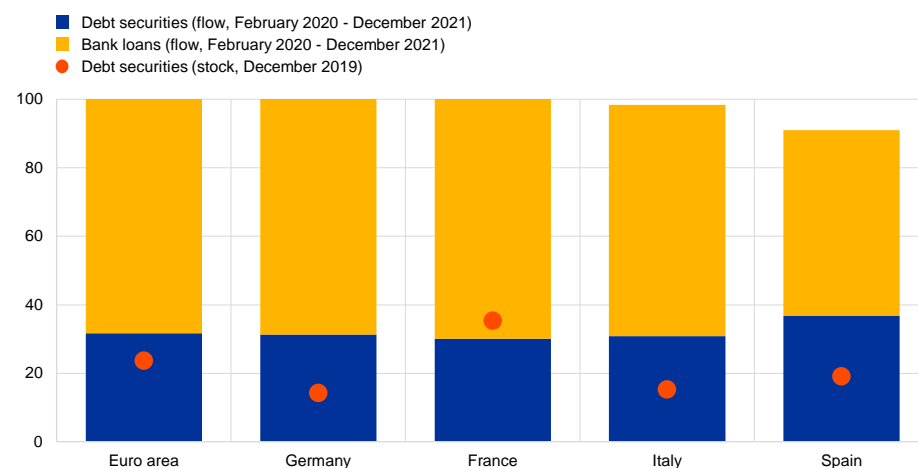
a) Euro area flows during the GFC (left panel) and pandemic crisis (right panel)

(cumulative monthly flows, EUR billions)



b) Share of corporate debt securities and loans across euro area countries during the pandemic crisis

(percentages)



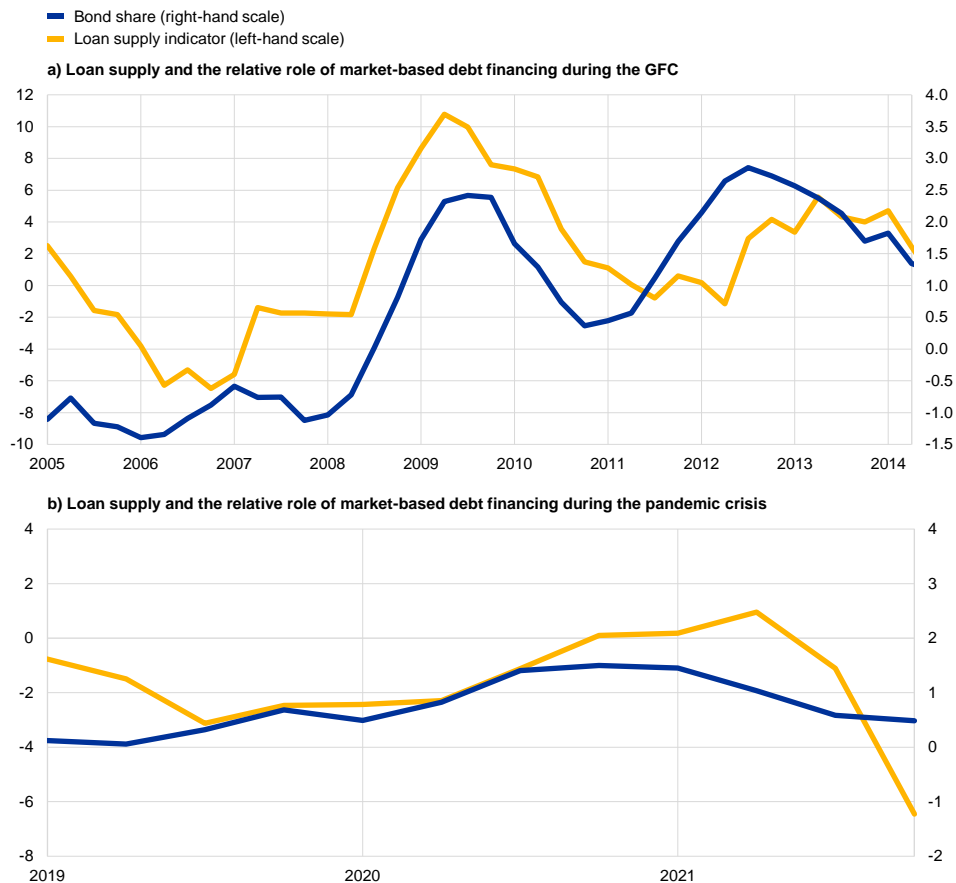
Source: ECB (BSI, SEC).

Notes: Panel b: Bars report shares of NFC bank lending and NFC bond issuance of the sum of these two sources of external finance based on cumulated monthly flows from February 2020 to December 2021. Circles refer to shares of outstanding amounts in December 2019. The latest observations are for December 2021.

Chart 2

Loan supply and the relative role of market-based debt financing

(left-hand scale: bond share percentage changes, right-hand scale: lagged loan supply indicator changes; an increase in the loan supply indicator (LSI) represents a tightening of loan supply)



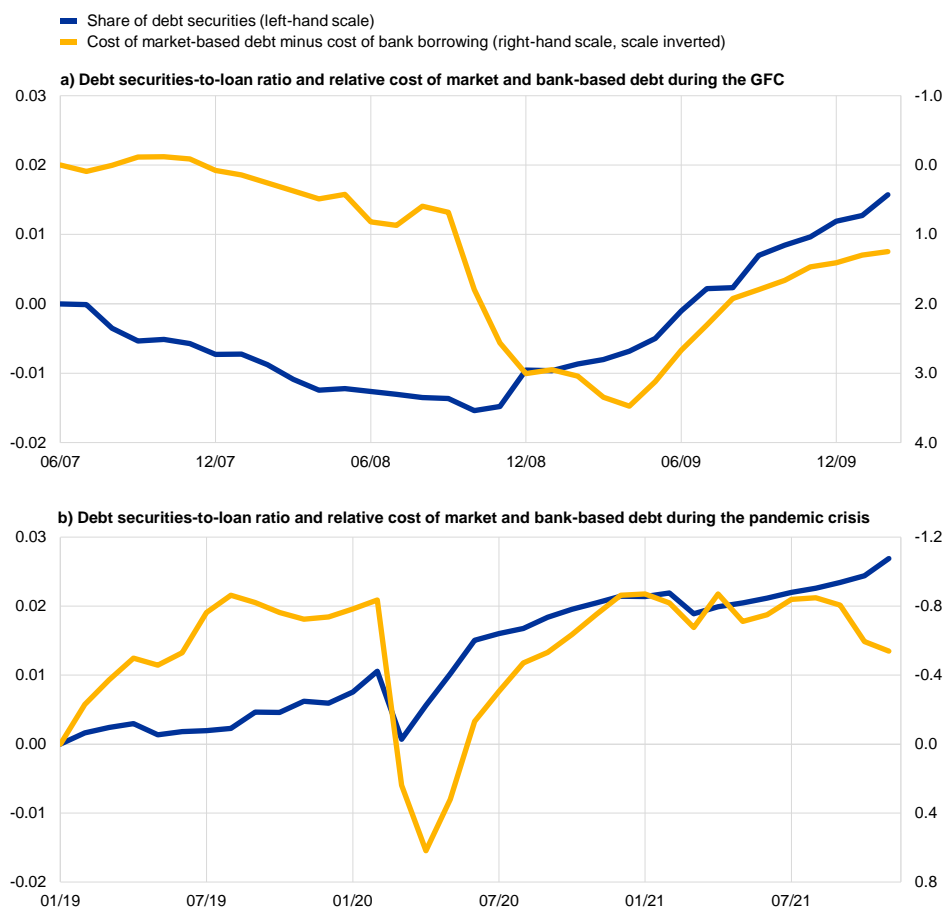
Sources: ECB (BSI, SEC), Bank Lending Survey (BLS) and ECB calculations.

Notes: Bond share is the yearly change in the ratio of bonds to loans. The LSI reflects changes in supply conditions from one quarter to the next. It is cumulated to levels and displayed as yearly changes. Its construction follows the methodology used in Altavilla, Darracq Pariès and Nicoletti (2019) to remove the effects of demand factors from BLS-based indicators on loan supply. The LSI is shifted backwards by six quarters since changes in loan supply are found to affect bond share dynamics with a six-quarter lag. The latest observations are for December 2021 for bond share and June 2020 for the LSI.

Chart 3

The ratio of debt securities to loans and the relative cost of market and bank-based debt

(left-hand scale: cumulative changes; right-hand scale: ratio based on notional stocks; percentage points)



Sources: ECB (SEC, BSI, MIR), Merrill Lynch and ECB calculations.

Notes: Cumulative change in outstanding stock of debt securities as a share of debt (measured as the sum of debt securities and bank loans), based on notional stocks since June 2007 (panel a) and January 2019 (panel b); cumulative changes in the relative cost of market-based debt (cost of market-based debt minus cost of bank borrowing) in percentage points since June 2007 and January 2019. The latest observations are for February 2010 and December 2021.

The different motives driving the financing decisions of firms during the two crises are also reflected in firm-level data.

Both crises exerted heterogeneous effects on the performance of individual firms, as measured, for instance, by sales growth (Chart 4). While the bulk of firms suffered a contraction, some weathered the crises better or even improved their performance.⁸ As a result, a distinction can be made between hard-hit firms whose borrowing decisions were dictated by the need to satisfy emergency liquidity needs, and less-affected firms whose borrowing decisions remained predicated on the relative attractiveness of different debt

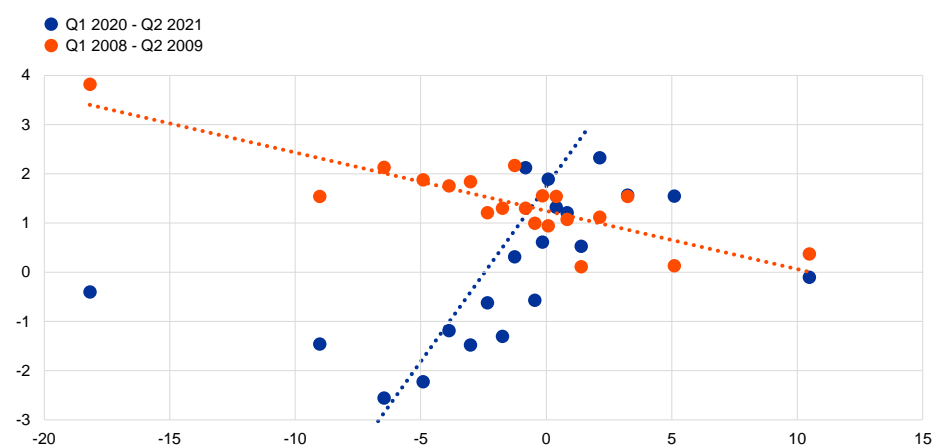
⁸ A key feature of the pandemic crisis, which also sets it apart from the GFC, is that the economic fallout was very unevenly distributed across the corporate sector. Firms offering contact-intensive services were particularly hard-hit by the pandemic crisis, given the self-imposed and government-mandated restrictions on physical interactions. At the other end of the spectrum, the pandemic crisis in fact yielded economic benefits for many firms that were predominantly operating digitally, as both work and leisure activities increasingly moved online. Chart 4 focuses on large firms, whereas contact-intensive services are, for the most part, supplied by small companies. Therefore, this factor is unlikely to be the main driver of the patterns reported here.

instruments. This distinction subsequently manifested itself in opposing relationships between firm performance and debt financing structures during the two crises (Chart 4). During the GFC, even hard-hit firms increased their relative reliance on bond finance to sustain their emergency needs for credit against the backdrop of tight loan supply constraints (orange line in Chart 4). During the pandemic, however, hard-hit firms were able to rely on bank lending as a safety net, whereas less-affected firms could draw on bond finance to benefit from its favourable relative cost (blue line in Chart 4).

Chart 4

Firm performance and financing structure during the GFC and pandemic crises

(x-axis: sales growth, percentage points; y-axis: bond share yearly changes, percentage points)



Sources: S&P Capital IQ, Refinitiv and ECB calculations.

Notes: Binned scatter plot using a sample of roughly 2,000 firms; each point is the mid-point of a bin where each bin represents a percentile of the distribution. The blue line excludes the two points at the extreme percentiles where the bond share was not reactive to crises-related developments. The latest observations are for the second quarter of 2021.

Box 1

Examining the rise of bond financing in the euro area

Prepared by Melina Papoutsis⁹

This box examines the growth of bond financing in the euro area through the lens of a cross-section of corporate issuers. Over the past two decades several macroeconomic trends have driven the rise of bond financing in Europe. These include the fall in bank loan supply, the implementation of tighter regulation, accommodative monetary policy that compresses bond yields (including via the ECB's corporate sector purchase programme), legislation supporting the issuance of corporate bonds by

⁹ This box is based on Darmouni, O. and Papoutsis, M., "The Rise of Bond Financing in Europe", *Working Paper Series*, No 2663, ECB, Frankfurt am Main, May 2022.

medium-sized firms in some euro area countries and bankruptcy reforms.¹⁰ While the aggregate growth in bond financing is well known, the same cannot be said about its cross-sectional implications. In the past, the European bond market included only the largest firms. This box highlights new microdata that are used to examine the growth of the bond market over the past two decades and answers three questions. First, is the increase in bond financing concentrated in historical issuers or are new firms entering the market? Second, what types of issuer are driving the extensive growth margin? Third, which investors are supplying the additional credit provided via corporate bond markets?

The increase in firms' dependence on the bond market is not restricted to the largest historical issuers; it is also driven by firms that have entered the bond market for the first time in the last 15 years. Their entry has led to a shift in the composition of bond issuers towards smaller and riskier firms. Trends in credit ratings show that the volume of BBB securities has been rising fast and has outgrown the rest of the investment grade category. However, looking solely at credit ratings underestimates the underlying shift in risk for two reasons. First, coverage by rating agencies in the euro area is low, with less than 15% of new bond issuers being assigned a rating. Second, new issuers with a rating are significantly larger and more profitable than new issuers without one. Thus, it is necessary to link bond issuance with firms' characteristics to achieve a more comprehensive analysis of issuer risk in the euro area.

Compared with historical issuers that already had outstanding bonds in 2003, new issuers are significantly smaller, less profitable and have higher levels of leverage.¹¹ This is particularly pronounced for listed issuers, which have multiplied in recent years. Chart A compares the characteristics of new issuers with those of historical issuers and non-issuers over our sample period, including non-listed firms. Data on three characteristics – size, leverage and profitability – can be computed even for unrated firms. Panel a) illustrates how new issuers are noticeably smaller than historical issuers. The left-hand chart in panel b) highlights that new issuers had substantial amounts of debt throughout the sample period. According to the right-hand chart in panel b), new issuers are less profitable than historical issuers. These patterns are particularly striking for non-listed issuers, which tend to be much smaller, less profitable and have higher leverage than listed issuers.

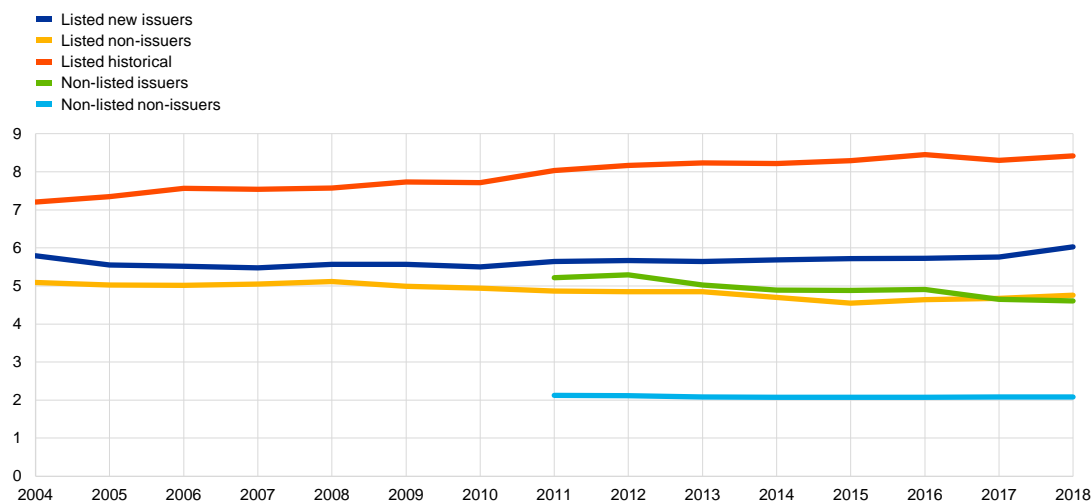
¹⁰ See Altavilla, C., Pagano, M. and Simonelli, S., “[Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission](#)”, *Review of Finance*, Vol. 21, No 6, October 2017, pp. 2103-2139; Arce, O., Mayordomo, S. and Gimeno, R., “[Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE](#)”, *Review of Finance*, Vol. 25, No 1, February 2021, pp. 43-84; Becker, B. and Ivashina, V., “[Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis](#)”, *Review of Finance*, Vol. 22, No 1, February 2018, pp. 83-115; Becker, B. and Josephson, J., “[Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets](#)”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 29, No 10, October 2016, pp. 2814-2849; De Santis, R. and Zaghini, A., “[Unconventional monetary policy and corporate bond issuance](#)”, *Working Paper Series*, No 2329, ECB, Frankfurt am Main, November 2019; Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S. and Streit, D., “[A capital structure channel of monetary policy](#)”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No 2, August 2019, pp. 357-378; Ongena, S., Pinoli, S., Rossi, P. and Scopelliti, A., “[Bank credit and market-based finance for corporations: the effects of minibond issuances](#)”, *Working Paper Series*, No 2508, ECB, Frankfurt am Main, December 2020; Todorov, K., “[Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance](#)”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 135, No 2, February 2020, pp. 340-358.

¹¹ Firms that entered the bond market after 2006 account for almost 15% of the total volume of bonds outstanding in 2019.

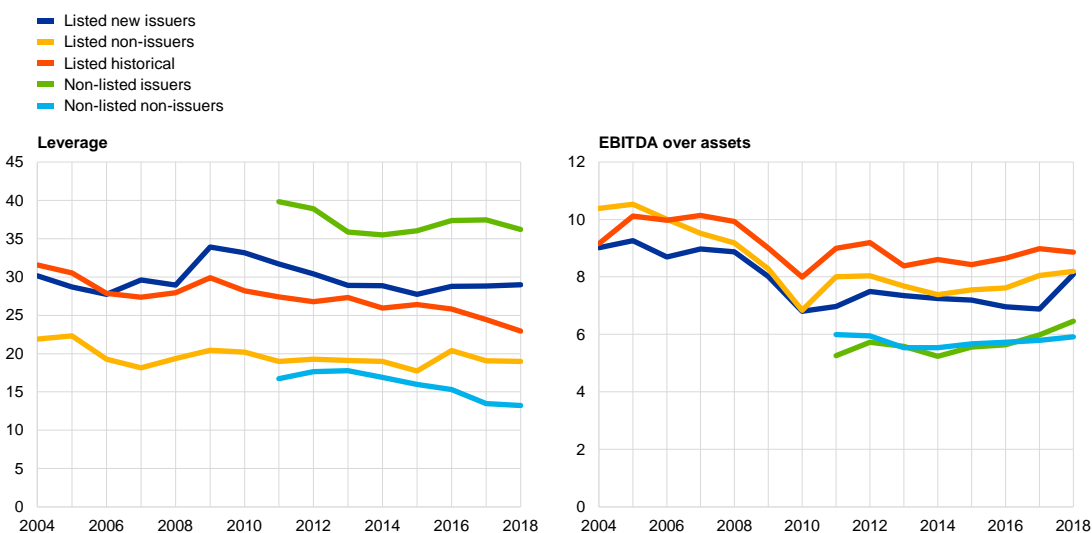
Chart A

Size, leverage and profitability of different types of firm

a) Total assets



b) Leverage and EBITDA over assets



Sources: S&P Capital IQ, Compustat Global and Orbis.

Notes: The plot represents the median of (a) logarithm of lagged assets, (b) lagged percentage of debt over assets, and (c) lagged percentage of EBITDA over assets for listed historical, new and non-issuers from 2004 to 2018, as well as for non-listed issuers and non-issuers from 2011 to 2018. Lagged assets are used as an indicator of the size of a firm, while the ratio of debt to assets is used as a measure of leverage and EBITDA over assets measures profitability. Listed historical issuers consist of firms with positive outstanding bonds either in 2002 or 2003. Listed new issuers are listed firms that issued bonds for the first time between 2004 and 2018. The group of listed non-issuers is made up of listed firms that never issued bonds between 2002 and 2018, as well as of listed new issuers before their first issuance. Non-listed issuers are firms with positive outstanding bonds between 2010 and 2018.

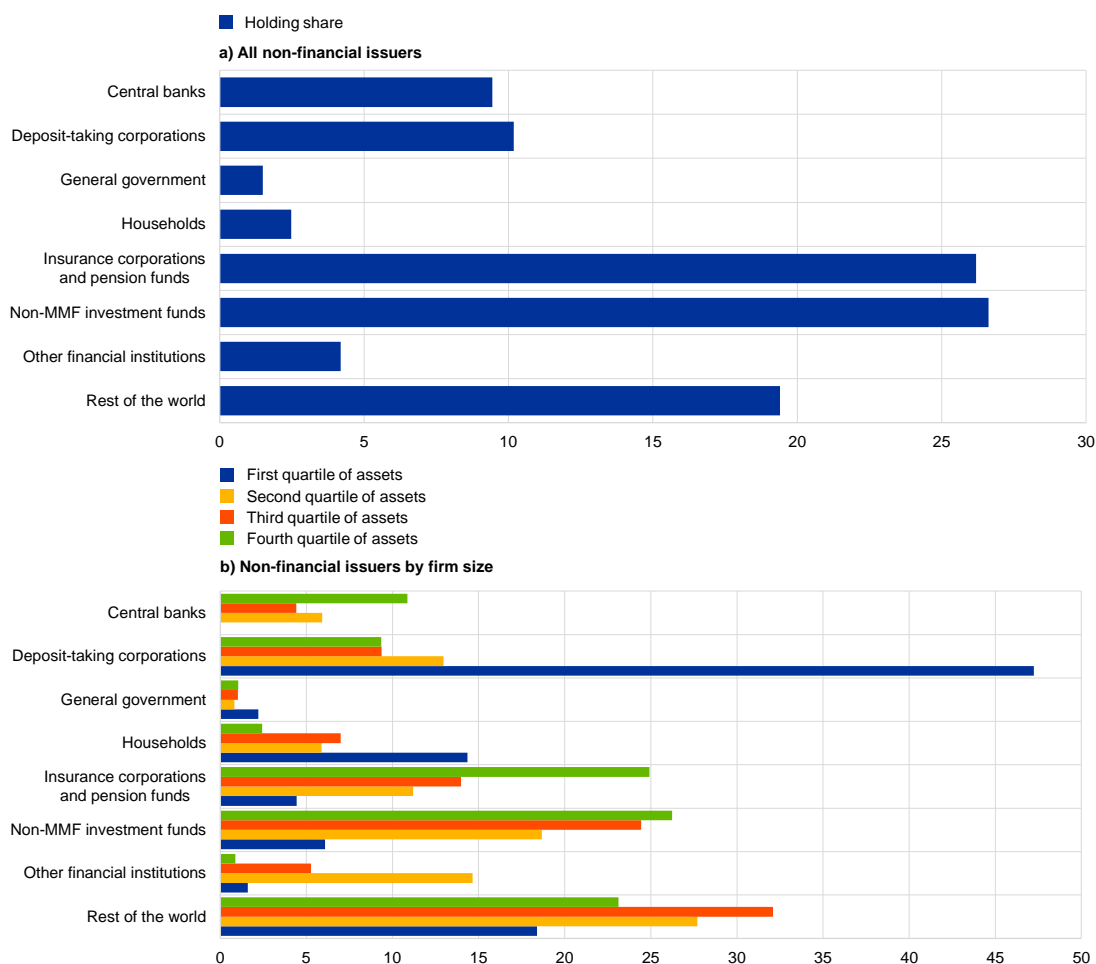
In order to determine the economic implications for bond market growth, it is necessary to ask how investor composition varies across different types of issuer. The risk of a sudden deterioration in lenders' supply of funds in times of financial hardship is of significant concern to credit markets. While traditional "buy-and-hold" bond investors (such as pension funds and insurance corporations)

look to the long term, bond funds have been growing extensively in recent decades. In times of hardship, the latter can become a source of fire sales and price dislocations.¹²

Chart B

Investor composition – non-financial issuers in 2019

(percentages)



Sources: SDW macroeconomic and sectoral statistics, CSDB, SHS-S, Compustat Global and Orbis.

Notes: Chart B presents the investor composition of the debt securities issued by euro area non-financial corporations at the end of 2019. The rest of the world is estimated as the difference between the total outstanding amount of debt securities and the amounts held by selected investors in the euro area.

Holdings by non-financial corporations are not included. Panel a) presents the investor composition for all non-financial issuers, and in panel b) the sample is divided using the firm's assets as an approximation for its size. In panel b) the firms' assets grow with each quartile (i.e. the first quartile includes firms with the lowest level of total assets in the sample, while the firms in the fourth quartile have the highest level of total assets). MMF refers to money market funds.

Holdings of stable “buy-and-hold” bond investors are large in aggregate but small for weaker issuers. Chart B presents the investor composition at the end of 2019 for all corporate bonds issued by all non-financial euro area issuers in panel a) and by non-financial euro area issuers of different size in panel b). Comparing the two reveals the following. First, the investor composition of the largest issuers is similar to the aggregate. However, the investor composition of smaller private

¹² See Becker, B. and Benmelech, E., “The Resilience of the U.S. Corporate Bond Market During Financial Crises”, *Working Paper Series*, No 28868, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, May 2021; Goldstein, I., Jiang, H. and Ng, D.T., “Investor flows and fragility in corporate bond funds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 126, No 3, December 2017, pp. 592-613; Falato, A., Goldstein, I. and Hortaçsu, A., “Financial Fragility in the COVID-19 Crisis: The Case of Investment Funds in Corporate Bond Markets”, *Working Paper Series*, No 27559, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, May 2021.

issuers is noticeably different. The share of “buy-and-hold” investors (for example, the Eurosystem, insurance corporations and pension funds) is only 5%, or roughly 20 percentage points lower than in aggregate. Long-term investors’ mandates limit their exposure to risk and can systematically exclude new issuers because of their bond size or rating status. Second, we see higher shares of holdings by households (14% compared with 3%) and by banks (over 40% compared with 9%). For small issuers, bond holdings are highly concentrated in the banking sector, implying a high degree of exposure to banking shocks. These facts suggest that firm-investor matching occurs.

Overall, the landscape of corporate debt financing has changed significantly over the past 15 years, with many more firms exposed to market fluctuations. Firms’ increased access to credit and their reduced reliance on the banking sector is well documented. However, the impacts of this shift on financial stability and potential interactions with regulation are yet to be fully understood. The evidence of heterogeneous bond investor composition across different types of issuer is a first step towards building a more comprehensive framework around bond credit supply and its macroeconomic implications. Further analysis is needed to better understand the welfare and policy implications of this shift in corporate debt financing.

3 Monetary policy and firm financing flows

Empirical evidence suggests that monetary policy was a key driver behind the differences in firm financing flows between the two crises. In addition to the differing nature of the two crises, the monetary policy response differed in terms of speed and strength during the GFC compared with during the pandemic. The following analysis seeks to assess whether these differences in monetary policy have also contributed to the differential patterns in bond financing flows. The analysis is based on a medium-scale BVAR with sign restrictions to identify multiple financial, real and monetary policy shocks.¹³ Based on a historical decomposition, this model is used to quantify the contribution of each identified shock to real NFC loan and bond growth (Chart 5). The analysis indicates that monetary policy was a key factor distinguishing the two crises. While monetary policy also supported bond financing flows during the GFC, its positive contribution was almost twice as high and markedly more persistent during the pandemic. These results are also consistent with the specific design of the policy response, which during the pandemic – unlike during the GFC – also comprised central bank asset purchases that provided more direct support to corporate bond markets than standard policy rate cuts would have done.¹⁴

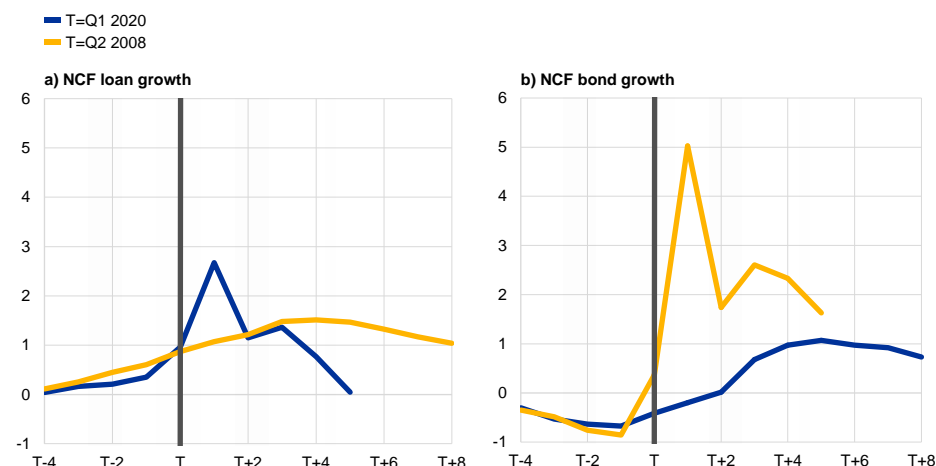
¹³ The VAR is estimated with quarterly data from the first quarter of 1990 to the second quarter of 2021 for 16 variables (including six credit volume and price aggregates) and identifies 12 shocks (including six credit supply and credit demand shocks). Identification is achieved by imposing standard sign restrictions of the responses of variables, as well as ratios of variables. The sign restrictions to identify a monetary policy shock are imposed on a proxy shadow policy rate (derived as a principal component of available shadow rates for the euro area), implying that this shock is aimed at capturing both standard and non-standard monetary policy disturbances. See Adalid, R., Korobilis, D. and Musso, A., “Anatomy of Credit Cycles”, mimeo, ECB, 2021.

¹⁴ See Holm-Hadulla, F. and Thürwächter, C., “Heterogeneity in corporate debt structures and the transmission of monetary policy”, *European Economic Review*, Vol. 136, July 2021.

Chart 5

Monetary policy's contribution to growth in NFC debt instruments during the two crises

(percentage points)



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: Monetary policy's contribution to real NFC loan growth (panel a) and real NFC bond growth (panel b) based on a medium scale BVAR model that identifies multiple financial and real shocks with sign restrictions (see Adalid, Korobilis and Musso, 2021). The contributions were recorded from four quarters before to eight quarters after the crises, the latter reflecting the start of the respective recessions (denoted by "T", i.e. one quarter after the peak as established by the CEPR Euro Area Business Cycle Dating Committee). The latest observation is for Q2 2021.

Besides injecting additional accommodation, monetary policy also supported corporate bond markets by preventing a prolonged period of financial market turmoil. As the pandemic reached Europe in late February 2020, the risk-off mode in financial markets triggered a sharp sell-off in the euro area corporate bond market, with spreads nearly doubling in around two weeks. With the announcement of the PEPP on 18 March 2020, the rising pressure on corporate bonds subsided quickly, while equity prices also recovered (Chart 6). The PEPP's role in safeguarding transmission was therefore instrumental in enabling corporate bond markets to complement the backstop provided by bank lending to firms.¹⁵ Moreover, this stabilising effect on the market was later reinforced by further changes to monetary policy, such as the expansion of the PEPP in June 2020.¹⁶

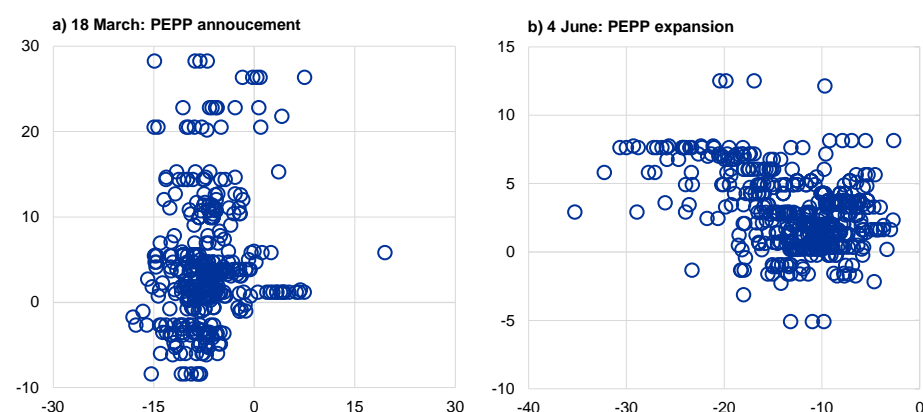
¹⁵ The PEPP played a market-stabilising role also by counteracting investment fund outflows in the early stages of the pandemic crisis. Investment funds belong to the main holders of corporate debt securities, and they came under strong selling pressure as redemptions exceeded their cash holdings during the initial turmoil. After the announcement of the PEPP, fund flows then stabilised; see "Financial Stability Review", ECB, Frankfurt am Main, 2020. These patterns also concur with more systematic evidence on the link between accommodative monetary policy and investment fund flows; see Giuzio, M., Kaufmann, C., Ryan, E. and Cappiello, L., "Investment funds, risk-taking, and monetary policy in the euro area", Working Paper Series, No 2605, ECB, Frankfurt am Main, October 2021.

¹⁶ In addition to its market stabilisation function, the impact of the PEPP on the monetary stance worked via compressing the bond yields of public and private-sector issuers. This ultimately supported the issuance of corporate bonds. It also helped by providing additional monetary policy accommodation, at a time when the reduction in ECB rates was constrained by their proximity to the effective lower bound.

Chart 6

Corporate bond spread and stock market reactions around PEPP announcements

(x-axis: changes in investment-grade bond spreads relative to the overnight index swap (OIS) rate in basis points; y-axis: percentage changes in stock prices)



Sources: IHS Markit iBoxx, Refinitiv and ECB calculations.

Notes: The charts show scatter plots of daily changes in investment grade bond spreads and daily stock market returns of corresponding companies at the time of policy announcements. Only those bonds eligible for corporate sector purchase programme purchases are considered.

4 Implications for the transmission of shocks

The continued shift towards market-based finance may alter the transmission of key macroeconomic forces.

Bank loans are typically easier to adjust in response to unexpected changes in the economic landscape, whereas corporate bonds benefit from a more diversified creditor base and a longer maturity than bank lending to firms.¹⁷ These differences may impinge on the direction, strength and speed with which the debt instruments respond to economic shocks. But empirical evidence testing this hypothesis is scarce, and it therefore warrants further analysis. Among the many shocks that may hit the euro area economy at any given point in time, two appear particularly relevant in the current circumstances. The first is a positive demand shock originating in firms' increased business investment activity in response to an accelerating recovery from the pandemic. The second is an adverse aggregate supply shock, which could stem, for instance, from further intensification of global supply and transport bottlenecks, as well as from commodity market fluctuations similar to those observed since the onset of the war in Ukraine.

¹⁷ For instance, the share of loans to euro area firms with maturity or interest rate reset within 12 months is more than 50%, whereas for corporate bonds the share with residual maturity below one year is around 10%; for further discussion of the distinctive features of loan versus bond-financing instruments, see Crouzet, N., "Credit disintermediation and monetary policy", *IMF Economic Review*, International Monetary Fund, Vol. 69, No 1, 2021, pp. 1-67; De Fiore, F. and Uhlig, H., op. cit., pp. 1571-1598. As regards the creditor base, bond finance may differ from loans not only due to a higher degree of diversification, but also in terms of the different types of financial institutions populating the supply side of this market: it is primarily non-bank financial intermediaries that extend corporate credit via bond markets, whereas loans to euro area firms are predominantly supplied by banks. Since banks and non-banks differ fundamentally in their business models, balance sheet structures and regulatory environment, creditor composition may act as a further factor that differentiates the transmission of shocks to loan and bond markets; see Cappiello, L., Holm-Hadulla, F., Maddaloni, A., Mayordomo, S., Unger, R. et al., "Non-bank financial intermediation in the euro area – implications for monetary policy transmissions and key vulnerabilities", *Occasional Paper Series*, No 270, ECB, Frankfurt am Main, December 2021.

Corporate bond financing complements bank lending when it comes to responding to positive business investment shocks, whereas it temporarily dampens credit contraction after adverse aggregate supply shocks.

This analysis is again centred on the empirical framework underlying Chart 5 and uses sign restrictions to distinguish between different types of shocks. It focuses on a positive demand shock arising from a pick-up in business investment and on an adverse aggregate supply shock.¹⁸ The estimates show that bank lending and bond issuance both expand after positive business investment shocks, and the timing and size of the effects on both are very similar (Chart 7, panel a). By contrast, negative aggregate supply shocks initially trigger offsetting adjustments in loan and bond finance: loans immediately enter on a contractionary path, whereas bond issuance expands in the first two quarters after the shock (Chart 7, panel b).¹⁹ This dampening effect of bond finance becomes insignificant after that horizon, but its subsequent downward adjustment is also moderate and statistically indistinguishable from zero. As a result, the overall contraction in credit is less pronounced in the presence of bond markets as an alternative source of finance than if firms were only able to draw on bank loans to finance their debts.²⁰ A possible interpretation of these findings is that, in response to an accelerating recovery driven by expanding business investment, firms prefer to diversify their sources of financing for new investment projects, thus resorting to both bank borrowing and bond issuance. By contrast, after an adverse supply shock, banks swiftly restrict their sources of new lending given the worsened economic outlook, forcing firms to mainly tap into broader capital markets to access external financing.²¹

¹⁸ Aggregate supply shocks are assumed to imply responses of real GDP growth and inflation in opposite directions, while business investment demand shocks, if expansionary (contractionary), are assumed to imply a positive (negative) response of real GDP growth, inflation, the shadow rate, and real business investment growth, as well as a stronger response of real business investment growth relative to other aggregates (such as residential investment, consumption or NFC loan growth).

¹⁹ While the analysis focuses on financing flows to the euro area corporate sector as a whole, the incidence of aggregate shocks to different types of firms may differ substantially. In particular, small and medium-sized enterprises often face obstacles in accessing bond markets and therefore rely heavily on bank loans to finance their debts (Box 1). Accordingly, the cushioning impact of bond financing is likely to benefit only a subset of the sector, consisting of larger companies that do have access to this market.

²⁰ This finding adds to previous literature suggesting that economies with a higher prevalence of bond financing and more active substitution of loans with bonds in the corporate sector tend to recover more quickly from recessions; see Grjebine, T., Szczerbowicz, U. and Tripier, F., “[Corporate debt structure and economic recoveries](#)”, *European Economic Review*, Vol. 101, January 2018, pp. 77-100.

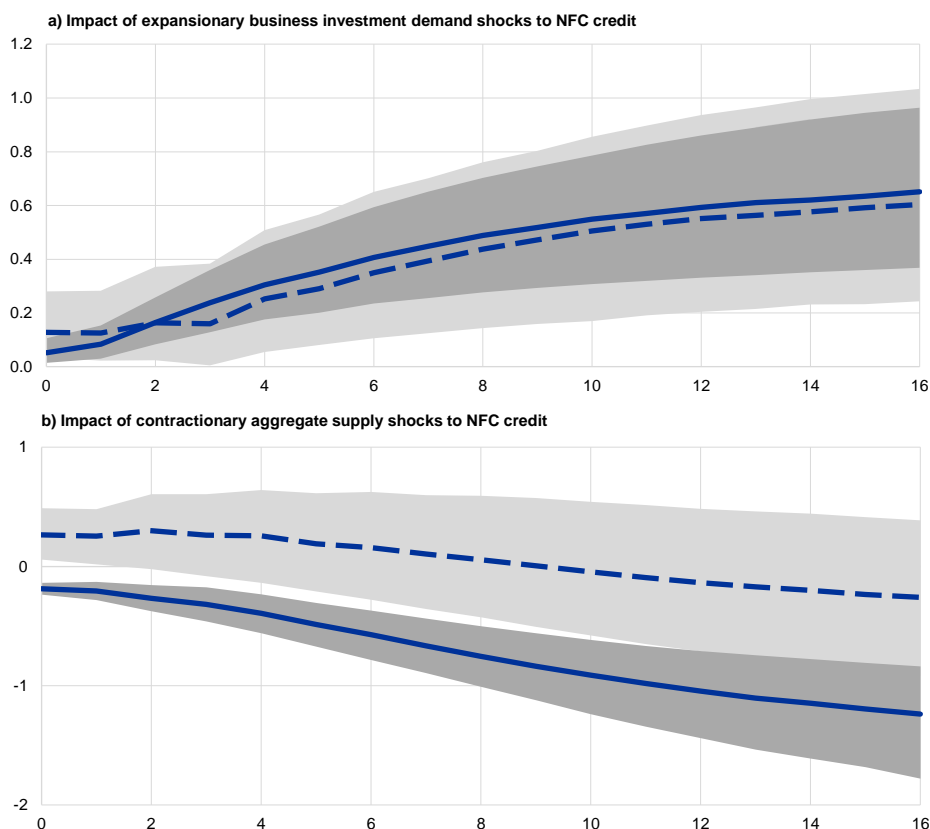
²¹ As the econometric model is symmetric with regard to positive and negative shocks, it would point to analogous conclusions if the analysis were to consider a supply expansion or demand contraction, instead of the supply contraction and demand expansion discussed in the text.

Chart 7

Responses of NFC loan and bond financing flows to macroeconomic shocks

(x-axis: quarters; y-axis: percentage median and 68th confidence sets)

- Responses of real NFC loan growth
- - - Responses of real NFC bond growth



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: This chart shows the impulse response functions (IRFs) of real NFC loan growth (median: full line; 68th confidence band: dark grey area) and to real NFC bond growth (median: dashed line; 68th confidence band: light grey area) to an expansionary business investment demand shock (panel a) and a contractionary aggregate supply shock (panel b), based on a medium-scale BVAR model identifying multiple financial and real shocks with sign restrictions (see Adalid, Korobilis and Musso, 2021). Confidence sets are delimited by the 16th and 84th posterior percentiles, as is typical in Bayesian VAR analysis.

Lastly, debt financing structures also alter the relative strength of different monetary policy transmission channels.

As corporate bond markets offer an alternative source of debt finance, they may counteract policy-induced shifts in loan supply arising from the bank lending channel of transmission. However, bond finance may be more responsive to other transmission channels, for instance owing to the impact of monetary policy on the medium to longer-term segments of the yield curve, where the bulk of corporate bond issuance takes place. Local projections based on a panel of euro area countries confirm this hypothesis.²² In countries with a high bond financing share, the corporate sector responds to a standard monetary policy shock by further tilting its debt structure towards bonds, the supply of which (and hence the costs) are less responsive to the shock than those of loans. In countries with an average or lower share of bond finance, this substitution does not take place, so they also exhibit stronger transmission of short-rate shocks to the real economy (Chart 8).

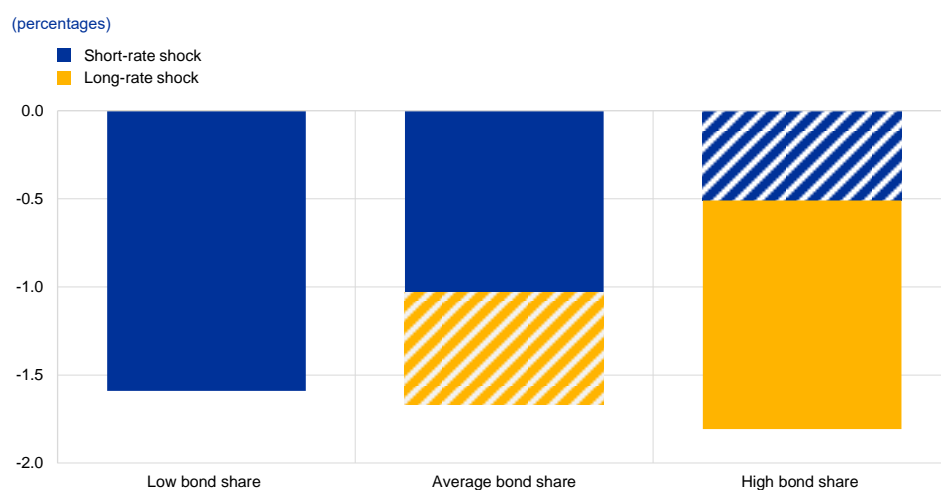
²² The analysis is based on Holm-Hadulla, F. and Thürwächter, C., "Heterogeneity in corporate debt structures and the transmission of monetary policy", *European Economic Review*, Vol. 136, July 2021.

The pattern is reversed for policy-induced increases in long-term rates, which are followed by a stronger relative contraction in bond finance, eventually translating into a stronger impact on GDP.²³

A given set of policies may therefore exert diverse economic effects on different parts of the euro area. While specific monetary policy measures tend to intervene on different yield curve segments simultaneously, the impact of policy-rate changes (asset purchases) tends to concentrate in the front end (back end) of the yield curve. Hence, policy rate changes (asset purchases) are likely to exert stronger financial and real effects in euro area countries with a low (high) share of bond finance.

Chart 8

Response of GDP to long-rate and short-rate monetary policy tightening shocks



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: This chart shows the peak effects of monetary policy tightening shocks, identified via high frequency variation in interest rates, in a panel local projections model using monthly data from euro area countries. Impacts are calibrated to a 25 basis point increase in rates. Short-rate (long-rate) shocks refer to surprises in the one-month OIS rate (five-year Bund yield). Economic activity is measured as 100 times log (GDP). Low (high) bond share refers to lower (upper) quintile of the cross-country bond share distribution and average refers to the median. The respective bond shares are 9.3% (29.0) for the lower (upper) quintile and 20.3 for the median. The striped bars denote estimates for which precision falls below conventional significance levels.

Box 2

Market-based finance for corporations – the demand for and supply of credit

Prepared by Margherita Giuzio and Francesca Lenoci

The rise in euro area corporate bond issuance documented in Section 1 has been driven by both demand and supply factors. On the one hand, the demand for market-based credit from firms was stimulated by the reduced cost of market-based debt relative to loan rates, the ECB's asset purchases and corporate sector purchase programme, as well as the need to diversify funding sources following the global financial crisis (GFC).²⁴ On the other hand, the growth of non-banks, which hold over 50% of outstanding euro area corporate bonds, increased the supply of credit from

²³ These findings add to ample literature on the effects of monetary policy, and in particular the ECB's corporate sector purchase programme, on corporate bond markets in the euro area; see, for example, De Santis, R. and Zaghini, A., op. cit.; Grosse-Rueschkamp, B. et al., op. cit.; Arce, O., Mayordomo, S. and Gimeno, R., op. cit.

²⁴ See Grosse-Rueschkamp, B. et al., op. cit.; Todorov, K., op. cit.; and De Santis, R. and Zaghini, A., op. cit.

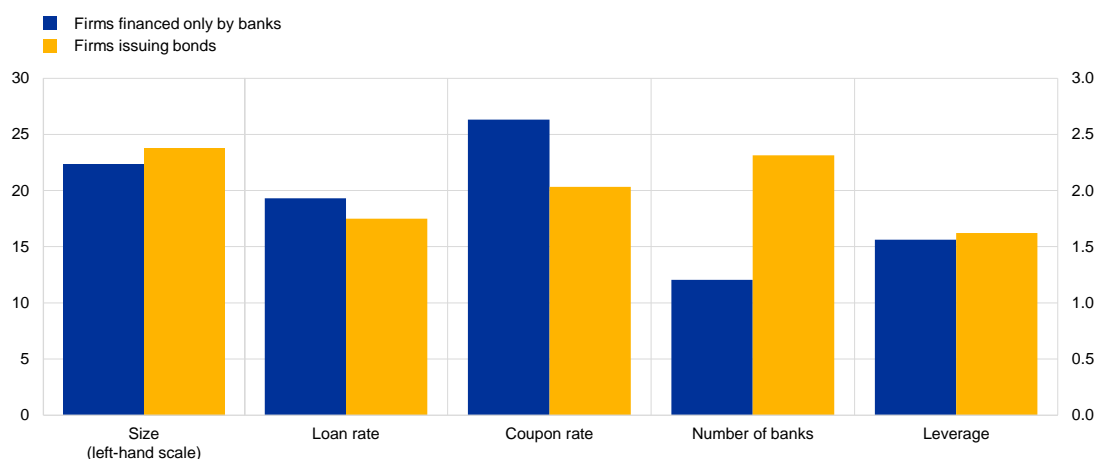
the market, further incentivising firms to issue bonds. At the same time, stricter regulation of banks dampened the bank lending supply, especially to riskier firms.²⁵

As loans and bonds are not perfect substitutes, firms' incentives to use bond financing vary with their balance sheet characteristics, the structure of capital markets and the cost of alternative funding sources.²⁶ Empirical evidence based on a sample of large euro area non-financial corporations (NFCs) between 2014 and 2019 shows that NFCs issuing bonds are on average larger, more leveraged and have a lending relationship with a larger number of banks (Chart A). Also, firms are more likely to tap into the market if they have issued bonds in the past, if the average guarantee provided by the underwriters at issuance is larger and if the supply of credit from connected banks is lower. Moreover, bond issuance is more likely if the firm-specific cost of loans relative to bond financing rises.

Chart A

Differences between NFCs issuing bonds and NFCs financed only by banks

(left-hand scale: Q4 2014 – Q3 2019, log of total assets; right-hand scale: percentages)



Sources: Large Exposure dataset, IMIR, Dealogic, Orbis and authors' calculations.

Notes: The chart shows the differences in size, loan rates, coupon rates, the number of connected banks and leverage between (comparable) firms which issue bonds and firms which do not. Size refers to the log of total assets. The loan rate is the average bank-level rate for loans with a given maturity and amount. For issuer firms, the coupon rate is the annualised coupon rate, while for non-issuers it is the average coupon rate of firms domiciled in the same country and with the same rating. Leverage is the ratio of firm debt to equity, divided by 100.

A comparison of firms with a similar probability of issuing bonds using propensity score matching suggests that credit cost is not the only driver of bond issuance.²⁷ Greater market supply – as measured by the average share of issuance guaranteed by underwriters – stimulates issuance, especially by firms with a low probability of issuing bonds ex ante. By contrast, when bank lending is constrained, firms with a high probability of issuing bonds tend to replace bank credit with market-based finance. And, when bank lending increases, they resort to both sources of financing.

The growing supply of credit from the market, in particular from non-banks, has positive effects on economic growth, as it facilitates the efficient allocation of capital and provides firms with an

²⁵ See Becker, B. and Ivashina, V., op. cit.; and Altavilla et al., op. cit.

²⁶ See Crouzet, N., op. cit.

²⁷ See Cappiello, L., Giuzio, M. and Lenoci, F., "Market-based finance for corporations: demand and supply of credit", mimeo, June 2022.

alternative credit source to finance new investments.²⁸ It may, however, also introduce new sources of volatility to the economic cycle and contribute to increasing corporate leverage, thus exacerbating the vulnerabilities of highly indebted firms. While banking regulation seeks to limit excessive credit supply, credit from non-banks lacks this sort of shock absorption mechanism. For this reason, it is important to assess whether bond issuance adds to bank credit in a way that increases firms' leverage, or whether it is instead a substitute for bank loans.

For the sample of euro area firms that issued bonds between the first quarter of 2014 and the third quarter of 2019, empirical evidence suggests that bond issuance has replaced bank financing. Estimating the joint effect of bond issuance on firms' size, leverage and financing structure allows the complementary or substitutive relationship between the two funding sources to be tested. If firms collectively experience an increase in size and leverage and a reduction in loan financing over total debt after issuing bonds, then this has increased their balance-sheets, thus complementing bank loans. By contrast, if firms' size and leverage do not change, and the financing structure shifts towards bond financing, then the latter has replaced bank lending. The regression results in Table A show that bond issuance has not altered firms' size and leverage but has replaced bank financing.²⁹ The shift towards market-based finance is, however, not homogeneous across countries and firms of different sizes. This may influence the transmission of monetary policy when it comes to the cost and volumes of financing, which has financial stability implications related to market fragmentation in credit provision.

Table A

Estimated impact of new credit on firms' assets, leverage and financing structure

	$\Delta TA_{f,t}$	$\Delta Lev_{f,t}$	$\Delta FinancingStructure_{f,t}$
Change in bonds $\Delta B_{f,t}$	-0.03	-0.05	-0.07***
Change in loans $\Delta L_{f,t}$	-0.01	-0.02	0.14**

Sources: Large Exposure dataset, IMIR, Dealogic, Orbis and authors' calculations.

Notes: The table includes the estimated coefficient obtained via a dynamic panel with Arellano and Bond estimator where the change in total assets, leverage and financing structure over two subsequent quarters are regressed on the change in bonds and loans. ΔTA , ΔLev and $\Delta Financing Structure$ indicate the changes in the logarithm of firms' total assets, leverage (measured as debt over total assets) and financing structure (measured as share of bank loans to total debt) respectively, after issuing bonds. The set of control variables includes firms' size in t-1, change in equity, change in cash holdings, firms' profitability in t-1 measured as EBITDA, and country*time fixed effects.

5 Conclusion

This article has reviewed the evolution of firm financing structures in the euro area and the implications for macroeconomic shock transmission. The share of bonds in euro area corporate debt has risen, in particular since the GFC, and this trend has persisted through the ongoing pandemic crisis. However, the motives for firms to access bond markets have differed across these crises. During the GFC, firms accessed bond markets as a substitute for falling loan supply. However, during the pandemic crisis, they did so as a result of the favourable relative cost of bond

²⁸ See, for example, Gambacorta, L., Yang, J. and Tsatsaronis, K., "Financial structure and growth", *BIS Quarterly Review*, March 2014, pp. 21-35; Langfield, S. and Pagano, M., "Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth", *Economic Policy*, Vol. 31, No 85, January 2016, pp. 51-106.

²⁹ The substitutive relationship between loans and bonds over the period considered in this analysis therefore corresponds more closely to the patterns observed during the GFC and stands in contrast to the complementary relationship seen during the pandemic, which began after the end of the sample considered here.

financing, amid a supportive monetary policy environment, which also comprised measures directly targeted at fostering credit supply from corporate bond markets. As such, monetary policy effects have materialised alongside certain longer-term structural drivers of the increased reliance by firms on bond markets. These drivers include, for example, the growing footprint of non-bank financial intermediaries, which supply the bulk of credit in this market.³⁰ Moreover, drivers include the strengthened prudential landscape in which banks operate, which has an influence on loan market conditions.³¹

The rise of bond finance has significant consequences for the transmission of shocks to the euro area economy. Based on an empirical analysis of aggregate data, this article has highlighted the varying responses of different debt financing instruments to specific macroeconomic shocks: while accelerating business investment demand triggers qualitatively similar adjustments in bond and loan volumes, bond issuance mildly cushions the credit contraction after adverse supply shocks. Moreover, a higher share of bond financing strengthens the transmission of monetary policy measures that primarily operate via longer-term yields, whereas short-term rate changes tend to exert stronger real effects in economies that are more dependent on loans.

There is substantial scope for further analysis of the mechanisms underlying these stylised macroeconomic facts. The literature on firm financing structures and shock transmission is still nascent, in particular for the euro area. Complementary analysis drawing on firm-level data and linking the supply and demand sides of corporate bond and loan markets appears to be a particularly promising avenue to gather additional insight into the matters addressed in this article.

The change in firm financing structures may also have broader implications for the strength and resilience of the euro area corporate sector. As this sector has partly diversified away from bank loans, it may become more resilient to crises concentrated in the banking sector. In addition to this benefit at the aggregate level, the incidence of such crises also becomes less heterogeneous as more small and medium-sized firms move away from being solely reliant on bank loans and are instead gaining access to bond markets as a cushion. However, this beneficial diversification effect may be counteracted by other risks and sources of volatility across the economic cycle. Most notably, it is primarily non-bank financial intermediaries that provide credit to firms via bond markets. Structural vulnerabilities and shocks that impair their ability to provide credit can negatively affect NFC funding costs. Also, as some of the non-bank intermediary sectors are subject to less stringent regulatory and prudential frameworks, these may face weaker constraints on engaging in excessive risk-taking behaviour. In addition to the resulting risks to

³⁰ While bond purchases are the primary channel for non-banks to extend credit to the corporate sector, some jurisdictions have also experienced increasing non-bank lending activity to firms; see, for example, the Irish case documented in Heffernan, T., McCarthy, B., McElligott, R. and Scollard, C., “[The role of non-bank lenders in financing Irish SMEs: Behind the Data](#)”, Central Bank of Ireland, Dublin, April 2021.

³¹ See, for example, Altavilla, C., Laeven, L. and Peydró, J.-L., “[Monetary and macroprudential policy complementarities: evidence from European credit registers](#)”, *Working Paper Series*, No 2504, ECB, Frankfurt am Main, December 2020.

financial resilience and capital misallocation, more leveraged firms have increasingly started to access euro area bond markets over recent decades. Against this backdrop, there is a case for enhancing the regulatory framework for non-banks – including from a macroprudential perspective – to support financial stability and the smooth transmission of monetary policy.

3 The euro short-term rate (€STR): completing the transition to the new euro benchmark

Prepared by Javier Huerga, Antonio Matas, Anne-Lise Nguyen, Pascal Nicoloso and Vladimir Tsonchev

1 Introduction

The euro short-term rate (€STR), which has been published by the ECB since October 2019, is the overnight interest rate benchmark for the euro. The €STR shows the average rate at which banks borrow overnight (one-day) deposits from other financial institutions, including non-banks, on an unsecured basis, i.e. without having to provide collateral. The €STR is published on each TARGET2 business day on the basis of transactions conducted and settled on the previous TARGET2 business day.¹

Benchmark rates like the €STR are a useful reference for many financial contracts, as they are publicly accessible, published by an independent institution on a regular basis and follow a transparent methodology that reflects market developments fairly and objectively. Benchmarks are used to determine the interest due on loans, deposits and other debt, as well as to determine payments on more complex products such as options, forward contracts and swaps. They are also key for the valuation of financial assets. Reliable benchmark rates contribute to legal certainty in financial contracts and reduce the risk that a party might seek to influence an agreed rate in its favour. For that reason, benchmarks are widely used by organisations and individuals throughout the economic system.²

Given their role in financial markets, benchmark rates are an important component in the initial stages of monetary policy transmission. An accurate reflection of how bank funding conditions are affected by changes in the monetary policy stance is critical for monitoring the transmission of monetary policy impulses. Reliable benchmarks are also necessary for the smooth functioning of money markets, and therefore for financial stability.

The launch of the €STR was part of a global reform of benchmarks. The reform was initiated to address the vulnerability of some benchmarks to possible manipulation when volumes declined in the markets they were supposed to

¹ TARGET2 is the real-time gross settlement system owned and operated by the Eurosystem. TARGET2 settles payments related to the Eurosystem's monetary policy operations, as well as bank-to-bank and commercial transactions, see [What is TARGET2?](#) on the ECB's website. A TARGET2 business day means in this context a day on which TARGET2 operates.

² See "[What are benchmark rates, why are they important and why are they being reformed?](#)", ECB, Frankfurt, July 2019.

represent (Box 1). The replacement of the euro overnight rate, EONIA, took place against this background.³

Following a carefully planned transition, the €STR successfully replaced EONIA as the benchmark overnight rate for the euro. EONIA was discontinued on 3 January 2022. The transition took place over several years, guided by a private sector working group on euro risk-free rates (WG RFR).⁴

Users of EONIA managed to successfully switch to the new benchmark within the required deadlines.⁵

2 The €STR as the new euro benchmark

In 2017, in response to uncertainties over the viability of EONIA and the possible impact of its discontinuation, the ECB decided to start working on its own benchmark interest rate: the €STR. EONIA was an overnight transaction-based lending rate, but did not comply with the new standards set out in the EU Benchmarks Regulation,⁶ not least due to the lack of underpinning transactions and the high concentration of contributions. The absence of alternatives to EONIA could have led to major market disruptions, as trillions of euro of notional amounts in OISs were linked to it. The benchmark was also used as a discount rate in the valuation of derivatives and other assets, as a floating rate in some short-term debt and floating-rate repos, and as a remuneration rate in a number of deposits and secured transactions. The original aim of the ECB with the €STR was to provide a backstop should EONIA be discontinued.

In the aftermath of the LIBOR manipulation scandals, a coordinated global response guided the efforts to reform reference rates (Box 1).⁷ Clear guidance was issued by public authorities to reduce reliance on IBOR-type rates, i.e. unsecured interbank benchmarks based on panel bank contributions. Instead, public authorities have promoted the use of near risk-free rates, i.e. overnight benchmarks based on market transactions. These rates benefit from higher market liquidity, are anchored in actual transactions and therefore do not incorporate expert judgement, which was required for many IBORs. For this reason, it was important to ensure that the euro area has a robust and reliable near risk-free rate.

³ The Euro Overnight Index Average (EONIA) was a transaction-based lending rate based on a panel of voluntary contributors and administered by a private benchmark provider, the European Money Markets Institute (EMMI).

⁴ See the website of the European Securities and Markets Authority (ESMA) for more information on the [WG RFR](#), an industry group created to identify and recommend risk-free rates that could serve as alternatives to EONIA and fallbacks for EURIBOR benchmarks.

⁵ See “[Goodbye EONIA, Welcome €STR!](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, November 2019.

⁶ Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014 (OJ L 171, 29.6.2016, p. 1).

⁷ LIBOR (London Interbank Offered Rate) was designed to produce an average rate representative of the rates at which large, leading, internationally active banks with access to the wholesale unsecured funding market could fund themselves in that market in particular currencies for certain tenors. It is currently in the process of being wound down.

When designing the €STR, the ECB had to address several important issues to develop a credible reference rate representative of the cost of liquidity, while avoiding the weaknesses of EONIA. In particular, it was important to consider: (i) the information used for the daily rate calculation, specifically avoiding the pitfalls of contributions from a panel of some 20 voluntary contributing banks; (ii) the declining activity in the unsecured interbank market,⁸ which suggested looking for broader coverage to anchor the rate in a sufficiently liquid market; (iii) how to engage the public in the design of the rate to make it reliable and understandable, enhancing acceptance among future users.

The ECB was already collecting granular, timely, daily statistical data on the money market activities of selected euro area banks across four market segments: unsecured money market, secured money market, foreign exchange swap market and OIS market. The data were readily available to the ECB. They were not collected for the sole purpose of calculating a benchmark but because they were necessary for the European System of Central Banks (ESCB) to fulfil its tasks, in particular implementing monetary policy. They were considered of sufficient quality and timeliness to serve the daily production of a reference rate. Reporting was supported by a legal obligation on the sample banks to provide data to the ECB under the Money Market Statistical Regulation (MMSR),⁹ hence obviating the need to rely on voluntary contributions.

The ECB initially considered both the unsecured and secured segments in order to identify sufficient market activity to underpin the €STR and resolve the lack of sufficient representative underlying data that led to EONIA's demise. The secured segment is by far the most liquid market, as repo instruments have gained significantly in importance since the financial crisis at the expense of the unsecured money market. Moreover, the secured market has provided the basis for calculating risk-free rates in other jurisdictions, such as SOFR in the United States.¹⁰ In the euro area, however, several important features meant that a benchmark reflecting the secured market would not always provide a clear indication of the cost of liquidity. These included: (i) the variety of government bonds used as collateral in repo transactions; (ii) the fact that these bonds often trade at different yields and have varying liquidity conditions; and (iii) the significant impact that balance sheet reporting dates (e.g. quarter-ends) have on repo rates. As a result, repo rates are driven by collateral costs as much as liquidity costs. This would have made such a benchmark particularly difficult to interpret in the euro area. Moreover, since the €STR was meant to replace EONIA, which was an unsecured benchmark, it was considered more logical from the user perspective to switch to a benchmark that reflected solely the cost of liquidity and did not include collateral costs. For these reasons, the ECB finally opted for the unsecured market.

⁸ The interbank market refers to transactions taking place between banks; the unsecured market refers to transactions such as deposits, call accounts and fixed-rate or variable-rate short-term debt securities issued with a maturity of up to and including one year.

⁹ Regulation (EU) No 1333/2014 of the European Central Bank of 26 November 2014 concerning statistics on the money markets (ECB/2014/48) (OJ L 359, 16.12.2014. p. 97).

¹⁰ SOFR (the Secured Overnight Financing Rate) is a broad measure of the cost of borrowing cash overnight against Treasury securities, published daily by the Federal Reserve Bank of New York.

The ECB published the benchmark methodology after two public consultations and before the launch of the €STR in October 2019. It solicited feedback on the main design parameters to ensure alignment with the prospective user base. The first consultation focused on broader considerations such as scope, with the second dedicated to more detailed methodological elements. In the run-up to the official start of the benchmark the ECB also published pre-€STR time series to allow market participants and prospective users to become familiar with the rate ahead of its launch. Market participants strongly backed the proposals put forward for consultation. With overwhelming support for a new overnight rate administered by the ECB, publication of the €STR started in October 2019.

3 The €STR determination process

The daily €STR determination runs every TARGET2 business day to publish the rate and accompanying information at 08:00 CET. The process starts at the reporting agents, i.e. the 47 banks that currently constitute the MMSR reference population. These report data on money market transactions each day in a standardised format, as required by the MMSR Regulation.¹¹ The reporting banks compile transaction-by-transaction data and send them to the national central bank (NCB), where the latter manages a local collection platform, or to a centralised ECB collection platform.¹² The collection platforms receive the data and automatically perform initial checks on their format and content. The NCBs and ECB interact with reporting agents on any technical issues that could affect receipt of complete data on time. The data are then submitted to the ECB, where they are processed and the economic sector classification of the counterparties added, and ineligible transactions filtered out according to the €STR methodology. Plausibility checks are then performed by the ECB on this subset of the data and transactions identified as atypical are double-checked with the reporting agents by the Eurosystem. The €STR and accompanying information are then automatically calculated and published, after a final check, at 08:00. If errors with an impact larger than two basis points are detected following publication, the ECB will revise and re-publish the €STR at 09:00, although such an event has never occurred at the time of writing. No changes are made to the €STR after that time. At 09:15, the compounded €STR (C-€STR) average rates and index are published.¹³ Finally, the ECB performs a series of post-production activities to prepare for the following publication day and review data quality. Together with NCBs, the ECB liaises with reporting agents where necessary to verify the correctness of reported data and address any quality issues to prevent any effects on future calculations.

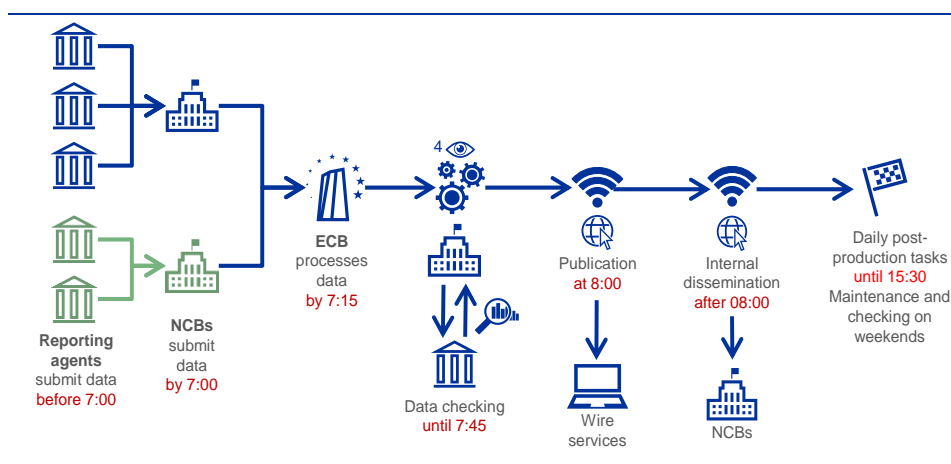
¹¹ Regulation ECB/2014/48, the MMSR reporting instructions and other methodological and operational guidance are available on the [ECB's website](#).

¹² Currently, reporting banks in Germany, Spain, France and Italy submit the data to the local collection platform operated by their NCB, while those in Belgium, Ireland, Greece, the Netherlands, Austria and Finland submit data to the centralised ECB collection platform. The NCBs participate in the data checks that form part of the daily determination process.

¹³ See Section 3.

Figure 1

Graphical representation of the €STR determination process



The robustness of the €STR determination process is underpinned by the use of MMSR data and largely automated procedures, thus avoiding any expert judgement and submissions as defined in the IOSCO principles for financial benchmarks.¹⁴ The €STR is automatically calculated using pre-existing statistical data related to actual transactions conducted by the MMSR reporting agents in financial markets. No extrapolations or adjustments are made to values. The supporting data are sourced in reliance on the ECB's powers to collect statistical data, which guarantees continuity – in collection and in the rate itself.¹⁵ This also avoids the use of data submitted solely for the purpose of compiling a benchmark, a practice that can create additional vulnerabilities such as conflicts of interest and incentives for manipulation, as indicated in the IOSCO principles. The MMSR Regulation establishes minimum standards for transmission, accuracy, conceptual compliance and revisions, as well as minimum standards for data integrity. Compliance is regularly monitored by the Eurosystem. In cases of repeated non-compliance or serious misconduct an infringement procedure must be launched, and sanctions may be imposed under the ECB's legal framework for failure to comply with statistical reporting requirements.

The IT systems set up by the Eurosystem to receive and process the data and calculate the €STR are designed and implemented to meet high standards of criticality in terms of the availability, integrity and confidentiality of the receipt, processing and storage functions. Manual actions are rule-based and not subject to

¹⁴ The IOSCO principles define expert judgement as “the exercise of discretion by an administrator or submitter with respect to the use of data in determining a benchmark”, such as “extrapolating values from prior or related transactions, adjusting values for factors that might influence the quality of data such as market events or impairment of a buyer or seller’s credit quality, or weighting firm bids or offers greater than a particular concluded transaction”. They define submissions as “prices, estimates, values, rates or other information that is provided by a Submitter to an Administrator for the purposes of determining a Benchmark”. See “[Principles for Financial Benchmarks – Final Report](#)”, The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), July 2013.

¹⁵ Article 5.1 of the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank states that “In order to undertake the tasks of the ESCB, the ECB, assisted by the NCBs, shall collect the necessary statistical information either from the competent national authorities or directly from economic agents.”

any discretion, being limited to interactions with reporting agents for quality checks and contingency measures in the event of any automatic steps failing. Finally, transparency is ensured through the quarterly publication of errors higher than 0.1 basis point.

Box 2

The end of LIBOR: an overview of benchmark reforms in major currencies

Prepared by Anne-Lise Nguyen and Vladimir Tsonchev

Ten years of reflection to reform the IBORs and progressively phase out LIBOR

In 2012 the vulnerabilities of the IBORs (interbank offered rates, which are unsecured interbank rates for longer tenors) became apparent, with declining liquidity in the interbank markets underpinning these rates and cases of attempted manipulation. It became clear that the overreliance of global financial markets on these rates posed clear risks to financial stability. The Financial Stability Board (FSB)¹⁶ endorsed the Principles for Financial Benchmarks developed by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), covering standards on governance, integrity, methodology, quality and accountability. The FSB also established a subgroup, the Official Sector Steering Group (OSSG), to coordinate the efforts of public institutions, including central banks, to reform benchmarks. Over time, the OSSG agreed on the following recommendations:¹⁷ i) that existing IBORs be strengthened, in particular by anchoring their methodologies in real transactions, as opposed to expert judgement; ii) that overreliance on IBORs be reduced, notably by promoting wider use of risk-free rates as alternative benchmarks; and iii) that contractual robustness be fostered, notably by encouraging implementation of robust fallback rates, i.e. rates available should an IBOR materially change or cease to be provided, in existing and new contracts referencing it. To guide market participants in these efforts, financial industry working groups were set up in the major currency areas with the support of public authorities to catalyse reform efforts. In addition, the International Swaps and Derivatives Association (ISDA) was mandated by the OSSG to develop fallback protocols for contracts referencing IBORs for derivative products.

The fate of LIBOR was progressively sealed.¹⁸ As a first step, the new administrator, ICE Benchmark Administration (IBA), reformed its contribution-based methodology to anchor it in real transactions as far as possible. This was complemented by observed values in neighbouring market segments and by models (the “waterfall approach”). In 2017, however, LIBOR’s supervisory authorities (the UK Financial Conduct Authority (FCA) and the Bank of England), acknowledged that the rate remained fragile owing to the lack of transactions in the interbank unsecured market and the vulnerability of its panel, which was based on voluntary contributors. The panel agreed to continue contributing until the end of 2021 to allow a transition to alternative benchmarks. In March 2021 the FCA and IBA confirmed that GBP, EUR, CHF and JPY LIBOR rates would be discontinued at the end of 2021, along with a few of the USD settings; the five main tenors of USD LIBOR would cease at the end of June 2023. To allow an orderly wind-down, the main tenors of GBP and JPY LIBOR are also being published for an additional year using a synthetic methodology (i.e. based on

¹⁶ The FSB coordinates national financial authorities and international standard-setting bodies in regulatory, supervisory and other financial sector issues.

¹⁷ See “[Reforming Major Interest Rate Benchmarks](#)”, FSB, July 2014.

¹⁸ See the FCA’s website for more information on the [transition away from LIBOR](#).

compounded risk-free rates and a credit spread, instead of panel contributions). These synthetic rates cannot be used in new contracts and are aimed solely at easing the transition of legacy contracts that are particularly difficult to amend.

The picture for the euro is somewhat different, as EURIBOR is being maintained for the foreseeable future. Reform efforts here have mostly focused on the methodology, which was amended by its administrator, the European Money Markets Institute (EMMI), to better base contributions on real market transactions. The WG RFR also recommended fallback language based on the €STR (i.e. rates, trigger events and templates) for EURIBOR contracts. These recommendations complement those from the ISDA on fallback protocols for EURIBOR derivatives. Current work by the WG RFR includes fostering the use of the €STR in a diverse range of financial products.¹⁹

4 Stages in the transition from EONIA to the €STR

The transition from EONIA to the €STR occurred in three stages. During the first of these, starting in September 2017, the €STR was developed and implemented. In the second stage, after the launch of the €STR in October 2019, the two rates co-existed side by side, with EONIA based on a new calculation method, i.e. it became fully dependent on the €STR plus a fixed spread. The official cessation of EONIA on 3 January 2022 marked the final stage of the transition.

The development and implementation of the €STR

The first step in the development of the €STR was to define the methodology for two main building blocks: (i) the underlying interest of the benchmark, i.e. the economic reality it seeks to measure and (ii) how the benchmark should be calculated so as to measure this accurately.²⁰ The underlying interest of the €STR was defined as the wholesale euro unsecured overnight borrowing costs of euro area banks. EONIA focused exclusively on interbank lending, whereas the €STR reflects much broader activity by including short-term borrowing from a wider set of counterparties.²¹ Taking borrowing activity beyond the interbank segment into account made it possible to overcome the limitations of an illiquid interbank lending market. The rate produced is based on a structurally stable activity for banks (accepting overnight funds from other entities) and reduces the influence of the credit element. The next step was to determine how to best measure the underlying interest, i.e. which transactions would be eligible for inclusion when computing the €STR and which calculation technique to apply. Analysis suggested narrowing down the eligible transactions to those executed by MMSR reporting banks as fixed rate overnight deposits placed by financial institutions. The specific instruments

¹⁹ See the working group's [Work Programme for 2022/23](#), on the ESMA website.

²⁰ See "[First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate](#)", ECB, Frankfurt, November 2017.

²¹ Interbank lending at the time had become very illiquid, making EONIA vulnerable in view of its very low volumes.

(deposits) and counterparties (financials) selected provide a sufficiently homogeneous set of eligible transactions and ensure they are executed on market terms. Transactions with large non-financial corporates were excluded, as their pricing often reflects the quality of the customer relationship. Similarly, other types of instrument such as call accounts were kept out of the scope, as their pricing tends to be less reactive to day-to-day market movements. Finally, the decision was taken to calculate the €STR as a volume-weighted trimmed mean of the eligible transactions. Trimming is used to safeguard the rate from idiosyncratic volatility caused by transactions priced off the market, or from errors in the underlying statistical data. A contingency formula for calculating the €STR is activated when there is insufficient underlying data, owing to either market events or technical errors. A calculation with sufficient underlying data is defined as one based on reporting by at least 20 banks, where the largest five of these do not represent more than 75% of the volume. If these requirements are not met, the contingency calculation method is applied instead. This applies a weighted average of the previous day's €STR and the rate resulting from using the data for the current day.

The regular methodology reviews that have been conducted confirm that the €STR remains a fair reflection of market movements, that it is backed by sufficient underlying data and that the scope and calculation method selected are therefore adequate. These methodology reviews are conducted annually, and the resulting reports published on the ECB website.²²

The €STR governance has been set out in a dedicated ECB Guideline, while the pre-existing MMSR data collection continues to be founded in an ECB Regulation.²³ The Guideline establishes the ECB's responsibility for administering the €STR and the tasks and responsibilities of the ECB and Eurosystem national central banks which contribute to the determination process and related procedures. It also sets up a control framework to protect the integrity and independence of the determination process and deal with any existing or potential conflicts of interest identified. In addition, the Guideline lays down the legal basis for establishing the €STR Oversight Committee, which reviews, challenges and reports on all aspects of the €STR methodology and determination process.²⁴

Operational implementation of the €STR required a dedicated IT system with high criticality standards to be set up and Eurosystem-internal operational procedures established. These were both tested during a shadow production period of nine months before launch.²⁵

²² For the latest report see “[€STR Annual Methodology Review](#)”, ECB, Frankfurt, January 2022.

²³ Guideline (EU) 2019/1265 of the European Central Bank of 10 July 2019 on the euro short-term rate (€STR) (ECB/2019/19), (OJ L 199, 26.7.2019, p. 8), and Regulation (EU) 1333/2014 of the European Central Bank of 26 November 2014 concerning statistics on the money markets (ECB/2014/48), (OJ L 359, 16.12.2014, p. 97). The Regulation establishes the reporting obligations, timeliness, frequency and quality requirements of the MMSR data collected and used to calculate the €STR.

²⁴ The Oversight Committee is chaired by the Vice-President of the ECB. It comprises five members, of whom three, including the Chair, are selected on the basis of nomination by the ECB and two on the basis of nomination by the NCBs operating a local collection platform, in each case upon a proposal from the ECB's Executive Board approved by a decision of the Governing Council.

²⁵ Shadow production of the €STR from January to September 2019 encompassed live testing of both the Eurosystem IT system and the operational procedures, and also involved reporting agents.

A pre-€STR time series was published after each reserve maintenance period from mid-2018 onwards to allow the public to familiarise itself with the forthcoming rate and to test internal operational procedures.

Internal audits were conducted on both the design and implementation of the €STR.²⁶

The transition from EONIA to the €STR

The transition from EONIA to the €STR was designed by the WG RFR in line with the guidance of the FSB.²⁷ The working group first focused on the replacement for EONIA and recommended the €STR as the main risk-free rate in euro,²⁸ following the wider market's preference for an unsecured overnight borrowing rate based on ECB statistical data. The working group also made recommendations²⁹ to ensure a smooth transition until EONIA was discontinued in 2022. For a two-year period, EONIA was recalibrated to be equal to the €STR plus a fixed spread that matched the difference observed between the underlying interests of the two benchmarks. The working group also issued a legal action plan³⁰ to discourage use of EONIA in new contracts and support implementation of €STR-based fallback language in legacy contracts, and issued recommendations to the industry in technical areas such as valuations and accounting.³¹ These took into account market feedback gathered through public consultations and a number of outreach events hosted by both public and private sector institutions. The working group was also supported by the strong involvement of the EONIA administrator (EMMI) and the active steps taken by market infrastructure bodies.

The €STR started to be used as a reference in financial contracts immediately after its inception in 2019 and the switch from EONIA to the €STR was smooth.

The main market to transition was the overnight index swap market, where €STR swaps slowly started being traded in October 2019, supported by clearing infrastructure. Many market participants, however, continued to reference EONIA, because the two indices were economically equivalent. The transition only accelerated once the main central counterparties converted the remaining contracts cleared from EONIA to the €STR and stopped clearing EONIA swaps in October

²⁶ The audits covered the methodology, governance, determination process and IT. All audit recommendations were implemented before launch. The requirement for internal and external audits was also included in the €STR Guideline as part of governance; audits continued to take place after the launch of the €STR, see the ECB's [Statement of compliance with the IOSCO principles for financial benchmarks](#), published in 2020.

²⁷ See footnote 4.

²⁸ See [press release](#), ECB, Frankfurt, 13 September 2018.

²⁹ See Working group on euro risk-free rates, "[Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the transition path from EONIA to the €STR and on a €STR-based forward-looking term structure methodology](#)", Frankfurt am Main, March 2019.

³⁰ See Working group on euro risk-free rates, "[Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR legal action plan](#)", Frankfurt am Main, July 2019.

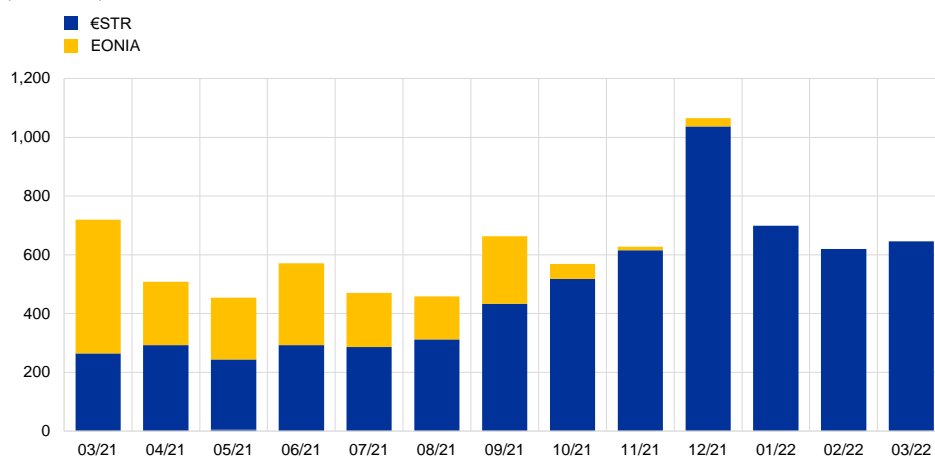
³¹ See Working group on euro risk-free rates, "[Report by the working group on euro risk-free rates on the impact of the transition from EONIA to the €STR on cash and derivatives products](#)", Frankfurt am Main, August 2019 and "[Report by the working group on euro risk-free rates on the risk management implications of the transition from EONIA to the €STR and the introduction of €STR-based fallbacks for EURIBOR](#)", Frankfurt am Main, October 2019.

2021,³² as shown below in Chart 1. The switch was also supported by a European Commission implementing regulation adopted in October 2021, which designated the €STR as replacing remaining references to EONIA in contracts and financial instruments with no, or no suitable, fallback provisions as of the date of its discontinuation.³³ Chart 2 shows the transition from EONIA to the €STR in the unsecured and secured segments of the euro money market.

Chart 1

Shares of the €STR and EONIA OIS in MMSR transactions

(EUR billions)



Source: ECB

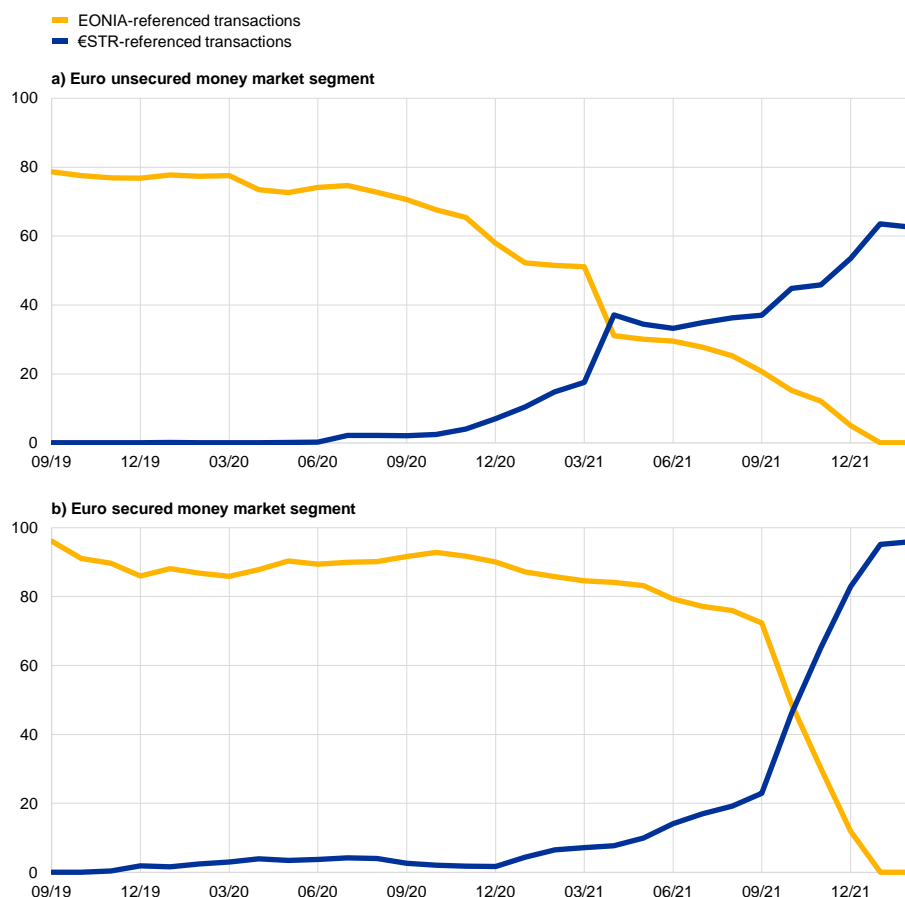
³² Most EONIA swap transactions were cleared, i.e. settled, through a third party called a central clearing counterparty, which acts as an intermediary between the two counterparties and takes over the credit risk, the matching of transactions and the settlement process.

³³ Commission Implementing Regulation (EU) 2021/1848 of 21 October 2021 on the designation of a replacement for the benchmark Euro overnight index average (OJ L 374, 22.10.2021, p. 6).

Chart 2

Relative use of EONIA and the €STR as benchmarks in the euro variable-rate unsecured and secured money market segments

(percentages of total variable-rate business volume, monthly aggregates)



Source: ECB

The €STR after the transition

Following the discontinuation of EONIA on 3 January 2022, the €STR became the only overnight benchmark rate for the euro, with the working group on euro risk-free rates investigating ways to promote its wider use in the market.

The €STR, much like EONIA, is now mainly used in derivatives such as OIS contracts. In response to the recommendations of the FSB, the WG RFR is considering other uses, including in cash market and cross-currency products.

The €STR is also the fallback in EURIBOR contracts should that rate cease to exist in future. The ISDA has already introduced €STR-based fallback provisions in its standard documentation to cater for discontinuation of EUR LIBOR and EURIBOR. The WG RFR has issued recommendations for €STR-based fallback rates in cash market products linked to EURIBOR. Depending on the asset class, the recommendations suggest using either forward-looking €STR rates (subject to their future availability), or a compounded €STR rate in all other cases.

In response to market feedback, the ECB publishes compounded €STR average rates and a compounded index based on the €STR. The rates are backward-looking compounded averages of the €STR calculated over standardised tenors of one week, one month, three months, six months and twelve months. The compounded €STR index makes it possible to calculate a compounded €STR average rate over any other tenor of choice. The ECB started publishing compounded average rates and a compounded index based on the €STR on 15 April 2021. Publication takes place each TARGET2 business day at 09:15. The rules for the calculation and publication of the compounded €STR average rates and index are published on the ECB website³⁴ and their design took account of a public consultation.

Box 2

Stylised statistical facts about the overnight index swap market

Prepared by Gianluca Boscaroli and Ronald Rühmkorf

The €STR, as previously EONIA, is of importance for all euro-denominated derivative markets for the valuation of positions. In the case of overnight index swap (OIS), the €STR is in addition the actual underlying against which participants seek to hedge interest risk or take exposure to future rate changes. In this sense, the OIS market can be seen as the derivative market most directly connected to the new overnight benchmark.

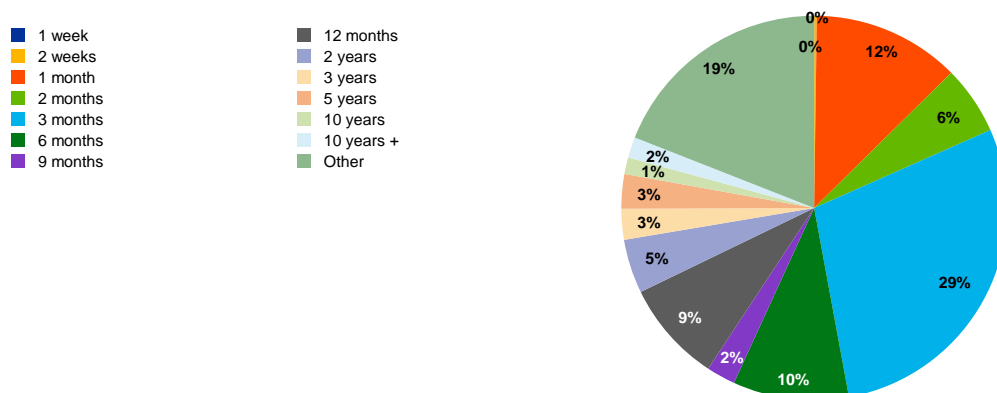
Two large groups of transactions in the OIS market can be distinguished: the spot transactions and the forward transactions. Trades with a start date within three business days from the trade date are classified as spot, with those with a later start date classified as forward. According to MMSR data for the first quarter of 2022, most trading volume takes place in the forward market (56%) while the spot market is significantly smaller (32%). The remaining activity (12%) relates to novations, which usually occur when a transaction is cleared with a central counterparty between the two original transactors.

The data reveal that the OIS spot market is characterised by a strong dispersion in contract length (Chart A). The spot transactions can be classified by maturity buckets that define the most standard contract lengths according to the difference between contract start and maturity dates. In the first quarter of 2022, 68% of the activity in spot trading was concentrated in the intermediate maturities represented by the one-month bucket and its multiples up to and including the 12-month bucket; 13% of the volume was split among longer maturities (i.e. two years and above). Maturities under one month were traded much less (close to 0%). The remaining 19% of activity corresponds to less standardised transactions that cannot be classified in any standard maturity bucket and are labelled “other”. These have non-standard contract lengths (e.g. four months) and have either short maturities of up to five months or very long maturities of three to ten years.

³⁴ See “[Compounded €STR average rates and index: Calculation and publication rules](#)”, ECB, Frankfurt, October 2020.

Chart A

Total notional amounts broken down by maturity bucket for the first quarter of 2022

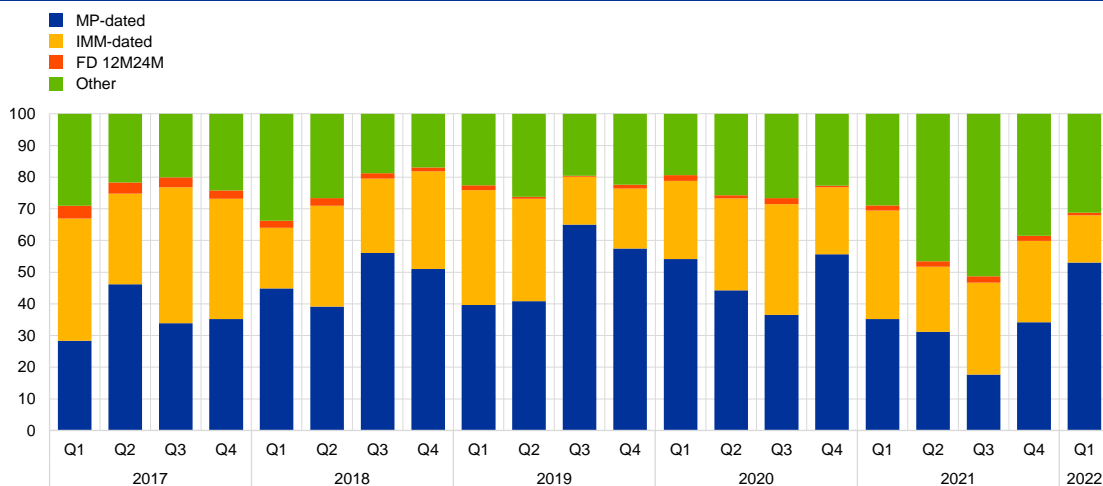


Source: ECB.

The OIS forward market is dominated by three different classes of contract, which jointly represented on average about 69% of the activity in this segment in the first quarter of 2022 (Chart B). Most of the volume is concentrated in transactions that have both their start and end dates tied to the Eurosystem’s reserve maintenance periods (labelled “MP-dated trades” in Chart B). These made up about 53% of the activity in the period. The second most traded type of OIS forwards have start and end dates matching International Monetary Market futures dates (IMM-dated trades),³⁵ with 15% of the market in the first quarter of 2022. A relatively small percentage of around 1% of the forward market corresponds to another standard contract, labelled “FD 12M24M”, which starts 12 months after the trade date and matures 12 months thereafter. The remaining 31% of volume in forward swaps relates to swaps not falling into any of the previous categories.

Chart B

Forward notional amounts broken down by forward classification



Source: ECB.

³⁵ The IMM (International Monetary Market) dates are the third Wednesday of March, June, September and December.

5 Conclusion

The transition from EONIA to the €STR was successfully completed according to schedule. The smooth switch between the two benchmarks avoided risks to financial stability and monetary policy. Once private sector efforts to maintain the historical overnight rate EONIA met unsurmountable challenges, the ECB initiated work on its own benchmark rate based on existing statistical data. The €STR, initially conceived as a back-up, has become the main euro unsecured overnight rate. The financial industry has showed a clear preference for an unsecured rate produced by the central bank. Since its launch in 2019, the €STR has proved to be a reliable and robust reference rate, available to the entire market and accurately reflecting money market trends in the euro area.

As the main euro overnight risk-free rate, the €STR not only replaces EONIA but also serves as a basis for recommended fallback rates for the eventuality of EURIBOR being discontinued. The ECB supports this by publishing compounded €STR rates, which can be used as a EURIBOR fallback. Use of the €STR may develop in future as an alternative to EURIBOR in other market segments, too. This would be in line with international moves towards risk-free rates and consistent with the guidance from the FSB. Any concrete steps in this direction, however, need to be taken by the financial industry in Europe.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,8	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,3	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,4	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 Q2	0,5	1,6	5,6	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
Q3	1,9	0,6	0,9	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
Q4	1,3	1,7	1,3	0,9	1,5	0,2	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 Q1	-	-0,4	0,8	-0,2	1,3	0,6	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2021 Dec.	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
Feb.	-	-	-	-	-	-	7,8	5,6	7,9	6,2	0,9	0,9	5,9
Mar.	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4
Apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	8,3	9,0	2,5	.	7,4
May ³⁾	-	-	-	-	-	-	8,1

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,8
2021 Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,9	1,6	2,1
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-0,4	-0,2	-0,6
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,2	1,8
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,5	0,1
2021 Dec.	54,5	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,2	1,8
2022 Jan.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,1	49,0	3,8	5,3	2,3
Feb.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	3,6	4,9	2,3
Mar.	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,8	3,5	0,1
Apr.	50,5	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,3	51,1	48,1	.	.	.
May	51,0	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,4	51,5	47,9	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2019	11.984,3	11.578,2	6.378,5	2.456,8	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	88,7	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.413,1	10.988,4	5.913,3	2.570,9	2.498,0	1.216,9	682,8	591,3	6,2	424,7	5.170,0	4.745,3
2021	12.269,7	11.779,9	6.268,4	2.714,9	2.692,3	1.360,4	759,7	564,6	104,3	489,8	6.060,9	5.571,2
2021 Q2	3.021,8	2.891,1	1.536,0	675,6	663,6	336,9	189,3	135,5	15,9	130,7	1.476,7	1.346,1
Q3	3.128,0	2.993,1	1.618,4	683,5	671,7	344,4	188,1	137,3	19,5	134,9	1.546,0	1.411,1
Q4	3.162,6	3.074,5	1.636,9	691,8	703,5	351,0	193,7	156,9	42,2	88,1	1.633,0	1.544,8
2022 Q1	3.210,0	3.124,5	1.660,8	696,1	713,6	370,3	197,6	143,7	53,9	85,5	1.693,2	1.607,7
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100,0	96,0	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	0,8	4,0	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q2	2,2	2,2	3,8	1,9	1,4	1,8	0,8	1,1	-	-	3,2	3,3
Q3	2,3	2,1	4,5	0,4	-0,9	-0,8	-1,8	0,2	-	-	1,9	1,4
Q4	0,2	1,0	-0,3	0,4	3,1	0,1	1,7	12,5	-	-	2,7	4,7
2022 Q1	0,6	0,2	-0,7	-0,3	0,1	3,4	1,5	-8,9	-	-	0,4	-0,6
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,9	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,3	-6,2	-7,8	0,9	-6,9	-4,5	-11,9	-5,8	-	-	-9,2	-9,1
2021	5,4	4,3	3,7	4,0	4,1	6,2	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,8
2021 Q2	14,7	12,4	12,4	8,0	18,2	18,8	30,8	3,2	-	-	26,9	22,2
Q3	4,0	3,8	2,9	2,7	3,0	3,0	2,5	3,7	-	-	10,6	10,7
Q4	4,7	5,3	5,8	2,5	3,7	1,7	2,4	10,0	-	-	8,9	10,8
2022 Q1	5,4	5,6	7,5	2,3	3,7	4,5	2,1	3,9	-	-	8,4	9,1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q2	2,2	2,0	1,9	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	-0,6	0,1	-	-
Q3	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-	-
Q4	0,2	1,0	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,7	-	-
2022 Q1	0,6	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,1	-0,4	0,6	0,5	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,3	-6,0	-4,1	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,4	4,3	2,0	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,3	-	-
2021 Q2	14,7	12,0	6,4	1,9	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,2	2,7	-	-
Q3	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,7	0,5	-	-
Q4	4,7	5,0	3,0	0,6	0,8	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,4	-	-
2022 Q1	5,4	5,4	3,8	0,5	0,8	0,5	0,1	0,2	0,3	0,1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,6	369,4	1.241,7
2020	10.283,0	176,5	1.971,8	554,9	1.808,5	541,8	476,5	1.211,7	1.167,1	2.053,4	320,8	1.130,0
2021	10.997,7	188,3	2.156,4	603,9	2.011,1	577,8	483,0	1.243,4	1.252,7	2.150,2	330,8	1.272,0
2021 Q2	2.708,7	46,3	532,6	150,7	484,7	143,1	120,1	308,5	308,3	533,3	81,0	313,0
Q3	2.798,9	47,7	544,1	151,3	527,4	144,9	120,6	311,3	318,8	545,3	87,7	329,1
Q4	2.824,3	49,6	552,2	153,8	538,2	148,6	121,3	312,6	323,3	541,3	83,5	338,3
2022 Q1	2.870,4	50,0	576,5	159,3	544,3	148,2	122,6	314,2	325,3	544,0	86,0	339,5
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,5	18,3	5,3	4,4	11,3	11,4	19,6	3,0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q2	1,9	0,9	0,3	1,5	4,6	1,9	0,4	0,7	1,8	1,8	5,6	4,7
Q3	2,5	-0,4	0,6	-0,6	7,4	1,4	-0,1	0,7	2,9	1,6	11,4	0,5
Q4	0,0	0,3	-0,4	0,4	0,3	2,7	0,2	0,2	1,1	-1,2	-2,7	2,7
2022 Q1	0,8	-1,9	0,9	3,0	0,8	0,8	0,2	1,0	0,5	0,1	3,2	-0,9
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-1,4	-7,0	-4,8	-13,2	0,9	-0,4	-0,8	-7,8	-3,2	-17,7	-6,5
2021	5,2	-1,0	7,4	5,0	7,9	6,6	2,2	1,5	6,2	3,8	2,9	6,4
2021 Q2	14,5	0,1	21,6	18,0	24,1	11,2	4,3	3,4	15,6	10,3	14,7	16,2
Q3	4,1	-1,2	5,3	2,0	7,1	4,1	1,1	0,9	6,7	2,0	4,0	3,3
Q4	4,6	-2,0	1,4	0,5	11,6	8,3	1,8	1,5	6,3	2,4	13,7	5,7
2022 Q1	5,3	-1,1	1,3	4,3	13,6	7,0	0,8	2,6	6,5	2,4	18,1	7,1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
Q3	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
Q4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 Q1	0,8	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
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	-1,4	-0,3	-2,5	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,3	1,5	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,1	-
2021 Q2	14,5	0,0	4,0	1,0	3,9	0,6	0,2	0,4	1,8	2,1	0,4	-
Q3	4,1	0,0	1,0	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,8	0,4	0,1	-
Q4	4,6	0,0	0,3	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,7	0,5	0,4	-
2022 Q1	5,3	0,0	0,3	0,2	2,4	0,4	0,0	0,3	0,7	0,5	0,5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>annual percentage changes</i>													
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	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,8	-3,1
2021	1,2	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,7	0,3	0,5	2,5	2,0	-0,1
2021 Q2	2,1	2,5	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,9	4,5	0,5	1,3	4,4	2,8	1,8
Q3	2,1	2,4	0,4	0,1	0,4	2,9	2,0	5,5	0,9	0,0	4,3	2,2	0,8
Q4	2,1	2,5	0,0	-0,9	0,9	3,0	2,8	6,2	0,4	-0,1	3,4	1,7	0,6
2022 Q1	2,9	3,2	1,0	-1,2	1,3	3,4	4,8	5,7	-0,5	1,8	4,1	1,7	2,4
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
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	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,9	7,1	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,4	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,9	-7,1	-11,4	-2,6	-7,6	-6,6	-14,0	-1,8	-2,8	-6,9	-8,3	-2,1	-13,1
2021	5,2	5,0	6,4	1,5	4,3	8,8	6,2	6,6	2,1	6,1	6,8	3,7	5,2
2021 Q2	16,6	15,1	24,2	7,0	15,0	26,4	24,9	11,1	5,6	18,7	18,7	8,1	25,7
Q3	3,2	3,6	1,5	-1,0	2,2	2,3	4,6	6,7	1,0	2,8	6,3	2,2	0,7
Q4	4,9	5,0	4,7	-1,2	2,3	4,0	10,6	5,9	0,6	2,4	5,4	1,8	7,4
2022 Q1	6,4	6,5	5,8	-1,5	2,7	4,7	14,8	5,8	-0,6	6,6	6,5	1,8	12,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,5	-5,7	-9,8	-0,3	-5,8	-7,3	-10,7	-3,2	-2,2	-6,6	-6,0	-2,9	-10,3
2021	4,0	3,5	6,8	1,2	4,7	5,6	6,2	1,9	1,8	5,6	4,1	1,6	5,3
2021 Q2	14,2	12,3	24,5	4,4	15,6	20,7	23,8	6,2	5,1	17,1	13,7	5,2	23,6
Q3	1,1	1,2	1,1	-1,2	1,8	-0,5	2,5	1,1	0,0	2,8	1,9	0,0	-0,1
Q4	2,8	2,5	4,7	-0,2	1,4	1,0	7,6	-0,3	0,2	2,6	1,9	0,1	6,7
2022 Q1	3,5	3,3	4,8	-0,3	1,4	1,2	9,5	0,1	-0,2	4,7	2,3	0,1	10,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,506	3,5	12,429	7,6	3,3	10,060	6,8	2,369	16,3	6,348	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	160,953	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,553	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,300	3,4	12,627	7,7	3,2	10,174	6,8	2,453	16,8	6,426	7,4	6,200	8,1	2,4
2021 Q2	163,097	3,5	13,006	8,0	3,3	10,411	7,0	2,595	17,8	6,587	7,6	6,419	8,4	2,3
Q3	164,012	3,3	12,371	7,5	3,1	9,935	6,7	2,436	16,4	6,295	7,2	6,077	7,9	2,6
Q4	164,446	3,3	11,760	7,2	3,0	9,573	6,4	2,188	14,8	6,038	6,9	5,722	7,4	2,8
2022 Q1	.	.	11,339	6,9	.	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2021 Nov.	-	-	11,700	7,1	-	9,496	6,3	2,204	14,9	5,989	6,8	5,710	7,4	-
Dec.	-	-	11,568	7,0	-	9,408	6,3	2,160	14,5	5,938	6,8	5,630	7,3	-
2022 Jan.	-	-	11,429	6,9	-	9,288	6,2	2,141	14,3	5,822	6,6	5,607	7,3	-
Feb.	-	-	11,311	6,8	-	9,198	6,1	2,113	14,0	5,692	6,5	5,619	7,3	-
Mar.	-	-	11,277	6,8	-	9,154	6,1	2,123	14,0	5,695	6,5	5,581	7,2	-
Apr.	-	-	11,181	6,8	-	9,059	6,0	2,122	13,9	5,636	6,4	5,545	7,2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings				Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
annual percentage changes													
2019	-1,0	-1,1	-2,6	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-8,0	-8,5	-7,2	-11,9	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	7,8	8,6	9,4	8,8	7,8	1,6	5,2	5,0	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 Q2	23,2	25,3	25,6	31,7	18,5	5,6	18,0	11,8	1,8	18,7	29,7	26,1	53,4
Q3	6,0	6,8	7,6	5,2	8,8	-0,9	0,7	2,5	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
Q4	0,2	0,0	2,0	-4,1	3,9	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,9	16,9	-25,0
2022 Q1	-0,3	0,0	1,2	-5,0	6,1	-1,5	5,6	5,0	-2,2	9,7	11,7	.	-13,0
2021 Nov.	-1,3	-1,9	2,0	-9,3	5,6	4,6	0,5	8,5	0,8	12,8	19,7	-	-21,6
Dec.	1,8	1,9	1,7	0,3	4,9	2,6	-1,0	2,3	-1,1	3,8	13,7	-	-24,9
2022 Jan.	-1,5	-1,6	0,6	-8,8	6,7	0,2	4,5	8,5	-1,7	16,1	13,0	-	-10,0
Feb.	1,7	2,1	3,1	-3,4	9,0	-0,7	8,9	5,2	-2,0	9,9	12,1	-	-7,1
Mar.	-0,8	-0,4	-0,1	-2,7	3,0	-4,0	3,3	1,6	-2,7	4,0	10,2	-	-19,9
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	3,9	-4,0	8,9	14,6	-	-18,3
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2021 Nov.	2,5	2,6	1,1	2,3	2,3	1,7	0,1	1,3	0,2	2,1	-1,5	-	0,5
Dec.	1,7	1,2	0,7	4,8	-0,8	-0,2	-0,7	-2,2	0,6	-4,4	0,2	-	2,4
2022 Jan.	-0,8	-0,4	-0,3	-2,7	2,3	-1,4	3,4	0,1	-0,2	1,2	-1,9	-	-5,4
Feb.	0,5	0,7	0,8	-0,4	2,1	-2,1	1,1	0,5	-0,6	1,2	2,5	-	5,2
Mar.	-1,8	-1,6	-2,0	-2,7	-2,3	-1,7	0,0	0,3	0,9	-0,6	-1,4	-	-13,4
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	-2,6	-0,7	1,9	-	1,1

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

1) Including wholesale trade.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,2	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q2	111,0	9,4	81,9	-5,6	3,5	-1,3	6,7	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
Q3	117,3	13,6	82,8	-4,3	5,9	4,7	17,0	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,7	13,7	82,5	-7,6	9,9	3,1	16,1	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,2	11,8	82,5	-13,6	9,6	2,0	12,8	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2021 Dec.	114,1	13,8	-	-9,3	10,6	2,2	12,6	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Jan.	113,0	13,1	82,4	-9,7	9,6	3,4	11,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Feb.	114,2	13,4	-	-9,5	10,2	4,5	14,2	-	58,2	55,5	55,5	55,5
Mar.	106,5	9,0	-	-21,5	9,0	-2,0	13,0	-	56,5	53,1	55,6	54,9
Apr.	104,9	7,7	82,6	-22,0	7,0	-3,9	13,6	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
May	105,0	6,3	-	-21,1	7,2	-4,0	14,0	-	54,6	51,3	56,1	54,8

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving ratio (gross)	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	35,4	5,6	75,0	2,1	7,7	1,7
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,1	4,0	35,1	6,2	74,8	2,0	8,0	1,9
2020	19,4	96,3	-0,5	4,2	-3,5	4,5	3,6	31,1	4,4	81,8	3,1	-14,4	2,0
2021 Q1	20,6	96,6	0,1	4,6	10,8	7,0	3,9	32,0	5,5	82,9	3,8	-10,3	2,0
Q2	19,1	96,6	3,8	4,2	31,3	6,6	5,0	34,2	7,4	80,4	4,4	19,4	2,4
Q3	18,6	96,8	0,8	4,0	17,7	7,4	6,7	34,4	8,0	79,8	4,6	14,2	2,5
Q4	17,3	96,8	-0,2	3,4	18,4	7,0	7,0	34,8	8,0	80,0	5,4	17,1	3,2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q2	1.092,0	1.004,0	87,9	617,6	533,4	237,4	210,8	204,6	185,1	32,3	74,7	18,7	12,2
Q3	1.115,9	1.042,8	73,2	626,1	553,6	252,9	238,6	193,9	173,4	43,0	77,2	32,2	13,5
Q4	1.174,0	1.151,7	22,3	649,9	621,0	278,9	248,4	205,9	200,6	39,4	81,7	59,6	46,8
2022 Q1	1.217,7	1.181,9	35,8	690,8	677,7	291,3	246,9	200,1	187,3	35,5	70,1	27,7	19,9
2021 Oct.	380,5	375,4	5,1	208,8	197,5	90,4	83,8	67,6	66,8	13,7	27,2	9,0	4,9
Nov.	402,8	395,7	7,2	221,4	208,6	98,7	84,5	70,4	74,9	12,3	27,7	6,1	4,3
Dec.	390,7	380,6	10,0	219,7	214,8	89,8	80,1	67,8	58,9	13,3	26,8	44,5	37,6
2022 Jan.	405,6	384,0	21,6	229,7	217,9	96,4	79,7	67,7	61,9	11,7	24,5	8,3	5,6
Feb.	409,1	393,4	15,7	233,0	227,6	98,0	84,5	66,2	59,7	11,9	21,6	7,5	4,3
Mar.	403,0	404,6	-1,6	228,0	232,2	96,9	82,7	66,2	65,7	11,8	24,0	11,9	10,0
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Mar.	4.599,6	4.380,4	219,2	2.584,4	2.385,6	1.060,5	944,6	804,5	746,4	150,2	303,8	138,2	92,4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Mar.	36,7	35,0	1,8	20,6	19,1	8,5	7,5	6,4	6,0	1,2	2,4	1,1	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q2	34,4	33,9	596,3	291,8	117,2	177,3	493,8	557,9	323,8	92,5	136,1	405,6	53,2
Q3	13,7	23,0	608,4	306,0	118,6	172,0	502,1	582,5	347,0	94,3	135,5	416,8	58,6
Q4	12,0	32,3	635,6	322,2	115,7	186,1	524,0	652,1	398,7	96,8	148,0	449,0	71,5
2022 Q1	16,6	39,7	670,6	.	.	.	550,1	707,8	.	.	.	472,1	.
2021 Oct.	7,4	25,3	207,7	104,8	37,8	60,9	171,1	208,1	126,6	30,9	47,6	143,6	23,0
Nov.	14,7	33,3	214,6	108,2	39,1	63,1	176,2	218,1	133,9	31,8	50,0	149,8	25,3
Dec.	14,1	38,6	213,4	109,2	38,9	62,1	176,8	225,9	138,3	34,2	50,4	155,6	23,3
2022 Jan.	19,8	45,2	222,0	111,4	42,2	64,7	183,4	230,3	142,6	34,2	49,7	157,6	24,5
Feb.	16,9	39,4	223,4	113,2	40,5	65,1	186,0	234,7	147,0	34,0	49,7	157,6	28,7
Mar.	14,0	35,4	225,3	.	.	.	180,7	242,8	.	.	.	156,8	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q2	29,1	20,5	104,5	109,5	101,3	101,5	103,3	109,5	110,6	113,7	108,4	111,9	86,1
Q3	4,4	5,5	103,6	110,3	100,6	96,7	102,2	108,2	109,7	112,7	105,3	110,9	85,6
Q4	0,8	9,4	105,3	112,5	96,1	101,9	104,1	115,2	119,6	109,0	110,4	114,6	94,1
2022 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Sep.	0,2	3,0	103,1	110,0	98,3	97,1	101,7	108,7	109,9	112,6	106,0	111,1	84,1
Oct.	-3,0	2,7	104,3	110,7	95,1	101,8	103,1	110,8	113,6	106,3	108,0	111,5	91,3
Nov.	3,1	9,9	106,9	113,8	98,4	103,2	105,4	115,6	120,7	107,8	111,3	114,4	97,2
Dec.	2,4	16,0	104,5	113,0	94,9	100,7	103,8	119,2	124,5	112,9	112,0	117,9	93,9
2022 Jan.	5,9	15,3	106,3	110,5	104,0	103,8	105,6	114,4	117,5	112,3	108,9	116,7	92,4
Feb.	2,7	11,7	106,0	111,8	100,0	102,9	106,9	115,2	118,2	113,5	109,1	117,0	97,0

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,3	0,9	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	1,0	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,3	0,1	9,1	1,0	4,6	5,1
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,6	3,1	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9
2021 Dec.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	1,0	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Jan.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	1,0	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Feb.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3
Mar.	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,7	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1
Apr.	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,2	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0
May ³⁾	116,1	8,1	3,8	.	3,5	0,8	1,6	-0,1	0,4	2,0	0,3	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi-cation	Recreation and personal care	Miscel-laneous		
	Total	Processed food	Unpro-cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy						Rents	20	21	22	23	24	25
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 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	
Q4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2022 Q1	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6	
2021 Dec.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8	
2022 Jan.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6	
Feb.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6	
Mar.	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7	
Apr.	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7	
May ³⁾	7,5	7,0	9,1	.	4,2	39,2	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,1	-0,2
2021 Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,4	7,3	-2,8
Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,2	-0,3
Q4	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,6	3,7
2022 Q1	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	.	.
2021 Nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Dec.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,7	4,6	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 Jan.	137,5	30,8	14,1	11,9	20,5	5,7	6,4	6,3	5,0	86,0	-	-	-
Feb.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	-
Mar.	146,3	36,9	17,7	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	-	-	-
Apr.	148,0	37,2	19,3	15,6	25,1	7,2	10,9	.	6,7	99,2	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,6	3,8	1,1	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,3	2,0	2,8	2,2	1,6	3,5	5,7	7,8	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q2	108,5	0,6	1,5	1,5	-1,2	2,6	4,6	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
Q3	109,8	2,8	3,7	2,7	2,7	4,6	7,3	9,8	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	110,7	3,1	4,5	3,8	2,2	5,5	9,9	13,8	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	111,7	3,3	5,2	4,7	2,5	6,3	11,5	16,4	88,7	32,6	36,0	29,7	36,1	39,8	32,5
2021 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,7	31,7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	38,8	46,3	32,6	42,4	49,6	35,0
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	34,8	50,8	22,0	38,1	52,6	23,7
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	23,1	47,1	4,9	26,6	47,8	6,6

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,3	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,4	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q2	30,2	18,1	7,7	16,8	22,2	85,9	60,1	68,2	53,1
Q3	36,4	28,8	13,2	27,0	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,1	41,7	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	50,7	49,1	23,8	39,3	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2021 Dec.	47,8	42,1	20,7	36,4	54,6	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Jan.	46,8	43,4	22,3	36,4	55,7	83,5	70,9	72,7	57,9
Feb.	48,8	48,3	23,4	36,9	61,8	82,0	72,2	71,7	58,8
Mar.	56,5	55,6	25,6	44,6	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
Apr.	60,0	56,4	29,5	52,0	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
May	56,1	56,7	28,4	49,3	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 Q2	115,8	-0,2	-0,6	1,0	-0,9	1,4	1,8
Q3	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
Q4	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6
2022 Q1	.	.	.	.	.	.	2,8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2019	105,3	1,8	-1,5	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-0,4	3,1	4,0	5,5	1,3	0,4	1,3	5,6	6,8	14,2
2021	110,0	0,0	4,3	-3,2	2,7	-1,5	1,9	1,1	4,7	1,1	0,3	1,6
2021 Q2	109,1	-4,4	5,5	-10,6	-1,3	-7,8	0,4	-1,9	8,0	-1,7	-4,9	-2,0
Q3	110,1	1,5	4,4	-0,9	2,8	0,1	4,6	2,7	3,1	1,1	2,3	0,3
Q4	111,1	1,3	4,5	2,5	4,6	-0,7	1,0	2,7	4,4	1,2	1,0	-6,1
2022 Q1	112,1	1,8	3,1	3,8	2,6	-0,3	1,6	2,1	4,8	2,3	2,0	-5,0
Compensation per employee												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,6	3,2	2,1	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,8	-0,6	0,5	-2,3	-1,7	-4,9	0,7	0,7	0,8	-0,2	2,5	-3,0
2021	111,2	4,1	2,9	4,4	4,7	6,3	3,8	3,1	5,7	4,6	2,0	4,6
2021 Q2	109,8	7,4	3,0	9,2	11,1	13,5	6,8	1,8	10,3	8,8	2,1	10,4
Q3	112,3	3,4	3,1	3,9	1,9	5,1	3,2	2,8	4,0	3,5	2,1	3,4
Q4	113,1	3,8	3,4	3,0	2,1	7,7	3,0	4,1	6,1	4,1	1,7	6,1
2022 Q1	114,1	4,4	3,2	3,9	3,5	8,1	2,7	3,4	5,6	4,7	2,7	9,6
Labour productivity per person employed												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,4	0,9	2,3	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	0,9	-5,2	-5,6	-9,8	-0,6	0,3	-0,5	-5,5	-4,0	-15,1
2021	101,0	4,2	-1,3	7,8	2,0	7,9	1,8	1,9	1,0	3,5	1,7	3,0
2021 Q2	100,7	12,3	-2,4	22,1	12,6	23,1	6,4	3,8	2,1	10,7	7,3	12,7
Q3	102,0	1,8	-1,3	4,9	-0,9	5,0	-1,3	0,2	0,9	2,3	-0,2	3,2
Q4	101,8	2,5	-1,1	0,5	-2,4	8,5	2,0	1,3	1,7	2,8	0,7	13,0
2022 Q1	101,8	2,5	0,1	0,1	0,9	8,4	1,1	1,2	0,8	2,3	0,6	15,3
Compensation per hour worked												
2019	107,3	2,3	3,1	1,9	1,7	2,0	3,1	1,7	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,1	5,4	2,7	3,3	4,3	5,9	3,2	2,2	5,6	5,0	5,0	6,3
2021	113,7	0,5	0,5	0,0	-0,4	0,7	2,0	1,6	1,6	1,0	0,7	0,5
2021 Q2	112,6	-4,4	-3,0	-4,5	-6,5	-6,3	1,2	-2,6	-0,7	-2,7	-2,2	-6,1
Q3	114,0	2,2	3,0	2,2	2,0	2,2	1,7	3,0	1,1	1,6	2,4	3,0
Q4	115,2	1,3	1,8	1,8	1,6	0,2	3,4	4,4	3,2	2,4	1,8	0,8
2022 Q1	115,6	1,1	2,4	2,7	2,5	-1,5	2,5	3,4	2,9	2,1	2,7	0,7
Hourly labour productivity												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,0	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,2	1,7	1,2	0,6	1,9	0,9	2,7	2,5	6,5	0,5	-1,1	-5,3
2021	104,3	0,1	-2,5	2,9	-3,4	1,7	0,0	0,2	-4,4	-0,6	0,1	-2,2
2021 Q2	104,2	-1,7	-6,5	5,7	-6,7	-0,6	0,1	-1,2	-12,9	-2,6	2,0	-8,8
Q3	104,4	0,7	-0,1	3,1	-0,4	2,4	-2,4	0,1	-1,8	0,4	-0,1	3,3
Q4	104,7	-0,3	-0,9	-0,9	-3,3	0,8	2,3	1,2	-0,9	0,9	0,6	5,9
2022 Q1	104,0	-0,9	0,4	-1,3	-0,4	-1,0	1,1	1,4	-3,8	0,0	0,5	4,8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA) ³⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
Dec.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Jan.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
Mar.	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
Apr.	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
May	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02

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.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 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
Dec.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Jan.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
Mar.	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
Apr.	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
May	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 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
Dec.	469,1	4.207,9	1.020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4.677,0	28.514,2
2022 Jan.	471,0	4.252,3	1.031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4.573,8	27.904,0
Feb.	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5
Mar.	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1
Apr.	428,9	3.837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4.391,3	27.043,3
May	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					APRC ³⁾
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2021 May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	16,07	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
June	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
July	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
Sep.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
Oct.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,82	15,91	5,62	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
Nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
Dec.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Jan.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Feb.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
Mar.	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,46	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
Apr. ⁶⁾	0,01	0,47	0,20	0,56	4,74	15,78	5,76	5,38	5,98	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021 May	-0,01	-0,23	0,19	1,78	1,85	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	1,83	1,88	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	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
Sep.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Oct.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
Nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
Dec.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 Jan.	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Feb.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
Mar.	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
Apr. ⁶⁾	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,89	1,97	2,17	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and 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 govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
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	1.463	460	145	.	93	669	95	428	204	46	.	35	107	36
2021 Oct.	1.534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
Nov.	1.533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
Dec.	1.463	460	145	.	93	669	95	312	138	46	.	37	76	15
2022 Jan.	1.491	482	152	.	101	650	106	449	199	56	.	43	106	44
Feb.	1.461	465	150	.	102	642	103	407	192	47	.	33	98	39
Mar.	1.494	463	160	.	111	646	113	536	241	77	.	52	111	56
Long-term														
2019	16.314	3.817	3.401	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.288	3.891	3.206	.	1.459	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021	18.500	4.053	3.514	.	1.548	8.590	795	284	63	77	.	20	111	13
2021 Oct.	18.375	4.038	3.469	.	1.528	8.553	787	298	64	106	.	22	92	13
Nov.	18.524	4.062	3.516	.	1.556	8.598	792	268	50	82	.	36	90	9
Dec.	18.500	4.053	3.514	.	1.548	8.590	795	191	45	91	.	7	42	6
2022 Jan.	18.633	4.083	3.536	.	1.550	8.659	805	350	111	75	.	14	135	15
Feb.	18.772	4.108	3.560	.	1.548	8.748	808	283	78	69	.	8	118	10
Mar.	18.922	4.150	3.584	.	1.560	8.816	812	326	94	84	.	23	117	8

Source: ECB.

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

4.7 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	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Outstanding amount												
2019	17.597,2	4.367,2	3.581,8	.	1.403,5	7.558,3	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1	
2020	18.817,6	4.346,0	3.351,4	.	1.556,4	8.720,5	843,2	8.442,0	468,4	1.312,2	6.661,4	
2021	19.962,9	4.513,7	3.658,7	.	1.640,9	9.259,3	890,2	10.325,5	597,3	1.544,1	8.184,1	
2021 Oct.	19.909,1	4.524,1	3.609,9	.	1.631,6	9.239,4	904,0	10.305,7	613,8	1.701,7	7.990,2	
Nov.	20.057,2	4.560,8	3.658,7	.	1.654,2	9.277,7	905,7	10.021,7	566,5	1.619,3	7.835,9	
Dec.	19.962,9	4.513,7	3.658,7	.	1.640,9	9.259,3	890,2	10.325,5	597,3	1.544,1	8.184,1	
2022 Jan.	20.124,1	4.564,7	3.688,4	.	1.651,0	9.309,5	910,6	9.876,4	606,9	1.537,9	7.731,6	
Feb.	20.232,7	4.573,0	3.709,6	.	1.650,2	9.389,4	910,5	9.319,5	552,5	1.416,4	7.350,5	
Mar.	20.415,4	4.613,1	3.744,1	.	1.670,7	9.462,6	925,0	9.370,4	539,5	1.425,2	7.405,7	
Growth rate												
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0	
2020	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8	
2021	5,1	2,2	7,0	.	5,0	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1	
2021 Oct.	4,3	1,4	5,6	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3	
Nov.	5,1	2,2	7,1	.	5,0	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1	
Dec.	5,1	2,2	7,0	.	5,0	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1	
2022 Jan.	5,0	2,2	7,8	.	5,1	5,4	3,7	1,7	1,6	4,5	1,2	
Feb.	4,7	2,6	7,2	.	4,1	5,1	3,2	1,4	1,5	4,2	0,9	
Mar.	4,5	2,0	7,5	.	4,8	4,7	2,7	1,2	0,2	3,9	0,7	

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,0	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,9	87,6	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,5	72,6	85,7	120,8	94,2
2021 Q2	100,5	94,0	94,9	89,1	72,5	86,0	121,9	94,9
Q3	99,5	93,4	94,4	88,6	72,6	85,2	120,5	94,0
Q4	97,7	91,8	93,3	86,4	71,3	83,8	119,1	92,7
2022 Q1	96,4	91,4	94,6	.	.	.	118,6	92,6
2021 Dec.	97,1	91,2	93,1	-	-	-	119,0	92,5
2022 Jan.	96,6	91,2	94,1	-	-	-	118,6	92,3
Feb.	96,9	91,6	94,6	-	-	-	118,9	92,7
Mar.	95,9	91,3	95,1	-	-	-	118,4	92,8
Apr.	95,2	89,9	95,6	-	-	-	116,4	90,4
May	95,6	90,0	97,1	-	-	-	116,2	89,9
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2022 May	0,4	0,0	1,5	-	-	-	-0,2	-0,6
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2022 May	-5,2	-4,5	2,0	-	-	-	-4,9	-5,6

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 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
Q4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 Q1	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2021 Dec.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 Jan.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Feb.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
Mar.	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
Apr.	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
May	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2022 May	1,8	-0,3	1,3	0,0	2,6	-0,3	0,0	1,6	0,0	1,7	1,4	-2,2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2022 May	-9,3	0,2	-3,2	0,1	8,7	2,8	2,7	-1,5	0,4	3,4	-5,6	-12,9

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2021 Q1	29.821,1	30.376,6	-555,5	11.449,4	9.502,1	11.520,0	13.674,5	-128,2	6.130,5	7.200,0	849,4	15.505,2
Q2	30.326,6	30.718,8	-392,2	11.492,5	9.503,9	12.026,4	14.021,1	-134,1	6.072,8	7.193,8	869,0	15.393,1
Q3	31.085,0	31.357,5	-272,5	11.728,7	9.470,0	12.229,3	14.334,7	-102,8	6.227,5	7.552,8	1.002,4	15.787,6
Q4	32.029,1	32.209,3	-180,2	11.881,1	9.729,9	12.851,5	14.659,5	-96,9	6.336,4	7.820,0	1.057,0	16.025,3
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2021 Q4	261,0	262,5	-1,5	96,8	79,3	104,7	119,5	-0,8	51,6	63,7	8,6	130,6
<i>Transactions</i>												
2021 Q2	207,4	104,4	103,0	-0,5	-5,7	230,4	70,3	-2,5	-27,1	39,8	7,1	-
Q3	387,3	302,5	84,8	45,8	-61,2	121,3	67,2	24,2	72,9	296,6	123,2	-
Q4	163,7	141,5	22,2	-24,1	-71,4	143,9	24,1	44,5	-3,5	188,8	2,9	-
2022 Q1	311,6	316,7	-5,1	66,7	17,7	-37,9	8,5	0,9	282,4	290,4	-0,4	-
2021 Oct.	297,6	274,3	23,3	16,3	0,8	50,7	17,4	13,9	213,5	256,1	3,2	-
Nov.	143,6	146,1	-2,5	52,1	52,8	60,1	-4,7	26,3	4,6	98,0	0,6	-
Dec.	-277,4	-278,9	1,4	-92,4	-125,1	33,1	11,5	4,3	-221,5	-165,3	-0,8	-
2022 Jan.	229,5	221,4	8,1	54,5	50,1	18,6	-7,5	3,8	154,8	178,9	-2,2	-
Feb.	126,8	120,7	6,1	25,3	-22,1	-4,8	16,8	-1,0	105,7	126,0	1,7	-
Mar.	-44,7	-25,4	-19,3	-13,2	-10,3	-51,7	-0,7	-1,9	22,0	-14,5	0,1	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Mar.	1.070,0	865,2	204,9	87,8	-120,7	457,6	170,2	67,1	324,7	815,7	132,8	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Mar.	8,5	6,9	1,6	0,7	-1,0	3,7	1,4	0,5	2,6	6,5	1,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	14.469,2
2021	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2021 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	14.949,1
Q3	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1
Q4	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2022 Q1	1.525,0	9.938,1	11.463,1	936,0	2.519,6	3.455,6	14.918,7	123,0	596,4	33,0	752,3	15.671,0
2021 Nov.	1.459,9	9.698,3	11.158,1	928,9	2.499,4	3.428,3	14.586,5	126,1	644,5	33,7	804,3	15.390,8
Dec.	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2022 Jan.	1.482,0	9.827,9	11.309,9	945,9	2.512,8	3.458,7	14.768,5	129,8	615,2	29,9	774,9	15.543,5
Feb.	1.494,0	9.914,0	11.408,0	931,8	2.520,3	3.452,1	14.860,1	131,1	590,6	24,6	746,3	15.606,5
Mar.	1.525,0	9.938,1	11.463,1	936,0	2.519,6	3.455,6	14.918,7	123,0	596,4	33,0	752,3	15.671,0
Apr. ^(p)	1.524,4	9.964,9	11.489,4	954,1	2.518,8	3.472,9	14.962,3	115,3	603,2	35,8	754,3	15.716,5
Transactions												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,7	0,1	133,4	1.579,7
2021	105,2	903,2	1.008,5	-118,5	67,2	-51,3	957,1	12,0	22,7	10,1	44,8	1.001,9
2021 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	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,8	10,0	2,9	261,5
Q4	21,1	190,9	212,0	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 Q1	60,3	133,6	193,9	11,8	9,6	21,4	215,3	5,1	-62,0	20,7	-36,2	179,0
2021 Nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5
Dec.	4,8	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-21,8	-16,4	93,8
2022 Jan.	17,2	27,1	44,4	20,7	3,2	23,8	68,2	11,8	-43,2	16,7	-14,7	53,5
Feb.	12,0	83,8	95,8	-13,1	7,6	-5,5	90,3	1,5	-24,5	-4,4	-27,5	62,8
Mar.	31,0	22,7	53,7	4,3	-1,2	3,1	56,8	-8,2	5,8	8,3	6,0	62,7
Apr. ^(p)	-0,5	10,8	10,3	13,4	-0,6	12,8	23,1	-8,8	6,8	1,4	-0,6	22,6
Growth rates												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 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	12,7	1,0	-	7,5	7,6
Q4	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Q1	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,4	77,8	0,3	6,3
2021 Nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	66,1	11,4	7,3
Dec.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Jan.	7,7	9,4	9,2	-7,0	2,5	-0,3	6,8	14,0	-3,0	73,6	0,9	6,5
Feb.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,0	-4,2	-9,8	-1,3	6,4
Mar.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,4	77,8	0,3	6,3
Apr. ^(p)	8,8	8,2	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,7	23,1	-0,4	6,0

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2021 Q2	3.087,3	2.651,4	290,7	136,7	8,5	7.918,9	5.207,3	407,1	2.303,8	0,7	1.164,8	222,5	494,6
Q3	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
Q4	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 Q1	3.269,7	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,2	5.480,1	357,7	2.350,3	1,1	1.272,4	229,7	555,7
2021 Nov.	3.207,3	2.778,9	291,5	129,4	7,5	8.063,4	5.359,0	377,8	2.325,6	1,0	1.233,1	231,9	517,0
Dec.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 Jan.	3.242,1	2.810,2	294,5	127,1	10,3	8.133,6	5.424,9	364,7	2.343,3	0,8	1.264,7	238,7	537,2
Feb.	3.266,0	2.843,1	284,7	126,6	11,6	8.170,2	5.457,7	360,8	2.350,8	1,0	1.280,5	234,8	545,7
Mar.	3.269,7	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,2	5.480,1	357,7	2.350,3	1,1	1.272,4	229,7	555,7
Apr. (p)	3.278,6	2.841,7	297,9	129,5	9,6	8.201,6	5.495,1	356,5	2.349,0	1,0	1.282,6	224,3	566,0
Transactions													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,3	-65,1	77,5	-0,2	145,9	-8,2	48,2
2021 Q2	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
Q3	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	46,0	1,9	21,9
Q4	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 Q1	19,6	18,2	-3,9	1,1	4,2	99,7	98,6	-11,3	12,0	0,4	35,0	1,5	4,3
2021 Nov.	20,0	23,2	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Dec.	36,9	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 Jan.	-1,6	-9,0	3,3	0,5	3,7	44,1	43,9	-4,8	5,0	0,0	25,8	8,9	-14,4
Feb.	25,6	34,3	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,5	-3,8	8,5
Mar.	-4,4	-7,1	2,4	1,2	-0,9	18,7	22,1	-3,1	-0,5	0,2	-3,3	-3,6	10,2
Apr. (p)	0,0	-6,3	8,3	-0,5	-1,5	9,8	12,5	-1,6	-0,9	-0,2	0,9	-6,1	10,3
Growth rates													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 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	15,1	-6,8	9,1
Q4	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Q1	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,4	2,6	27,6	13,6	5,4	12,7
2021 Nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Dec.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Jan.	7,8	9,7	-3,6	-4,1	55,9	5,3	8,0	-14,7	3,1	-13,8	14,8	2,7	6,9
Feb.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,0	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,6	2,0	10,0
Mar.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,4	2,6	27,6	13,6	5,4	12,7
Apr. (p)	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,9	2,2	8,1	12,5	-1,1	14,2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2021 Q2	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.730,9	6.255,4	942,1	149,1	1.523,2	887,2
Q3	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,0	12.182,5	12.536,2	4.769,9	6.316,1	951,8	144,7	1.531,9	896,6
Q4	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2022 Q1	6.551,8	1.002,7	5.546,4	15.022,7	12.561,0	12.690,7	4.917,7	6.471,5	1.018,7	153,0	1.595,0	866,8
2021 Nov.	6.476,2	987,3	5.487,3	14.738,5	12.310,2	12.659,5	4.815,9	6.365,0	968,8	160,6	1.540,8	887,4
Dec.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2022 Jan.	6.545,9	992,4	5.551,7	14.903,9	12.453,4	12.607,6	4.874,9	6.415,2	990,6	172,8	1.564,5	886,0
Feb.	6.560,7	996,5	5.561,5	14.939,7	12.499,5	12.656,6	4.885,9	6.436,0	1.007,5	170,2	1.561,6	878,5
Mar.	6.551,8	1.002,7	5.546,4	15.022,7	12.561,0	12.690,7	4.917,7	6.471,5	1.018,7	153,0	1.595,0	866,8
Apr. ^(p)	6.508,3	1.003,0	5.480,4	15.077,7	12.631,7	12.778,2	4.944,2	6.490,8	1.035,8	161,0	1.606,2	839,8
Transactions												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	569,4	480,6	513,8	176,7	261,6	51,9	-9,7	79,4	9,4
2021 Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,0	74,8	-10,9	-2,4	4,8	5,0
Q3	152,2	-4,7	156,9	136,4	122,5	125,5	40,2	65,8	23,5	-7,0	9,2	4,8
Q4	201,1	-1,1	202,0	229,1	175,1	225,5	98,5	60,4	0,0	16,1	62,7	-8,7
2022 Q1	91,9	4,8	87,1	194,2	186,0	168,2	45,6	76,3	72,4	-8,3	24,7	-16,6
2021 Nov.	65,0	1,0	64,0	52,1	72,9	65,7	25,6	23,1	18,6	5,6	-14,2	-6,7
Dec.	104,1	9,9	94,1	97,5	54,1	99,3	53,5	14,2	-14,2	0,6	41,8	1,6
2022 Jan.	11,3	-5,2	16,5	63,8	78,9	65,5	6,5	25,8	35,7	10,9	-13,8	-1,3
Feb.	52,1	4,1	47,9	51,4	52,3	61,6	13,5	22,1	19,3	-2,6	2,6	-3,5
Mar.	28,6	5,9	22,7	79,0	54,8	41,1	25,6	28,4	17,4	-16,6	35,9	-11,8
Apr. ^(p)	0,9	0,4	-0,2	73,9	64,5	82,0	23,4	20,2	13,1	7,7	14,3	-4,9
Growth rates												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Q4	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Q1	10,1	0,8	11,9	4,3	4,4	4,6	3,5	4,5	9,1	-1,1	6,7	-1,7
2021 Nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,1	6,2
Dec.	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Jan.	10,8	0,1	13,0	4,3	4,5	4,6	3,8	4,4	7,4	11,5	4,5	0,9
Feb.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,7	4,8	3,9	4,4	8,9	11,1	4,5	-0,1
Mar.	10,1	0,8	11,9	4,3	4,4	4,6	3,5	4,5	9,1	-1,1	6,7	-1,7
Apr. ^(p)	9,3	0,3	11,1	4,8	4,9	5,3	4,5	4,4	10,8	3,8	7,9	-1,7

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans ⁴⁾					Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
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	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2021 Q2	4.730,9	4.852,0	831,7	969,3	2.929,9	6.255,4	6.514,4	694,1	4.852,6	708,7
Q3	4.769,9	4.884,9	834,3	971,1	2.964,4	6.316,1	6.574,4	696,6	4.914,4	705,0
Q4	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2022 Q1	4.917,7	4.892,1	911,5	1.002,4	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
2021 Nov.	4.815,9	4.928,1	869,1	979,3	2.967,5	6.365,0	6.620,5	702,5	4.956,9	705,6
Dec.	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2022 Jan.	4.874,9	4.851,1	891,3	1.000,9	2.982,7	6.415,2	6.616,4	697,5	5.011,3	706,4
Feb.	4.885,9	4.858,5	899,4	998,8	2.987,7	6.436,0	6.643,9	701,0	5.028,2	706,9
Mar.	4.917,7	4.892,1	911,5	1.002,4	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
Apr. ^(p)	4.944,2	4.919,0	924,5	1.012,0	3.007,6	6.490,8	6.696,6	702,2	5.082,1	706,6
Transactions										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,7	-1,3	2,9	175,1	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,1
2021 Q2	-18,0	-21,8	-57,5	-42,9	82,4	74,8	70,2	2,3	72,1	0,4
Q3	40,2	44,6	4,1	2,0	34,2	65,8	67,4	4,1	64,0	-2,3
Q4	98,5	127,6	55,9	37,2	5,5	60,4	70,9	6,5	55,7	-1,8
2022 Q1	45,6	48,3	18,9	-4,6	31,3	76,3	82,6	4,8	68,9	2,6
2021 Nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,1	24,2	4,7	18,8	-0,3
Dec.	53,5	78,9	21,5	28,5	3,6	14,2	23,9	-1,0	16,6	-1,4
2022 Jan.	6,5	5,3	0,2	-6,8	13,1	25,8	23,9	1,0	24,4	0,3
Feb.	13,5	15,3	8,7	-1,4	6,2	22,1	29,6	3,8	17,4	0,8
Mar.	25,6	27,7	10,0	3,5	12,0	28,4	29,1	0,0	27,0	1,4
Apr. ^(p)	23,4	25,1	11,8	7,6	4,1	20,2	24,8	1,8	18,5	-0,1
Growth rates										
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
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2021 Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
Q3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
Q4	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022 Q1	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
2021 Nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,1	1,6	5,5	-0,4
Dec.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022 Jan.	3,8	4,5	0,6	0,1	6,2	4,4	4,3	2,0	5,5	-0,4
Feb.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
Mar.	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
Apr. ^(p)	4,5	5,2	5,8	1,9	5,1	4,4	4,5	3,0	5,3	-0,2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2021 Q2	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
Q3	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,7	415,2	139,0	146,0
Q4	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 Q1	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
2021 Nov.	706,9	6.905,3	1.830,9	37,7	2.011,7	3.025,1	1.388,8	399,5	144,5	149,9
Dec.	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 Jan.	723,6	6.900,3	1.846,5	36,8	2.013,4	3.003,5	1.359,3	358,2	165,3	158,8
Feb.	731,5	6.882,4	1.836,6	36,5	2.007,6	3.001,8	1.375,0	345,1	166,0	159,4
Mar.	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
Apr. ^(p)	768,5	6.893,2	1.845,5	35,6	2.010,8	3.001,3	1.344,3	448,1	180,6	171,6
Transactions										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-33,2	-74,2	-5,0	-39,8	85,8	-121,0	-93,8	-11,3	-2,3
2021 Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,1	29,7	15,3	11,5
Q4	106,7	11,6	-13,3	-1,6	6,1	20,3	-71,2	27,2	-20,2	-9,2
2022 Q1	-53,2	-41,6	-18,1	-1,3	-31,3	9,1	-24,0	-177,9	34,0	34,7
2021 Nov.	-32,3	-12,1	-13,4	-0,5	0,8	1,0	-31,3	-63,6	4,6	2,2
Dec.	90,4	6,6	7,8	-0,6	-18,4	17,8	-37,5	26,6	-25,7	-13,1
2022 Jan.	-69,5	-7,8	-10,2	-0,3	5,0	-2,3	-2,5	-96,4	46,4	29,0
Feb.	7,9	-18,8	-10,2	-0,3	-6,3	-2,0	-8,6	-43,0	0,5	0,7
Mar.	8,4	-15,0	2,3	-0,7	-30,0	13,4	-12,9	-38,6	-12,9	5,0
Apr. ^(p)	28,1	32,4	-4,9	-0,2	0,1	37,4	-43,9	52,2	27,6	7,2
Growth rates										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 Q1	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 Nov.	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,5	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dec.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 Jan.	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,6	2,8	-	-	12,1	13,1
Feb.	6,2	-0,5	-4,4	-11,9	-0,7	2,4	-	-	14,0	14,3
Mar.	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
Apr. ^(p)	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,9	3,4	-	-	35,8	36,6

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

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

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						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions	Compensation of employees			Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,8
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 Q1	46,7	46,2	12,9	12,8	15,7	0,5	54,8	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
Q2	46,6	46,0	12,9	12,9	15,5	0,6	53,3	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
Q3	46,8	46,2	13,0	13,0	15,4	0,6	53,0	48,3	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7
Q4	47,4	46,7	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,3	4,8

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 curren- cies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 Q1	99,9	3,2	14,1	82,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,1	3,1	13,8	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,5	3,0	13,8	80,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95,6	3,0	13,6	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

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

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

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption			
	1											2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2021 Q1	14,7	13,2	5,1	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
Q2	14,5	13,2	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
Q3	14,6	13,3	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
Q4	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2021 Nov.	14,5	13,1	4,0	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
Dec.	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022 Jan.	14,2	12,9	4,9	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6	
Feb.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5	
Mar.	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4	
Apr.	14,2	12,9	4,4	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-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 (+)										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 Q1	-8,9	-5,6	-5,6	-5,7	-12,6	-11,3	-9,7	-10,1	-7,5	
Q2	-6,6	-4,9	-4,3	-4,4	-11,0	-8,4	-8,3	-8,9	-6,4	
Q3	-6,9	-4,2	-3,9	-3,3	-9,8	-7,8	-8,0	-8,0	-4,7	
Q4	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
Government debt										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,6	209,3	125,2	117,9	159,3	120,9	
Q2	113,7	69,6	19,6	59,2	207,5	122,7	114,4	155,6	111,4	
Q3	111,3	69,3	19,7	57,7	201,6	121,7	115,7	154,6	109,0	
Q4	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	113,3	150,8	103,6	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 Q1	-6,9	-7,3	-2,5	-9,2	-5,2	-10,8	-7,1	-8,3	-6,5	-6,4
Q2	-7,7	-5,4	-0,6	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,3	-5,0
Q3	-6,3	-3,5	-0,1	-8,1	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,8	-4,5
Q4	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
Government debt										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	138,9	85,0	59,8	69,7
Q2	43,2	44,6	26,1	58,9	54,1	86,2	135,3	80,1	61,1	68,7
Q3	43,4	45,1	25,3	56,6	52,5	84,2	130,6	79,7	61,2	68,0
Q4	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8

Source: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2022**

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 8. junij 2022.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-22-004-SL-N (pdf)