



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 4 / 2023



Vsebina

Vsebina	1
Ekonomska, finančna in denarna gibanja	3
1 Zunanje okolje	10
2 Gospodarska aktivnost	17
3 Cene in stroški	25
4 Gibanja na finančnih trgih	32
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	38
6 Javnofinančna gibanja	47
Okvirji	51
1 Ali sestava prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, vpliva na impulz potrošnji?	51
2 Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja	57
3 Kako je dobiček na enoto proizvoda prispeval k nedavni okrepitvi domačih cenovnih pritiskov v euroobmočju?	63
4 Gibanje razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo v euroobmočju od začetka pandemije	72
5 Pričakovanja podjetij glede prodajnih cen – podatki iz ankete SAFE	77
6 Velik upad finančnih tokov euroobmočja s tujino v letu 2022 – ugotovitve na podlagi podrobnejših statističnih podatkov o plačilni bilanci	82
7 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 8. februarja do 9. maja 2023	89
8 Razlike v inflaciji in konkurenčnosti med državami euroobmočja	95
Članek	100
The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area	100
Box 1 A comparison of economic developments in the euro area and the United States since the pandemic	108

Box 2 The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022	109
Box 3 A model-based assessment of the drivers of economic activity	116
Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Inflacija se znižuje, vendar bo predvidoma predolgo ostala previsoka. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija čimprej vrnila na 2-odstotni srednjeročni cilj. Zato je na seji 15. junija 2023 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk.

Zvišanje obrestnih mer odraža najnovejšo oceno Sveta ECB glede inflacijskih obetov, dinamike osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike. V junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se pričakuje, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 5,4% v letu 2023, 3,0% v letu 2024 in 2,2% v letu 2025. Kazalniki osnovnih cenovnih pritiskov ostajajo visoki, čeprav nekateri kažejo negotove znake umirjanja. Strokovnjaki so projekcije inflacije brez cen energentov in hrane popravili navzgor, zlasti za letošnje in naslednje leto, in sicer zaradi preteklih presenetljivo visokih števil in posledic, ki jih ima močan trg dela za hitrost dezinflacije. Sedaj pričakujejo, da bo znašala 5,1% v letu 2023, nato pa naj bi se znižala na 3,0% v letu 2024 in 2,3% v letu 2025. Strokovnjaki so projekcije gospodarske rasti za letošnje in prihodnje leto rahlo popravili navzdol. Sedaj pričakujejo, da bo gospodarska rast znašala 0,9% v letu 2023, 1,5% v letu 2024 in 1,6% v letu 2025.

Obenem se pretekli dvigi obrestnih mer s strani Sveta ECB intenzivno prenašajo na pogoje financiranja ter postopoma vplivajo na celotno gospodarstvo. Stroški zadolževanja so se strmo zvišali, rast posojil pa se upočasnjuje. Strožji pogoji financiranja so eden od glavnih razlogov, zakaj se bo inflacija predvidoma nadalje zniževala v smeri ciljne ravni, saj bodo po pričakovanjih vse bolj zavirali povpraševanje.

Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB dosegle raven, ki je dovolj restriktivna, da se bo inflacija čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%, in bo obrestne mere na tej ravni ohranjal tako dolgo, kot bo potrebno. O ustrezni ravni in trajanju zaostrovanja se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah tudi v prihodnje izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike.

Svet ECB je potrdil, da se bo ponovno investiranje v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) končalo julija 2023.

Gospodarska aktivnost

Svetovno gospodarstvo je letošnje leto začelo v boljšem stanju kot v zadnjem četrtnetju 2022 zaradi ponovnega odpiranja kitajskega gospodarstva in odpornosti trga dela v ZDA. Svetovno gospodarsko aktivnost je spodbujal predvsem storitveni sektor, medtem ko ostaja obseg proizvodnje v predelovalnih dejavnostih razmeroma umirjen. Izpad zaradi težav v ameriškem bančnem sektorju na začetku marca je povzročil kratko obdobje akutnega stresa na svetovnih finančnih trgih. Od takrat je večina cen finančnega premoženja nadoknadila izgube, zabeležene v tem obdobju, medtem ko so udeleženci na finančnem trgu navzdol popravili tudi pričakovanja glede prihodnjega zaostrovanja denarne politike s strani ameriške centralne banke. Vseeno vztrajna negotovost dodatno prispeva k dejavnikom, ki zavirajo svetovno gospodarsko rast, med katerimi so visoka inflacija, zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja in geopolitične napetosti. Zaradi tega ostajajo obeti za svetovno gospodarsko rast in inflacijo v junijskih projekcijah večinoma nespremenjeni v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje. Majhen popravek svetovne rasti navzgor v letu 2023 je povezan predvsem z močnejšim okrevanjem povpraševanja na Kitajskem od pričakovanega v prvem četrtnetju letošnjega leta, ki ga je deloma odtehtal neugoden vpliv strožjih pogojev financiranja in kreditiranja v ZDA in drugih razvitih gospodarstvih. Inflacijski obeti za leto 2024 so bili zaradi pomanjkanje ustrezne delovne sile in še vedno visoke rasti plač v razvitih gospodarstvih popravljeni rahlo navzgor, medtem ko je mogoče manjši popravek navzdol za leto 2023 pojasniti z nižjimi cenami primarnih surovin. Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos rasla veliko počasneje kot realni BDP, saj je sestava svetovnega povpraševanja postala manj trgovinsko intenzivna. Obeti za svetovno trgovinsko menjavo so bili za leto 2023 popravljeni navzdol, čeprav predvsem zaradi precejšnjih negativnih učinkov prenosa iz zadnjega četrtnetja 2022 in slabih rezultatov v glavnih gospodarstvih v prvem četrtnetju.

Gospodarstvo v euroobmočju je v zadnjih mesecih stagniralo. Enako kot v zadnjem četrtnetju lanskega leta se je v prvem četrtnetju 2023 skrčilo za 0,1%, in sicer zaradi zmanjšanja zasebne in javne potrošnje. Gospodarska rast bo kratkoročno najverjetneje ostala šibka, vendar naj bi se tekom leta krepila, ko se bo inflacija zniževala in bodo motnje na strani ponudbe še naprej popuščale. Razmere v posameznih gospodarskih sektorjih so različne: predelovalne dejavnosti še naprej slabijo, kar je deloma posledica manjšega svetovnega povpraševanja in ostrejših pogojev financiranja v euroobmočju, medtem ko storitvene dejavnosti ostajajo odporne.

Trg dela je še naprej močan. V prvem četrtnetju letošnjega leta je bilo ustvarjenih skoraj milijon novih delovnih mest, stopnja brezposelnosti pa je aprila znašala 6,5%, kar je zgodovinsko nizka raven. Povečalo se je tudi povprečno število opravljenih delovnih ur, čeprav še vedno ostaja nekoliko pod ravnijo izpred pandemije.

Po junijskih projekcijah bo gospodarstvo v prihodnjih četrtnetjih po pričakovanjih zopet beležilo rast, ko se bodo cene energentov umirile, zunanje povpraševanje okrepilo in ozka grla v dobavnih verigah popustila, kar bo podjetjem omogočilo, da še naprej izpolnjujejo zaostala naročila, in ko se bo negotovost – vključno v zvezi z

nedavnimi pretresi v bančnem sektorju – še naprej zmanjševala. Poleg tega naj bi se realni dohodki ob podpori močnega trga dela izboljšali, brezposelnost pa naj bi v obdobju projekcij dosegla nove zgodovinsko nizke ravni. Zaostrovanje denarne politike ECB se bo vse bolj prenašalo v realno gospodarstvo. To bo skupaj s postopnim umikanjem javnofinančne podpore v srednjeročnem obdobju zaviralo gospodarsko rast. Gledano v celoti se bo povprečna letna realna rast BDP po pričakovanjih v letu 2023 upočasnila na 0,9% (s 3,5% v letu 2022), nato pa se bo okrepila na 1,5% v letu 2024 in na 1,6% v letu 2025. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila napoved rasti BDP za leti 2023 in 2024 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, kar je predvsem posledica strožjih pogojev financiranja. Rast BDP v letu 2025 pa ostaja nespremenjena, saj se bodo ti učinki predvidoma deloma izravnali z višjim realnim razpoložljivim dohodkom in manjšo negotovostjo.

Javnofinančni obeti v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij izboljšali. Po precejšnjem zmanjšanju leta 2022 naj bi se proračunski primanjkljaj v euroobmočju v obdobju 2023–2024 še naprej zmanjševal s počasnejšo dinamiko, v letu 2025 pa le skromno (na 2,5% BDP). Zmanjšanje proračunskega salda ob koncu obdobja projekcij v primerjavi z letom 2022 je mogoče pojasniti z izboljšanjem ciklično prilagojenega primarnega salda in v manjši meri z boljšo ciklično javnofinančno komponento, medtem ko naj bi se plačila obresti kot delež v BDP v obdobju projekcij postopno povečevala. Javni dolg v euroobmočju se bo po projekcijah še naprej zmanjševal, čeprav po letu 2022 počasneje, in naj bi do leta 2025 dosegel 87,3% BDP. To je predvsem posledica negativne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki naj bi več kot odtehtala vztrajni primarni primanjkljaj. Kljub temu se pričakuje, da bosta tako stopnja primanjkljaja kot tudi stopnja javnega dolga v letu 2025 ostala nad ravnmi pred pandemijo. V primerjavi z marčnimi projekcijami ostaja proračunski saldo ob koncu obdobja projekcij približno nespremenjen, medtem ko je bil delež javnega dolga za obdobje 2023–2025 nekoliko popravljen navzgor predvsem zaradi manj ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Ker energetska kriza popušča, bi morale vlade hitro in usklajeno odpraviti protikrizne ukrepe pomoči, da preprečijo krepitev srednjeročnih inflacijskih pritiskov, ki bi terjali močnejši odziv denarne politike. Javnofinančne politike bi morale biti oblikovane tako, da povečajo produktivnost gospodarstva v euroobmočju in postopno zmanjšajo visok javni dolg. K zmanjševanju cenovnih pritiskov v srednjeročnem obdobju lahko prispevajo tudi politike, katerih cilj je povečati ponudbene zmogljivosti v euroobmočju, zlasti v energetskega sektorju. Reformo okvira ekonomskega upravljanja v EU bi bilo treba kmalu zaključiti.

Inflacija

Inflacija se je po Eurostatovi prvi oceni nadalje znižala s 7,0% v aprilu na 6,1% v maju. Znižanje je bilo zabeleženo v vseh skupinah. Inflacija v skupini energentov, ki se je aprila zvišala, je zopet sledila trendu zniževanja in je maja postala negativna. Inflacija v skupini hrane je zopet upadla, vendar je ostala visoka na 12,5-odstotni ravni.

Inflacija brez cen energentov in hrane se je maja že drugi mesec zapored znižala, in sicer z aprilskih 5,6% na 5,3%. Inflacija v skupini blaga se je nadalje znižala s 6,2% v aprilu na 5,8% v maju. Inflacija v skupini storitev pa se je po več mesecih prvič znižala, in sicer s 5,2% na 5,0%. Kazalniki osnovnih cenovnih pritiskov ostajajo visoki, čeprav nekateri kažejo negotove znake umirjanja.

Cene v celotnem gospodarstvu še vedno potiska navzgor pretekla rast energetskih stroškov. Inflacijo navzgor potiska tudi med pandemijo zavrtlo povpraševanje, potem ko se je gospodarstvo začelo ponovno odpirati, zlasti v storitvenih dejavnostih. Plačni pritiski, ki so sicer deloma posledica enkratnih plačil, postajajo vse bolj pomemben vir inflacije. Sredstva za zaposlene na zaposlenega so se v prvem četrletju letošnjega leta povečala za 5,2%, dogovorjene plače pa za 4,3%. Poleg tega so podjetja v nekaterih sektorjih lahko ohranjala relativno visoko raven dobičkov, zlasti tam, kjer je povpraševanje presegalo ponudbo. Čeprav je večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj trenutno na ravni okrog dveh odstotkov, so nekateri kazalniki ostali povišani in jih je treba natančno spremljati.

Ker naj bi inflacija v skupini energentov tekom leta 2023 postajala vse bolj negativna, inflacija v skupini hrane pa naj bi se hitro umirjala, se po junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosystema pričakuje, da se bo skupna inflacija še naprej zniževala in v zadnjem četrletju leta znašala okrog 3%. Vseeno bo inflacija brez energentov in hrane v bližnji prihodnosti predvidoma višja od skupne inflacije in bo na tej ravni ostala do začetka leta 2024, vendar se bo od druge polovice letošnjega leta postopno zniževala. Ko bodo posredni učinki, ki izhajajo iz preteklih energetskih cenovnih šokov in drugih cenovnih pritiskov iz proizvodne verige, postopoma popuščali, kar bo prispevalo k pričakovanemu znižanju, bodo stroški dela postali glavno gonilo inflacije brez energentov in hrane. Rast plač bo v večini obdobja projekcij predvidoma ostala več kot dvakrat višja od zgodovinskega povprečja, in sicer zaradi kompenziranja inflacije, pomanjkanja ustrezne delovne sile ter zviševanja minimalne plače. Vseeno naj bi profitne marže, ki so se leta 2022 opazno povečale, delno absorbirale te stroške v srednjeročnem obdobju. Poleg tega bo denarna politika v prihodnjih letih predvidoma nadalje zavirala osnovno inflacijo. Gledano v celoti bo skupna inflacija po projekcijah upadla z 8,4% v letu 2022 v povprečju na 5,4% v letu 2023, 3,0% v letu 2024 in 2,2% v letu 2025. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila skupna inflacija za celotno obdobje projekcij popravljena rahlo navzgor. To je predvsem posledica precejšnjega popravka navzgor pri inflaciji brez energentov in hrane, kar je rezultat popravkov zaradi nedavne inflacije, ki je bila višja od pričakovane, in zaradi nekoliko višjih stroškov dela na enoto proizvoda, kar več kot odtehta predpostavljene nižje cene energentov in strožje pogoje financiranja.

Ocena tveganj

Svet ECB ocenjuje, da obeti za gospodarsko rast in inflacijo ostajajo zelo negotovi. Med tveganji, da bo gospodarska rast nižja, sta ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in povečanje širših geopolitičnih napetosti, kar bi lahko povzročilo fragmentacijo svetovne trgovinske menjave in tako zaviralo gospodarstvo v

euroobmočju. Rast bi bila lahko nižja tudi v primeru, da bodo učinki denarne politike intenzivnejši, kot se predvideva. Ponovne napetosti na finančnih trgih bi lahko privedle do še ostrejših pogojev financiranja od pričakovanih ter tako oslabile zaupanje. Gospodarsko aktivnost v euroobmočju bi lahko nadalje zavrta tudi šibkejša rast svetovnega gospodarstva. Rast pa bi bila lahko višja od napovedane, če bosta močan trg dela in vse manjša negotovost prispevala k povečanju zaupanja med prebivalstvom in podjetji, ki bi tako trošili več.

Med tveganji, da bo inflacija višja, so morebitni ponovni pritiski na rast energetskih in prehranskih stroškov, kar je povezano tudi z rusko vojno proti Ukrajini. Inflacija bi se lahko zvišala tudi, če bi se inflacijska pričakovanja trajno zvišala nad ciljno raven Sveta ECB ali če bi se plače ali profitne marže zvišale bolj, kot je pričakovano. Ti trije dejavniki bi inflacijo lahko zviševali tudi na srednji rok. K tveganjem, da bo inflacija višja, so prispevali tudi zadnji plačni dogovori v številnih državah. Nasprotno pa bi se zaradi obnovljenih napetosti na finančnih trgih inflacija lahko znižala hitreje, kot je pričakovano. Šibkejše povpraševanje, na primer zaradi intenzivnejše transmisije denarne politike, bi ravno tako lahko povzročilo popuščanje cenovnih pritiskov, zlasti na srednji rok. Poleg tega bi se lahko inflacija znižala hitreje, če bi se vse nižje cene energentov in manjša rast cen hrane hitreje prenesle na cene drugih izdelkov in storitev, kot se trenutno pričakuje.

Finančne in denarne razmere

Zaostrovanje denarne politike se še naprej kaže v netveganih obrestnih merah in splošnih pogojih financiranja. Pogoji financiranja za banke so se zaostri, medtem ko postajajo posojila za podjetja in gospodinjstva dražja. Aprila so posojilne obrestne mere dosegle najvišjo raven v več kot desetih letih ter so znašale 4,4% za posojila podjetjem in 3,4% za hipotekarna posojila.

Višji stroški zadolževanja so skupaj z bolj zaostrenimi pogoji v ponudbi posojil in nižjim povpraševanjem po posojilih nadalje oslabili kreditno dinamiko. Medletna rast posojil podjetjem se je aprila zopet zmanjšala, in sicer na 4,6%. Medmesečne spremembe so vse od novembra 2022 v povprečju negativne. Medletna rast posojil gospodinjstvom je aprila znašala 2,5%, medmesečna rast pa se je le malenkostno povečala. Šibko bančno posojanje in zmanjševanje Eurosistemove bilance stanja sta povzročili nadaljnji upad medletne rasti širokega denarja, ki je aprila znašala 1,9%. Medmesečne spremembe v širokem denarnem agregatu so od decembra negativne.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Obeti glede finančne stabilnosti so od zadnje ocene, ki je bila opravljena decembra 2022, ostali neugodni. S strožjimi pogoji financiranja se zvišujejo stroški financiranja za banke in kreditno tveganje v zvezi z neodplačanimi posojili. Ti dejavniki bi lahko skupaj z nedavnimi napetostmi v ameriškem bančnem sistemu povzročili sistemski stres in kratkoročno oslabili gospodarsko rast. Še en dejavnik, ki spodjeda odpornost finančnega sektorja, je upad na nepremičninskih trgih, ki bi ga lahko še stopnjevali višji stroški zadolževanja in rast brezposelnosti. Obenem imajo banke v euroobmočju močno kapitalsko in

likvidnostno pozicijo, kar zmanjšuje tveganja v zvezi s finančno stabilnostjo. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na seji 15. junija 2023 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk. Tako se je obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja zvišala na 4,00%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 4,25%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa na 3,50%. Nove obrestne mere so začele veljati 21. junija 2023.

Portfelj v okviru programa APP se zmanjšuje postopno in predvidljivo, saj Eurosistem ne investira ponovno vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. Zmanjšanje bo do konca junija 2023 v povprečju znašalo 15 milijard EUR na mesec. Svet ECB bo ponovno investiranje v okviru programa APP končal julija 2023.

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

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

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

Zaključek

Inflacija se znižuje, vendar bo predvidoma predolgo ostala previsoka. Svet ECB je zato na seji 15. junija 2023 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk v skladu z odločenostjo, da zagotovi čimprejšnjo vrnitev inflacije na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem obdobju.

Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB dosegle raven, ki je dovolj restriktivna, da se bo inflacija čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%, in bo obrestne mere na tej ravni ohranjal tako dolgo, kot bo potrebno. O ustrezni ravni in trajanju zaostrovanja se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah tudi v prihodnje izhajal iz svoje ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike.

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

1 Zunanje okolje

Svetovno gospodarstvo je letošnje leto zaradi ponovnega odpiranja kitajskega gospodarstva in odpornosti ameriškega trga dela začelo v boljšem stanju, kot je bilo v zadnjem četrletju lani. Svetovno aktivnost je poganjal predvsem storitveni sektor, medtem ko predelovalne dejavnosti ostajajo razmeroma šibke. Težave v ameriškem bančnem sektorju v začetku marca so povzročile kratko obdobje akutnega stresa na svetovnih finančnih trgih. Od takrat je večina cen finančnega premoženja nadoknadila nastale izgube, udeleženci na finančnem trgu pa so navzdol popravili tudi pričakovanja glede prihodnjega zaostrovanja ameriške denarne politike. Vseeno vztrajna negotovost dodatno zavira svetovno gospodarsko rast, ki jo upočasnjujejo že visoka inflacija, zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja in geopolitične napetosti. Zaradi tega so obeti za svetovno gospodarsko rast in inflacijo v junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema ostali večinoma nespremenjeni glede na marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB. Majhen popravek svetovne rasti navzgor za leto 2023 je povezan predvsem z okrevanjem povpraševanja na Kitajskem, ki je bilo v letošnjem prvem četrletju močnejše od pričakovanega in je deloma izravnalo neugoden vpliv zahtevnejših pogojev financiranja in kreditiranja v ZDA in drugih razvitih gospodarstvih. Inflacijski obeti so bili za leto 2024 popravljani rahlo navzgor zaradi pomanjkanje ustrezne delovne sile in še vedno visoke rasti plač v razvitih gospodarstvih. Za leto 2023 je majhen popravek napovedane inflacije navzdol mogoče pojasniti z nižjimi cenami surovin. Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos rasla veliko počasneje kot realni BDP, saj je sestava svetovnega povpraševanja postala manj trgovinsko intenzivna. Obeti za svetovno trgovinsko menjavo v letu 2023 so bili popravljani navzdol, čeprav predvsem zaradi precejšnjih negativnih učinkov prenosa iz četrtega četrletja 2022 in slabih rezultatov v prvem četrletju v glavnih gospodarstvih.

Svetovno gospodarstvo je letošnje leto zaradi ponovnega odpiranja kitajskega gospodarstva in odpornosti ameriškega trga dela začelo v boljšem stanju, kot je bilo v zadnjem lanskem četrletju. Podatki iz teh dveh držav so od začetka leta boljši od pričakovanj. K temu je prispevalo zlasti hitrejše in močnejše okrevanje povpraševanja na Kitajskem, saj so se motnje, povezane s pandemijo, izkazale za kratkotrajne. V ZDA močan trg dela, ki ostaja odporen kljub precejšnjemu zaostrovanju denarne politike, podpira povpraševanje potrošnikov. Aktivnost je poganjal predvsem storitveni sektor, medtem ko predelovalne dejavnosti ostajajo razmeroma šibke (graf 1). Svetovna gospodarska rast se je v prvem četrletju po ocenah okrepila na 0,9%, potem ko je četrletje prej znašala 0,5%, in je bila za 0,2 odstotne točke višja od marčnih projekcij.¹

¹ Ker v tem delu obravnavamo gibanja v svetovnem okolju, je euroobmočje izključeno iz vseh svetovnih in/ali globalnih agregatnih gospodarskih kazalnikov.

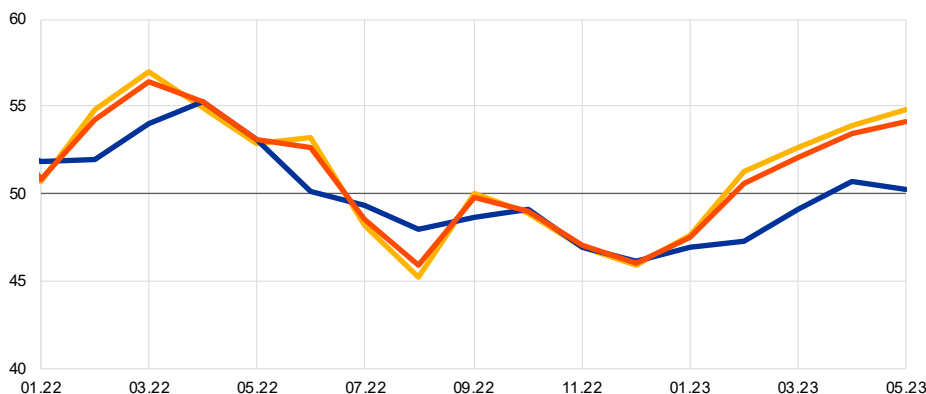
Graf 1

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

a) Razvita gospodarstva (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)

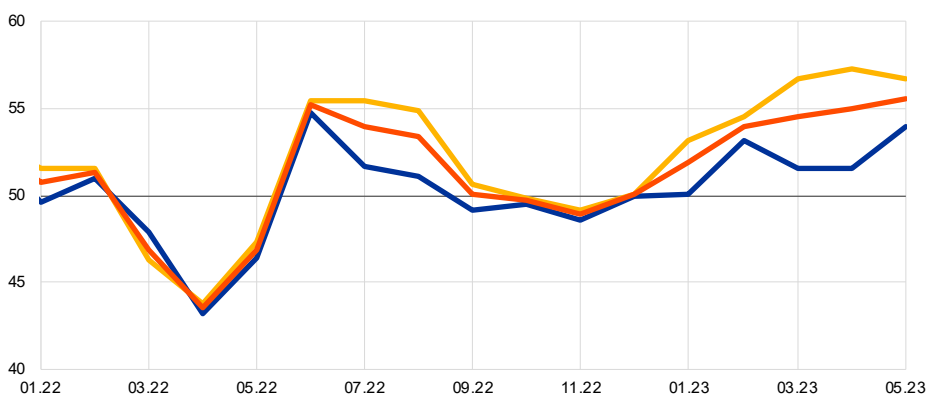
— storitve
— predelovalne dejavnosti
— skupaj



b) Nastajajoča tržna gospodarstva

(indeksi razpršitve)

— storitve
— predelovalne dejavnosti
— skupaj



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki so za maj 2023.

Čeprav so akutne napetosti na svetovnih finančnih trgih, ki so jih sprožili pretresi v ameriškem bančnem sektorju, popustile, je negotovost še vedno velika. Težave v ameriškem bančnem sektorju v začetku marca so povzročile kratko obdobje akutnega stresa na svetovnih finančnih trgih. Od takrat je večina razredov finančnega premoženja, z izjemo delnic finančnega sektorja, nadoknadila nastale izgube, udeleženci na finančnih trgih pa so navzdol popravili tudi pričakovanja o prihodnjem zaostrovanju ameriške denarne politike. Velika negotovost glede dogajanj v ameriškem bančnem sektorju dodatno upočasnjuje svetovno gospodarsko rast, ki jo zavirajo že visoka inflacija, zaostrovanje pogojev financiranja in povečana geopolitična negotovost. Novejši podatki tako kažejo, da svetovna gospodarska rast v zadnjem času izgublja zagon.

Obeti za svetovno gospodarsko rast in inflacijo so v primerjavi z marčnimi projekcijami večinoma nespremenjeni.

Svetovno gospodarstvo naj bi tako letos in prihodnje leto obakrat zraslo za 3,1%, nato pa naj bi se rast leta 2025 malenkostno pospešila na 3,3%. Za leto 2023 je bila rast popravljena rahlo navzgor (za 0,1 odstotne točke), za leto 2024 rahlo navzdol (za 0,1 odstotne točke), za leto 2025 pa je ostala nespremenjena. Glavni razlog za popravek navzgor v letu 2023 je okrevanje povpraševanja na Kitajskem, ki je bilo v prvem letošnjem četrtletju močnejše od pričakovanega. Po drugi strani so bili za bližnjo prihodnost obeti za svetovno gospodarsko rast popravljene rahlo navzdol. Popravek navzdol za leto 2024 je povezan s strožimi pogoji financiranja in kreditiranja v ZDA in drugih razvitih gospodarstvih.

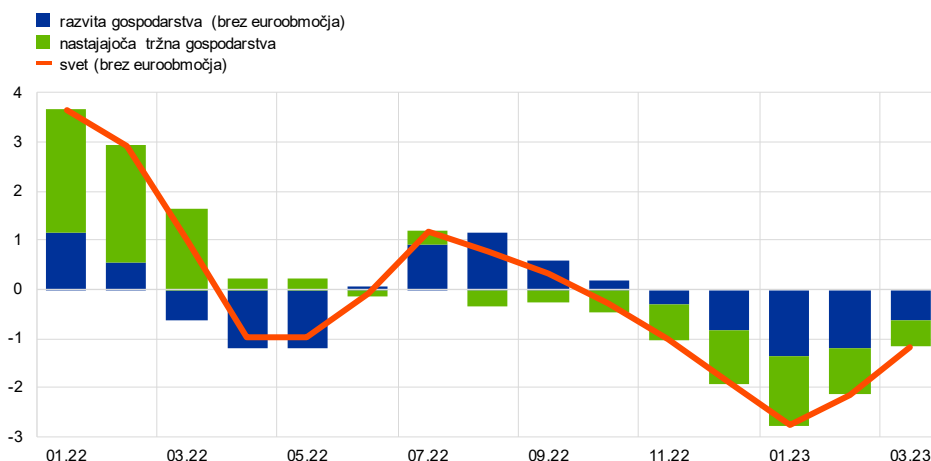
Ker svetovno gospodarsko aktivnost poganjajo predvsem storitvene dejavnosti, ki so trgovinsko manj intenzivne kot predelovalni sektor, je svetovna trgovinska menjava še vedno šibka.

Slabitev povezave med aktivnostjo in trgovino je mogoče pojasniti s tremi med seboj povezanimi komponentami: aktivnost namreč poganjajo nastajajoča tržna gospodarstva, ki so trgovinsko manj intenzivna, potrošnja in storitve. Negativni učinki te kombinacije bodo svetovno trgovinsko menjavo predvidoma zavirali v bližnji prihodnosti, zatem pa naj bi postopno izginili. Po drugi strani bodo svetovno trgovino predvidoma podpirali pričakovana krepitev povpraševanja po tržljivih storitvah, kot je turizem, ki po pandemiji še naprej okreva, nadaljnje popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah in normalizacija svetovnega cikla zalog. Najnovejši podatki in ocene tako kažejo, da je zagon rasti svetovne blagovne menjave že postal manj negativen in se bo v prihodnje predvidoma postopno izboljševal (graf 2).

Graf 2

Zagon blagovne menjave

(realni uvoz, 3-mesečne spremembe glede na prejšnje 3 mesece v odstotkih)



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

Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos rasla veliko počasneje kot realni BDP, saj je sestava svetovnega povpraševanja postala manj trgovinsko intenzivna. Svetovni uvoz naj bi se v letu 2023 tako povečal za 1,3%, kar je zelo počasna rast tako v primerjavi z dolgoročnim povprečjem (4,8%) kot tudi v

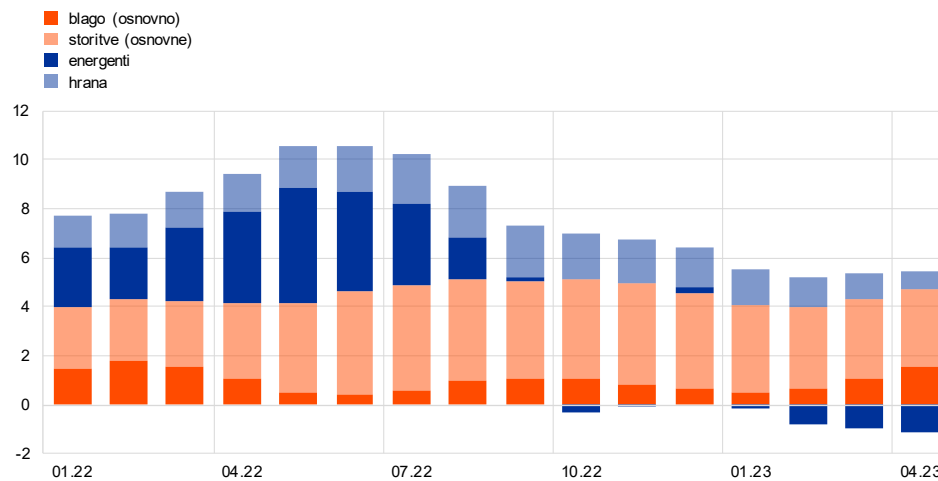
primerjavi s svetovno rastjo. V letih 2024 in 2025 se bo svetovna trgovinska menjava predvidoma obakrat povečala za 3,4%. Implicitna elastičnost trgovinske menjave, tj. razmerje med svetovno realno rastjo uvoza in svetovno realno rastjo BDP, je v obdobju projekcij blizu vrednosti 1. To je skladno z elastičnostjo trgovine v desetletju pred pandemijo, a veliko manj kot v obdobju pandemije. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo predvidoma gibalo podobno, saj naj bi se letos povečalo za 0,5%, v letih 2024 in 2025 pa bistveno močneje po stopnji 3,1%. Projekcije za svetovno trgovinsko menjavo in zunanje povpraševanje euroobmočja so bile za letos popravljene navzdol, in sicer predvsem zaradi precejšnjih negativnih učinkov prenosa rasti trgovine v četrtem četrtletju 2022, ki je bila šibkejša od pričakovane, in tudi zaradi počasnejše rasti v večjih gospodarstvih v letošnjem prvem četrtletju. Za preostalo obravnavano obdobje so napovedi trgovinske menjave večinoma skladne z marčnimi projekcijami.

Osnovni inflacijski pritiski v svetovnem gospodarstvu ostajajo močni, medtem ko energenti in hrana še vedno znižujejo skupno inflacijo. Skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je v državah OECD aprila v primerjavi s prejšnjim mesecem znižala s 7,7% na 7,4%. Medtem ko se skupna inflacija zaradi nižje inflacije v skupinah energentov in hrane še naprej znižuje, je osnovna inflacija ostala približno stabilna na ravni 7,1%. Njen zagon, merjen s 3-mesečnimi odstotnimi spremembami na letni ravni, se je še naprej počasi povečeval (graf 3, rdeči in oranžni stolpci). To lahko pomeni, da osnovni cenovni pritiski v svetovnem gospodarstvu ostajajo močni. Tudi če se bodo cene tržnega blaga še naprej normalizirale zaradi popuščenja motenj v dobavi in zniževanja cen ladijskega prevoza, bo inflacija verjetno ostala visoka zaradi vztrajnejše storitvene komponente, ki je posledica pomanjkanja delovne sile in visoke rasti plač, zlasti v razvitih gospodarstvih. Rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja (v nacionalnih valutah) se od najvišje vrednosti, dosežene v drugem četrtletju 2022, hitro zmanjšuje zaradi negativnih baznih učinkov pri cenah surovin. V bližnji prihodnosti se bo rast teh cen verjetno še naprej upočasnjevala v skladu s predpostavljenim gibanjem tehničnih predpostavk. Cene konkurentov bodo v preostanku obdobja projekcij predvidoma rasle po stopnjah, ki so bolj skladne z zgodovinskim povprečjem, saj bodo močni domači in tuji pritiski iz proizvodne verige predvidoma popuščali.

Graf 3

Zagon skupne inflacije v državah OEC

(trimesečne spremembe glede na prejšnje 3 mesece na letni ravni v odstotkih)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: Prispevki skupin k zagonu skupne inflacije v državah OECD, predstavljeni v grafu, so izračunani od spodaj navzgor iz razpoložljivih podatkov za posamezne države, ki skupaj predstavljajo 84% agregata OECD. Inflacija v skupini osnovnega blaga je izračunana kot prispevek vsega blaga minus prispevek energentov in hrane. Zadnji podatki so za april 2023.

Cena surove nafte je nižja kot v marčnih projekcijah, saj je zaskrbljenost glede svetovne rasti odtehtala zmanjšanje proizvodnje v državah članicah OPEC+.

Povpraševanje po nafti v državah OECD je bilo v prvem četrtletju šibkejše, kot je v začetku leta napovedala Mednarodna agencija za energijo (IEA). Poleg tega je bila ruska proizvodnja nafte večja, kot je bilo pričakovano. Čeprav je šla večina ruske surove nafte na Kitajsko ter v Indijo in Turčijo, je pomagala ublažiti vpliv močnejšega povpraševanja iz Kitajske na svetovne cene po ponovnem odprtju kitajskega gospodarstva. K navzdol usmerjenim pritiskom na cene nafte je prispevala tudi zaskrbljenost glede obetov za svetovno gospodarsko rast spričo dogajanj v ameriškem bančnem sektorju. Evropske cene plina so se še dodatno znižale na ravni, ki so bile bližje povprečju pred pandemijo. Zaradi vztrajno nizke porabe in uspešne nadomestitve ruskega plina je Evropska unija vstopila v sezono polnjenja zalog z zgodovinsko visokimi stopnjami napolnjenosti na ravni 55%. Poleg tega je EU do konca marca 2024 podaljšala načrt varčevanja s plinom, po katerem morajo države članice zmanjšati porabo plina za 15% glede na povprečje obdobja 2017–2021. To pomeni, da bo EU tudi brez uvoza plina iz Rusije najverjetneje dosegla cilj 90-odstotne napolnjenosti skladišč pred naslednjo ogrevalni sezono, ki se začne novembra, in da ji od drugih dobaviteljev ne bo treba uvoziti toliko plina kot lani.

Svetovni pogoji financiranja so se rahlo zaostрили tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Svetovno doje manjše tveganje se je po kratkem obdobju akutnega stresa, ki ga je sprožil propad Silicon Valley Bank na začetku marca, sicer v zadnjem času stabiliziralo, vendar negotovost ostaja velika. V ZDA so se pogoji financiranja od marčnih projekcij zaostрили predvsem zaradi večjih razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, nekoliko pa je prispevala tudi večja kratkoročna donosnost. Na splošno so svetovni finančni trgi previdno optimistični, čeprav še vedno nekoliko negotovi. Tržna pričakovanja glede zaostrovanja ameriške denarne

politike so se nekoliko okrepila, saj je akutni stres v ameriškem bančnem sektorju popustil, vseeno pa ostajajo pod ravnjo iz začetka marca.

V ZDA se bo realna rast BDP v prvi polovici letošnjega leta predvidoma upočasnila, kasneje pa naj bi sledilo šibko okrevanje. Rast potrošnje gospodinjstev bo zaradi odpornega trga dela verjetno ostala pozitivna. Zaradi zaostrovanja pogojev financiranja so se zmanjšale nestanovanjske naložbe, ki bodo po sedanjih pričakovanjih upadale še celo leto 2023. Zaradi še vedno prisotne negotovosti se bodo posojilni standardi predvidoma še zaostрили, kar bo dodatno zaviralo rast. Sporazum o začasni odpravi zgornje meje ameriškega dolga do januarja 2025 je nekoliko ublažil negotovost na finančnih trgih. S sporazumom se nekoliko zmanjšujejo neobrambni izdatki, medtem ko so izdatki za obrambo ter socialno varnost in zdravstvo ostali nedotaknjeni. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, je aprila znašala 4,9%, osnovna inflacija pa s 5,5% ostaja visoka in vztrajna. Glavni razlog za vztrajanje inflacije so storitve zaradi lepljivosti cen stanovanjskih storitev in počasnega upadanja močne rasti plač. Poleg tega se je že drugi mesec zapored ponovno okrepila inflacija v skupini osnovnega blaga, saj so se cene novih vozil precej zvišale, prispevek rabljenih vozil in tovornjakov pa je bil manj negativen kot v prejšnjih mesecih.

Okrevanje na Kitajskem, ki ga poganja potrošnja, se nadaljuje, vendar se zdi, da izgublja zagon. Zasebna potrošnja je po ponovnem odpiranju gospodarstva sprva hitro okrevala, v drugem četrtletju pa okrevanje izgublja zagon, poleg tega pa se hitrejša rast, ki jo poganjajo storitvene dejavnosti in potrošnja, ne preliva v predelovalne dejavnosti. PMI za storitveni sektor kaže na močno rast, medtem ko je PMI za predelovalne dejavnosti rahlo upadel v območje krčenja. Prodaja v trgovini na drobno se je aprila medletno močno povečala, vendar je to povečanje predvsem posledica nizke primerjalne osnove zaradi obsežnih omejitev gibanja v Šanghaju v lanskem letu. Rast prodaje v trgovini na drobno se je upočasnila in visokofrekvenčni podatki kažejo, da se je ta trend nadaljeval tudi v maju. Na stanovanjskem trgu se je aktivnost po prvih znakih okrevanja ponovno upočasnila. Stanovanjske naložbe so se močno zmanjšale, prodaja stanovanj, ki je do marca na medletni ravni skoraj prenehala upadati, pa se je spet upočasnila. Vztrajna šibkost stanovanjskega trga še naprej zavira gospodarstvo. Rast cen stanovanj se je aprila upočasnila, kar je slabilo zaupanje potrošnikov. Skupna medletna inflacija je aprila upadla na 0,1%, kar je najnižja vrednost v skoraj dveh letih. K upočasnitvi je največ prispeval strm upad v skupinah hrane in energentov. Osnovna inflacija (brez hrane in energentov) je ostala stabilna na ravni 0,7%.

Na Japonskem se bo gospodarska aktivnost po pričakovanjih še naprej počasi krepila, rast pa bosta podpirala med pandemijo zadržano povpraševanje in nadaljnja podpora ekonomskih politik. Realni BDP se je v prvem četrtletju 2023 povečal zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva in bo predvidoma še naprej zmerno naraščal. Indeks PMI za storitvene dejavnosti se je maja še nadalje zvišal na zelo visoke ravni. Kot ključni dejavnik močne rasti v tem sektorju so podjetja navajala pojevanje motenj, povezanih s koronavirusom (COVID-19), ter ponovni zagon domačega in tujega turizma. Po drugi strani je aktivnost v predelovalnih dejavnostih ostaja upočasnjena. Inflacija je aprila ostala razmeroma visoka, saj se je skupna

inflacija po indeksu CPI povečala na 3,5%. Še naprej se je povečevala tudi osnovna inflacija (brez hrane in energentov), ki je znašala 2,5%. Najnovejši kazalniki vsakoletnih spomladanskih pogajanj o plačah še naprej kažejo na precejšnjo rast plač glede na dolgoročno povprečje.

V Združenem kraljestvu se bo gospodarstvo kljub vztrajnim zaviralnim dejavnikom v letu 2023 očitno izognilo recesiji. Glavni zaviralni dejavniki so še vedno visoke cene življenjskih potrebščin, ki zmanjšujejo razpoložljivi dohodek, zviševanje stroškov izposojanja in korekcija na stanovanjskem trgu. Čeprav so obeti za rast v bližnji prihodnosti manj neugodni, kot je bilo sprva pričakovano, se gospodarska aktivnost predvidoma ne bo bistveno spremenila. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, je v četrtem četrtletju 2022 dosegla vrh in je bila za letos popravljena močno navzdol glede na marčne projekcije, saj je bilo jamstvo za cene energentov, vključeno v spomladanski proračun, podaljšano. Kljub temu bo skupna inflacija predvidoma ostala visoka, saj pomanjkanje ustrezne delovne sile in močni plačni pritiski prispevajo k vztrajnosti domače inflacije.

2 Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo euroobmočja v zadnjih mesecih stagnira. Tako kot v zadnjem četrtnetju lani se je v prvem četrtnetju 2023 ob upadu zasebne in javne potrošnje skrčilo za 0,1%. Gospodarska rast bo kratkoročno verjetno še vedno šibka, a se bo med letom ob umirjanju inflacije in nadaljnjem zmanjševanju motenj v dobavnih verigah okrepila. Razmere v različnih sektorjih gospodarstva niso enake: aktivnost v predelovalnih dejavnostih še naprej upada, kar je deloma posledica manjšega svetovnega povpraševanja in strožjih pogojev financiranja v euroobmočju, medtem ko so razmere v predelovalnih dejavnostih še vedno odporne. Trg dela ostaja vir moči. V prvem četrtnetju leta je bilo ustvarjenih skoraj milijon novih delovnih mest, stopnja brezposelnosti pa je bila v aprilu na rekordno nizki ravni 6,5%. Povečalo se je tudi povprečno število opravljenih delovnih ur, čeprav je še vedno nekoliko manjše kot pred pandemijo.

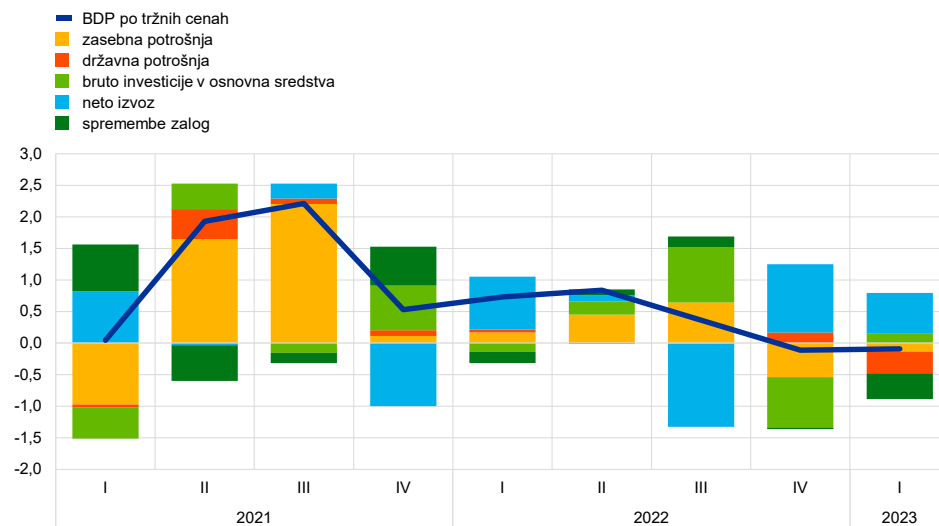
Ti obeti se na splošno kažejo v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija 2023 pripravili strokovnjaki Eurosistema in po katerih naj bi medletna realna rast BDP letos upadla na 0,9%, nato pa naj bi se v letu 2024 povečala na 1,5% in v letu 2025 na 1,6%. V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje so bili gospodarski obeti za leti 2023 in 2024 popravljeni za 0,1 odstotne točke navzdol, medtem ko so za leto 2025 ostali nespremenjeni. Obeti za gospodarsko rast so še vedno zelo negotovi.

Gospodarstvo v euroobmočju se je v prvem četrtnetju 2023 rahlo skrčilo. Po popravljenih podatkih Eurostata se je realni BDP v euroobmočju v prvem četrtnetju 2023 zmanjšal za 0,1%, kar je enako zmanjšanje kot v zadnjem četrtnetju 2022. Realni BDP se je zmanjšal, čeprav so nanj spodbudno vplivali nižje cene energentov, popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah in fiskalna politika. Iz razčlenitve po izdatkovnih komponentah je razviden pozitiven prispevek neto trgovinske menjave in naložb (graf 4). Vendar pa je to odtehtal negativen prispevek javne in zasebne potrošnje ter sprememb zalog. BDP se je v Italiji medčetrtnetno povečal za 0,6%, v Španiji za 0,5% in v Franciji za 0,2%, medtem ko se je v Nemčiji medčetrtnetno zmanjšal za 0,3% in na Nizozemskem za 0,7%. Slabi rezultati v euroobmočju so delno tudi posledica posebno močnega upada irskega BDP (za 4,6%), ki je po drugi strani povezan z gibanji v sektorjih, kjer prevladujejo multinacionalna podjetja. Bruto dodana vrednost se je v prvem četrtnetju zvišala za 0,2%, k čemur je ob znižanju dodane vrednosti v industriji prispevalo močno povečanje aktivnosti v gradbeništvu in storitvenih dejavnostih. Razlika med rastjo BDP in dodane vrednosti je bila razmeroma velika zaradi izrazitega znižanja neto davkov na proizvode, ki je bilo večinoma posledica vse višjih subvencij za energente.

Graf 4

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2023.

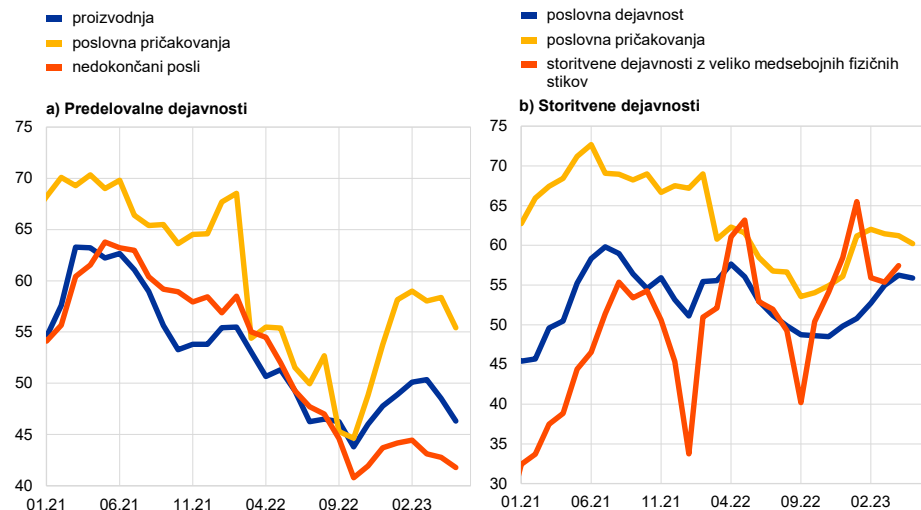
Gospodarska aktivnost v euroobmočju naj bi se v drugem četrletju 2023 zmerno povečevala, k čemur naj bi prispevale predvsem storitvene dejavnosti.

Iz najnovejših anketnih podatkov je razvidno, da je bila rast gospodarstva v euroobmočju v drugem četrletju verjetno skromna. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti za euroobmočje je v maju znašal 52,8%, kar je več kot v prvem četrletju in od dolgoročnega povprečja. Vendar pa ta rast prikriva okrevanje dveh hitrosti. Indeks o gospodarski aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, ki se je zniževal dva meseca zapored, je maja znašal 46,4%, kar nakazuje, da bi se lahko gospodarska aktivnost še zmanjšala (graf 5, slika a). Iz najnovejših rezultatov indeksa PMI so razvidna tudi vse manjša pričakovanja glede prihodnje proizvodnje in zmanjševanje obsega še neizpolnjenih naročil. Hkrati je indeks o gospodarski aktivnosti v storitvenih dejavnostih znašal 55,1%, potem ko je v prvem četrletju znašal 52,8%, kar pomeni, da se rast nadaljuje (graf 5, slika b). Izboljšanje je mogoče delno pojasniti s povečanjem povpraševanja po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov po sprostitvi omejitev, povezanih s pandemijo COVID-19. V tem sektorju se povečuje tudi obseg novih naročil, vse počasneje pa tudi pričakovanja, da se bo rast nadaljevala.

Graf 5

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global.

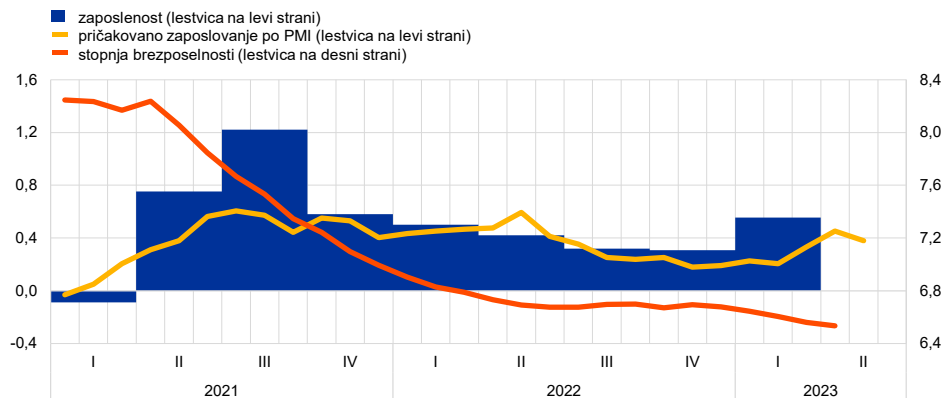
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2023 pri storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov in na maj 2023 pri vseh drugih postavkah.

Razmere na trgu dela so se izboljševale tudi v prvem četrletju 2023, trg pa je kljub upadu BDP ostal odporen. Zaposlenost in skupno število opravljenih delovnih ur sta se v prvem četrletju 2023 povečala za 0,6%. Od zadnjega četrletja 2019 se je zaposlenost povečala za 2,9%, skupno število opravljenih delovnih ur pa za 1,5% (graf 6), kar pomeni 1,6-odstotno zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur. Zmanjšanje je delno povezano z močnim povečanjem števila novih delovnih mest v javnem sektorju, kjer je povprečno število opravljenih delovnih ur navadno manjše kot v celotnem gospodarstvu, število bolniških odsotnosti pa je veliko. Obseg delovne sile se je še naprej povečeval in je bil še vedno glavni vir ustvarjanja novih delovnih mest. Po zelo postopnem zniževanju v zadnjih četrletjih je stopnja brezposelnosti aprila znašala 6,5%, kar pomeni, da se je od aprila 2022 znižala za 0,2 odstotne točke. Povpraševanje po delavcih je še vedno veliko, pri čemer je stopnja prostih delovnih mest večinoma stabilna na ravni 3,0%, kar je blizu najvišji ravni od začetka te časovne vrste.

Graf 6

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

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



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

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2023 pri zaposlenosti, na maj 2023 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na april 2023 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da se rast zaposlenosti v drugem četrletju 2023 nadaljuje. Mesečni sestavljeni indeks PMI o zaposlovanju se je zmanjšal s 54,5 v aprilu na 53,8 v maju, vendar je še vedno precej višji od mejne vrednosti 50, kar pomeni rast zaposlovanja. Indeks je že od februarja 2021 v območju pozitivne rasti, pri čemer je v maju 2022 dosegel najvišjo vrednost. Splošno zmanjšanje pomeni, da se je rast zaposlovanja umirila. Kar zadeva gibanja v posameznih sektorjih, omenjeni indeks nakazuje nadaljnjo rast zaposlovanja v industriji in zlasti v storitvenih dejavnostih ter rahlo zmanjšanje v gradbeništvu.

Zasebna potrošnja se je v prvem četrletju 2023 ob upadu potrošnje blaga zmanjšala. Še vedno visoka inflacija in vztrajna negotovost sta tudi na začetku leta 2023 zaviralno vplivali na razpoložljivi dohodek ter spodbujali varčevanje. Ob takih gibanjih se je zasebna potrošnja v prvem četrletju zmanjšala za 0,3%, k čemur je prispevalo zmanjšanje potrošnje blaga (graf 7, slika a). Prodaja v trgovini na drobno je v prvem četrletju 2023 medčetrletno upadla za 0,2% in v aprilu 2023 stagnirala, medtem ko se je število registracij novih osebnih vozil v istem četrletju medčetrletno zmanjšalo za 3,8%, nato pa v aprilu medmesečno še za 1,1%. Nasprotno se je potrošnja storitev v gospodinjstvih povečala, nanjo pa so še vedno spodbudno vplivali vztrajni učinki ponovnega odprtja gospodarstva.

Iz najnovjših podatkov je razvidno, da zasebna potrošnja skromno okreva.

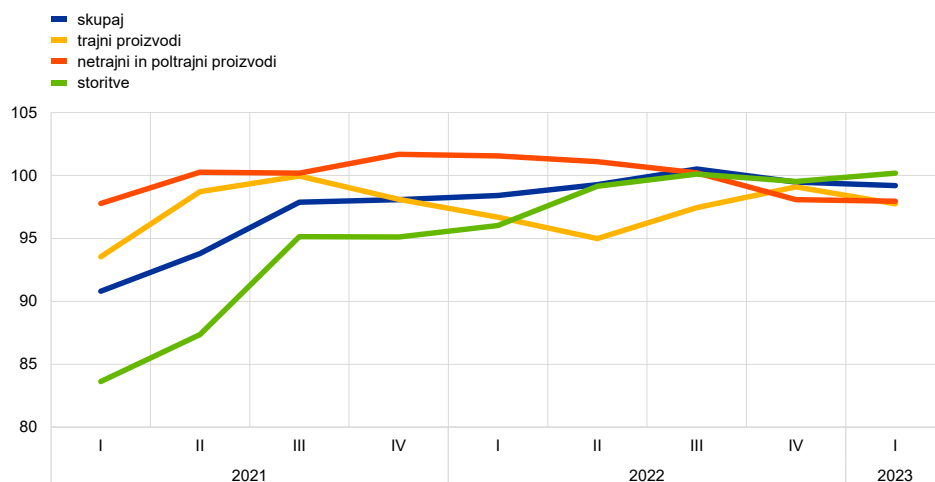
Kazalnik zaupanja potrošnikov, ki ga objavlja Evropska komisija, se je v aprilu povečal, k čemur so prispevala predvsem vse boljša pričakovanja glede splošnih gospodarskih obetov in lastnega finančnega položaja gospodinjstev. Vendar pa se je kazalnik v maju zmanjšal in ostal na nizki ravni. Obeti za potrošniške storitve so še vedno boljši kot za potrošnje blaga, pri čemer kazalnik pričakovanega povpraševanja po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov, ki ga objavlja Komisija, kljub rahlemu znižanju ostaja višji od dolgoročnega povprečja v aprilu in maju. V nasprotju s tem sta se obseg pričakovanih večjih nakupov pri potrošnikih in pričakovana

prodaja v trgovini na drobno v maju zmanjšala in ostala manjša od dolgoročnega povprečja (graf 7, slika b). Podobno je iz aprilske ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev (CES) razvidno, da se je število pričakovanih rezervacij počitnic povečalo, medtem ko se število pričakovanih nakupov gospodinjskih aparatov ni spremenilo in je ostalo majhno ter potrjuje sedanje razhajanje med povpraševanjem po storitvah in povpraševanjem po blagu. S prenosom strožjih pogojev financiranja v realno gospodarstvo bi se verjetno omejilo zadolževanje gospodinjstev, povečali prihranki in zavrta zasebna potrošnja. Na podlagi najnovejših podatkov iz ankete o pričakovanjih gospodinjstev je mogoče sklepati, da vse večji delež gospodinjstev, ki imajo hipotekarna posojila s spremenljivo obrestno mero, pričakuje, da bodo zamujali pri odplačevanju svojega dolga.

Graf 7
Kazalniki realne zasebne potrošnje

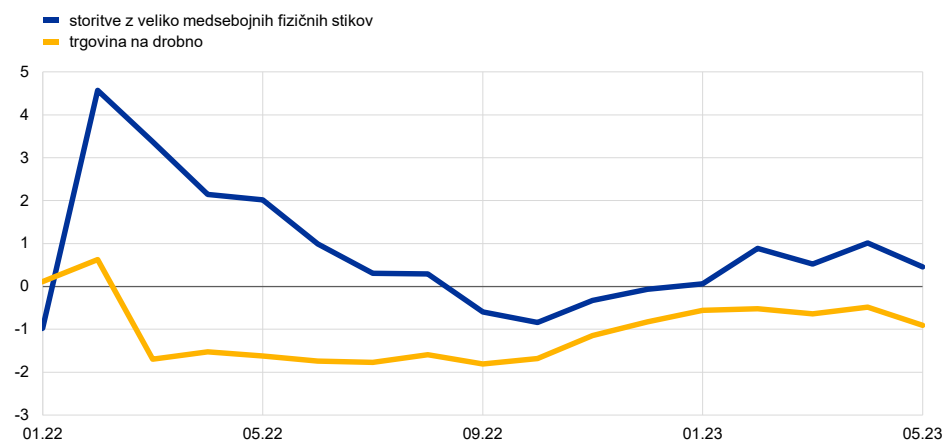
a) Komponente realne zasebne potrošnje

(indeksi: četrto četrletje 2019 = 100)



b) Pričakovanja podjetij glede povpraševanja in poslovne dejavnosti

(standardizirano ravnotežje v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija (Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve) in izračuni ECB.
Opombe: Pri sliki b) je pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov v naslednjih treh mesecih standardizirano za obdobje 2005–2019, medtem ko je pričakovano stanje poslovanja v trgovini na drobno standardizirano za obdobje 1985–2019. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2023 pri sliki a) in na maj 2023 pri sliki b).

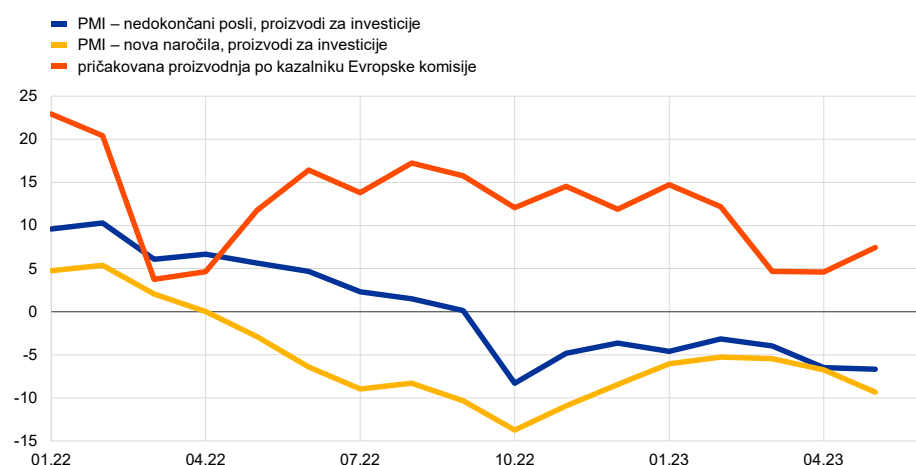
Po zmanjšanju v zadnjem četrtnem 2022 so se podjetniške naložbe na začetku leta 2023 povečale.

Skupne negradbene naložbe so se v prvem četrtnem 2023 medčetrtno povečale za 0,1%. Ta odstotek bi bil večji, če ne bi upoštevali volatilnega prispevka neopredmetenih naložb na Irskem. Podjetniške naložbe naj bi se v sedanjem četrtnem po pričakovanih zmanjšale. Proizvodnja proizvodov za investicije je v marcu močno upadla, kar pomeni negativen učinek prenosa za drugo četrtnem. Število naročil, zaupanje v predelovalnih dejavnostih, obseg nedokončanih poslov in pričakovana proizvodnja v sektorju proizvodov za investicije so se v drugem četrtnem na splošno zmanjšali (graf 8). Iz novega indeksa o dojetanju podjetniškega dobička, ki temelji na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov velikih podjetij v euroobmočju, je razvidno, da je podjetniški dobiček kljub zmanjšanju z visokih vrednosti iz zadnjih let še vedno relativno močan.² To naj bi ublažilo vse večji učinek naraščajočih stroškov izposojanja in zaostrovanja kreditnih standardov na podjetniške naložbe. Iz polletne ankete Evropske komisije o naložbah, objavljene 27. aprila 2023, je razvidno, da se je ravnotežje mnenj (pritrilni odgovori minus nikalni odgovori) izboljšalo v primerjavi z ravnotežjem mnenj, pridobljenih z anketo iz oktobra 2022. Rezultati ankete kažejo pozitivno rast načrtovanih naložb za leto 2023 v predelovalnih in storitvenih dejavnostih. Ravnotežje mnenj je največje pri storitvenih dejavnostih, kot so telekomunikacijske in infrastrukturne storitve, za katere so značilne dolgoročne naložbene potrebe, ki so povezane z digitalizacijo ali energetskim prehodom in se podpirajo v okviru programa »EU naslednje generacije«. Iz ankete je razvidno tudi splošno povečanje naložb v stroje in neopredmetenih naložb, ki bi se lahko zgodilo tudi letos.

Graf 8

Kratkoročni kazalniki za sektor proizvodov za investicije

(odstopanje od povprečja)



Viri: Markit, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki PMI so prikazani kot odstopanja od praga ničelne rasti (50). Kazalnik pričakovane proizvodnje, ki ga objavlja Evropska komisija, je izračunan kot odstopanje od njegovega dolgoročnega povprečja. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2023.

Stanovanjske naložbe so se v prvem četrtnem 2023 povečale, vendar naj bi se v bližnji prihodnosti znova zmanjšale.

Stanovanjske naložbe so se v prvem

² Glej okvir z naslovom »Telekonferenca ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja« v tej številki Ekonomskega biltena.

četrtnetu 2023 medčetrtneto povečale za 1,3%, potem ko so v zadnjem četrtnetu 2022 medčetrtneto upadle za 1,6%. Povečanje je bilo verjetno posledica ugodnih vremenskih razmer v kombinaciji z zdravim obsegom neizpolnjenih naročil podjetij. To se odraža v dejstvu, da je glede na četrtneto anketo Evropske komisije obratovalni čas, potreben za sedanji obseg neizpolnjenih naročil, med januarjem in aprilom ostal blizu rekordno visoke ravni. V prvem četrtnetu se je obseg gradbenih del v povprečju precej povečal, vendar pa se je v marcu močno zmanjšal, kar pomeni, da je izhodišče za drugo četrtnete 2023 šibko. Poleg tega se je aprila in maja kazalnik Evropske komisije o gradbeni aktivnosti v zadnjih treh mesecih v povprečju izrazilo zmanjšal v primerjavi s povprečjem iz prvega četrtneta, indeks PMI o stanovanjski gradnji pa se je pomaknil še bolj v območje krčenja. Ob zmanjševanju povpraševanja se ozka grla na strani ponudbe, kot so pomanjkanje materiala in daljši dobavni roki, močno zmanjšujejo, pri čemer se je število poslov s stanovanjskimi nepremičninami v zadnjem četrtnetu 2022 v številnih državah medletno zmanjšalo za dvomestne številke. Zaupanje, merjeno s četrtneto anketo Evropske komisije o namerah gospodinjstev glede obnove, nakupa ali gradnje stanovanj, se je od januarja do aprila rahlo izboljšalo, a je še vedno na nizki ravni. Upad povpraševanja je posledica dviga hipotekarnih obrestnih mer, ki skupaj z nizkim realnim dohodkom in visokimi cenami stanovanj vpliva na dostopnost. To se kaže tudi v precejšnjem upadu povpraševanja po stanovanjskih posojilih.

Rast obsega izvoza euroobmočja je bila zaradi vse šibkejšega svetovnega povpraševanja umirjena tudi v prvem četrtnetu leta. Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja se je v prvem četrtnetu ob upadu svetovnega tujega povpraševanja zmerno zmanjšal. Izvoz predelovalnih dejavnosti je podpiralo popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah, medtem ko so vztrajni učinki šoka pri dobavi energentov in apreciacije eura prispevali k šibki rasti izvoza. Izvoz storitev je prispeval h krepitvi skupnega izvoza euroobmočja. Uvoz euroobmočja se je v prvem četrtnetu izrazilo zmanjšal zaradi upočasnitve domačega povpraševanja in manjšega uvoza energentov ob mili zimi in napolnjenih skladiščih. Ob krčenju obsega uvoza je neto trgovinska menjava v prvem četrtnetu kljub šibki rasti izvoza pozitivno prispevala k rasti BDP. Pogoji menjave v euroobmočju so se ob nadaljnjem zniževanju uvoznih cen energentov še naprej izboljševali, kar je prispevalo k temu, da je tekoči račun v prvem četrtnetu 2023 hitro ponovno prešel v presežek. Na podlagi v prihodnost usmerjenih kazalnikov je mogoče sklepati, da bo rast obsega izvoza euroobmočja v bližnji prihodnosti še naprej šibka. Dobavni roki pri dobaviteljih so se skrajševali tudi v maju, na izvozno uspešnost pa naj bi v kratkoročnem obdobju spodbudno vplivalo izpolnjevanje obstoječih naročil, katerih obseg je v nekaterih ključnih panogah še vedno velik. Vendar pa se je obseg novih izvoznih naročil v predelovalnih dejavnostih znova pomaknil še bolj v območje krčenja, kar pomeni, da je povpraševanje po blagovnem izvozu euroobmočja še naprej šibko. Hkrati povečanje obsega novih naročil pri izvozu storitev pomeni, da je zagon v tem sektorju pozitiven, pri čemer je aktivnost močna v storitvah potovanja in prevoza ter drugih tržljivih storitvah, kot so storitve informacijske in komunikacijske tehnologije.

Gledano dolgoročneje naj bi se rast BDP postopno krepila. Gospodarstvo bo po pričakovanjih ponovno začelo rasti v prihodnjih četrtnetih, ko se bodo cene energentov umirile, tuje povpraševanje okrepilo in ozka grla v dobavnih verigah

odpravila ter ko se bo negotovost – tudi tista, povezana z zadnjimi pretresi v bančnem sektorju – še naprej zmanjševala. Poleg tega naj bi se realni dohodek izboljšal, k čemur bo prispeval močan trg dela, brezposelnost pa naj bi dosegla novo najnižjo raven. Čeprav se bo zaostrovanje denarne politike ECB vse bolj odražalo v realnem gospodarstvu, bodo zaviralni učinki bolj zaostrenih pogojev v ponudbi posojil po pričakovanjih omejeni. To bo skupaj s postopnim umikanjem javnofinančne podpore zaviralo gospodarsko rast v srednjeročnem obdobju.

Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov

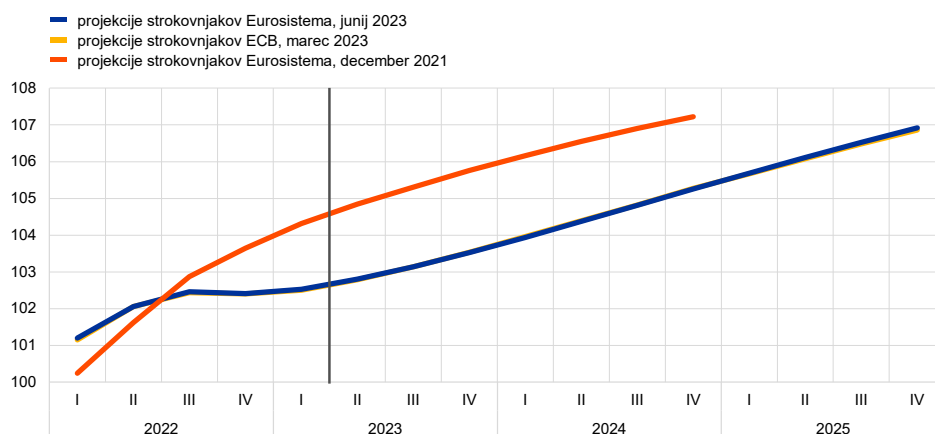
Eurosistema za euroobmočje se bo medletna realna rast BDP v letu 2023 znižala na 0,9% (s 3,5% v letu 2022), nato pa se bo v letu 2024 povečala na 1,5% in v letu 2025 na 1,6% (graf 9).

V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede rasti BDP za leti 2023 in 2024 predvsem zaradi strožjih pogojev financiranja popravljeni za 0,1 odstotne točke navzdol. Predvidena rast BDP v letu 2025 ostaja nespremenjena, saj naj bi učinke strožjih pogojev financiranja delno izravnal vpliv višjega realnega razpoložljivega dohodka in manjše negotovosti.

Graf 9

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

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



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

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

3 Cene in stroški

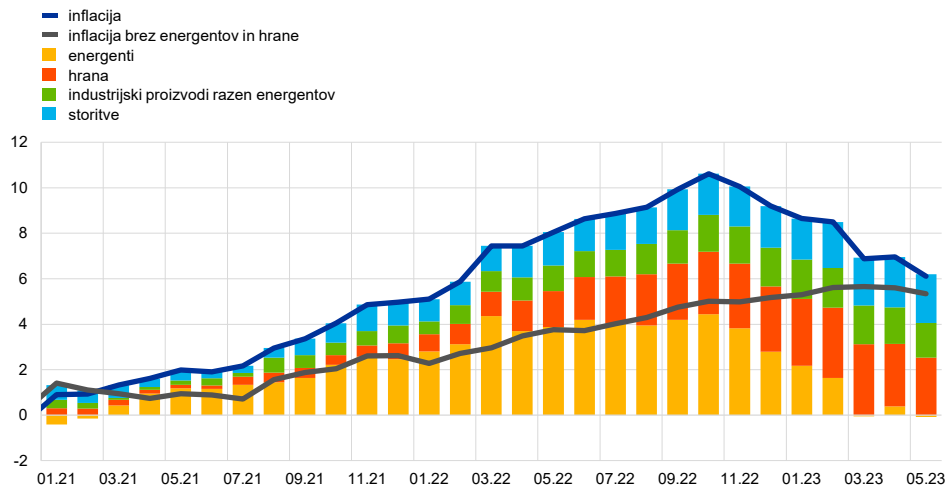
Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija maja 2023 znašala 6,1%, s čimer se je nadaljevalo njeno zniževanje, ki se je začelo v oktobru 2022. K znižanju skupne inflacije so prispevale vse glavne podkomponente – energenti, hrana, industrijski proizvodi razen energentov in storitve. Cenovni pritiski so bili še vedno močni, čeprav so nekateri kazali negotove znake popuščanja, učinki visokih stroškov energije, ozkih grl v dobavnih verigah in ponovnega odprtja gospodarstva pa so počasi slabeli. Plačni pritiski so postali vse pomembnejši vir inflacije, dobiček pa je v sektorjih, kjer je veliko neravnovesje med povpraševanjem in ponudbo, ostal razmeroma visok. Najnovejši razpoložljivi kazalniki osnovne inflacije so kazali negotove znake zniževanja, čeprav so še vedno visoki. Čeprav je večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj še naprej znašala okrog 2%, so bili nekateri kazalniki še vedno visoki in jih je treba nadalje spremljati. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosystema naj bi se skupna inflacija še naprej zniževala ter v letu 2023 v povprečju znašala 5,4%, v letu 2024 3,0% in v letu 2025 2,2%.

Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija, merjena z indeksom HICP, maja znižala na 6,1%, s čimer se je nadaljevalo njeno zniževanje iz prejšnjih mesecev po rahlem dvigu na 7,0% v aprilu, ki je bil posledica navzgor delujočega baznega učinka pri inflaciji v skupini energentov (graf 10). K znižanju inflacije v maju so prispevale nižje stopnje inflacije v vseh glavnih podkomponentah indeksa HICP (energenti, hrana, industrijski proizvodi razen energentov in storitve). Inflacija v skupini energentov se je v maju znižala na –1,7%, s čimer se je nadaljeval trend njenega zniževanja, potem ko se je v aprilu zvišala na 2,4% z –0,9% v marcu. Splošno zmanjšanje inflacije v skupini energentov v zadnjih mesecih je bilo povezano z zniževanjem cen plina in električne energije. Inflacija v skupini hrane se je zaradi nižje stopnje inflacije v skupinah predelane in nepredelane hrane nadalje znižala s 13,5% v aprilu na 12,5% v maju. To je skladno z umirjanjem cenovnih pritiskov iz proizvodne verige ob popuščanju posrednih učinkov šokov zaradi stroškov energije in drugih stroškov. Inflacija brez energentov in hrane, merjena z indeksom HICP, je znašala 5,3%, potem ko bila v aprilu 5,6-odstotna, kar pomeni, da se je znižala že drugi mesec zapored. Znižanje je bilo posledica nižje stopnje inflacije v skupinah storitev in industrijskih proizvodov razen energentov. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov se je v maju znižala še na 5,8%, v primerjavi s 6,2% v aprilu, k čemur je verjetno v veliki meri prispevalo umirjanje preteklih pritiskov na rast cen s strani ozkih grl v dobavnih verigah in šokov zaradi stroškov energije. To znižanje je morda tudi posledica preusmeritve povpraševanja s proizvodov na storitve po pandemiji. Rahlo se je znižala tudi inflacija v skupini storitev, in sicer s 5,2% v aprilu na 5,0% v maju.

Graf 10

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 2023 (prva ocena).

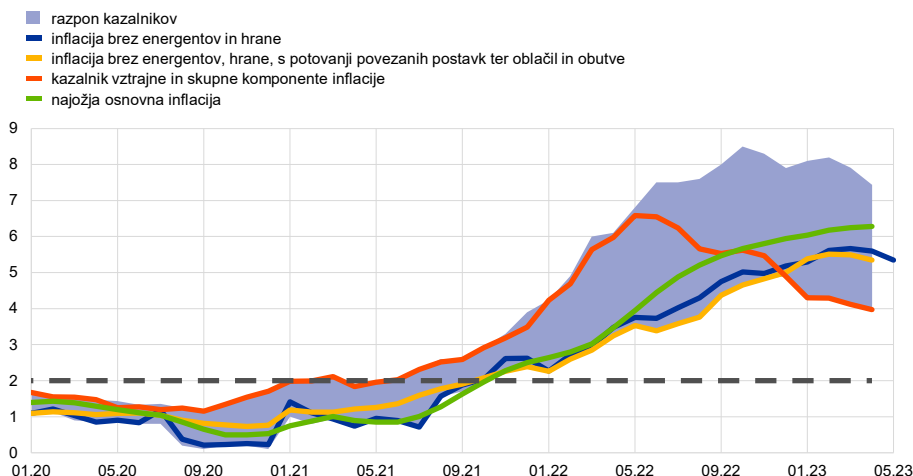
Večina kazalnikov osnovne inflacije v euroobmočju kaže negotove znake zniževanja, čeprav so še vedno visoki, negotovost pa ostaja velika (graf 11).

Po zadnjih razpoložljivih podatkih se je v aprilu nekoliko znižala medletna stopnja rasti večine kazalnikov osnovne inflacije. Poleg tega se je inflacija brez energentov in hrane v maju znižala še na 5,3% (prva ocena), kar podpira pričakovanja, da se bo osnovna inflacija začela zmanjševati. V primerjavi s prejšnjim mesecem sta bila edina kazalnika osnovne inflacije, ki sta se v aprilu vseeno zvišala, kazalnik najožje osnovne inflacije (ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive za gospodarski cikel) in kazalnik domače inflacije (ki ne vključuje postavk z velikim deležem uvoza). Iz tega je mogoče sklepati, da so prisotni nekateri vztrajnejši domači cenovni pritiski. Zato so stopnje osnovne inflacije skupaj z določenim zapoznelim prenosom preteklih šokov pri stroških energije in dobavnih verigah ostale visoke. Razpon spremljanih kazalnikov se je aprila zožil, vendar je bil glede na pretekle ravni še vedno širok, kar nakazuje, da je negotovost še vedno velika.

Graf 11

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, kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije ter tehtano mediano. Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2023 (prva ocena) pri HICPX in na april 2023 pri drugih kazalnikih.

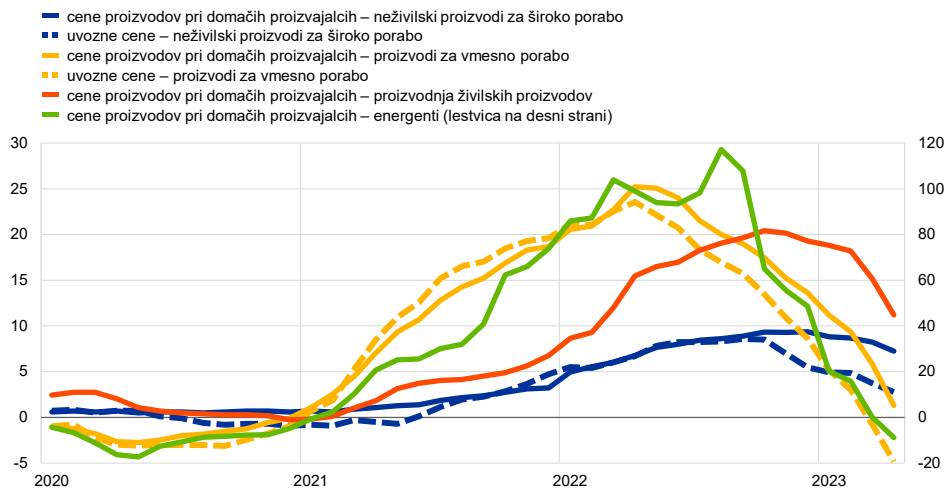
Pritiski iz proizvodne verige so še naprej popuščali, vendar pa je vrednost nekaterih kazalnikov še vedno rekordno visoka, zlasti v poznejših fazah cenovne verige (graf 12).

V zgodnejših fazah cenovne verige so se cenovni pritiski močno zmanjševali tudi v aprilu, pri čemer se je stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini proizvodov za vmesno porabo znižala na 1,3% s 5,8% v marcu. Medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo je postala bolj negativna, in sicer se je z $-0,8\%$ v marcu znižala na $-4,8\%$ v aprilu, kar je bilo delno posledica apreciacije tečaja eura jeseni 2022. Pojemajoči vpliv šokov zaradi višjih cen energentov se je odražal tudi v rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je aprila postala negativna. Kar zadeva poznejše faze cenovne verige, se je stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo dodatno znižala, in sicer z $8,2\%$ v marcu na $7,2\%$ v aprilu, vendar pa je še vedno izredno visoka. V istem obdobju se je medletna stopnja rasti uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo s $3,7\%$ znižala na $2,8\%$. Nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige pomeni, da kumulativni vpliv preteklih cenovnih šokov pojema. Znižala se je tudi medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini živilskih proizvodov, pri čemer je stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih aprila znašala $11,2\%$, enakovredna časovna vrsta za uvozne cene pa $3,5\%$.

Graf 12

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2023.

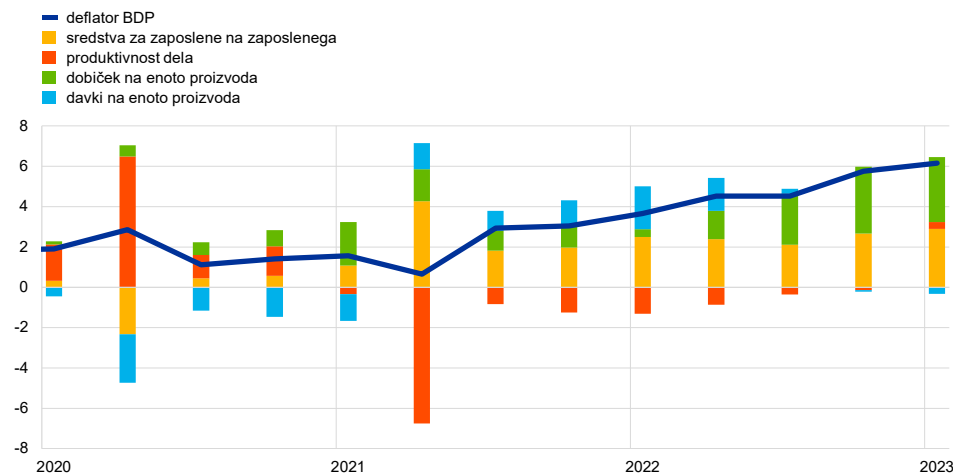
Domači cenovni pritiski, merjeni z deflatorjem BDP, so se zaradi zviševanja stroškov dela na enoto proizvoda in dobička na enoto proizvoda povečevali tudi v prvem četrletju 2023 (graf 13). Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je v prvem četrletju 2023 povišala na 6,2%, v primerjavi s 5,8% v zadnjem četrletju 2022, tako da je bila višja od inflacije brez energentov in hrane. Dobiček na enoto proizvoda in stroški dela na enoto proizvoda so k skupni stopnji rasti deflatorja BDP prispevali vsak približno polovico, medtem ko so davki na enoto proizvoda malenkostno vplivali na njeno znižanje. Prispevek dobička na enoto proizvoda k deflatorju BDP je bil z vidika preteklih gibanj še vedno velik.³ Iz tega je mogoče sklepati, da neravnovesje med ponudbo in povpraševanjem v nekaterih sektorjih še ni v celoti izginilo ter da so podjetja izkoristila ugodno cenovno okolje, v katerem je bilo mogoče dvig vhodnih cen prenesti na prodajne cene. Zvišanje stroškov dela na enoto proizvoda je bilo predvsem posledica zmanjšanja produktivnosti dela z 0,3% v zadnjem četrletju 2022 na -0,6% v prvem četrletju 2023. Pozitivno je prispevalo tudi povečanje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega s 4,8% na 5,2% v istem obdobju. Krepitev cenovnih pritiskov se kaže tudi v stopnji rasti dogovorjenih plač, ki se je v prvem četrletju 2023 zvišala za 4,3%, v primerjavi s 3,1% v prejšnjem četrletju. Poleg tega je mogoče na podlagi v prihodnost usmerjenih informacij iz nedavno zaključenih pogajanj o plačah sklepati, da so pritiski nominalnih plač še vedno močni, zlasti če upoštevamo tudi enkratna plačila, ki so v nekaterih državah euroobmočja prevladovala v zadnjih dogovorih.

³ Glej okvir z naslovom »Kako je dobiček na enoto proizvoda prispeval k nedavni okrepitvi domačih cenovnih pritiskov v euroobmočju?« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 13

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023. Tako sredstva za zaposlene na zaposlenega kot tudi produktivnost dela so prispevali k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda.

V večina anketnih kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v euroobmočju ostaja na ravni okrog 2%, medtem ko so se tržna merila nadomestila za inflacijo razhlo zvišala.

Anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj drugih strokovnjakov so še naprej na ravni okrog 2-odstotnega cilja ECB. V anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2023 so povprečna dolgoročnejša inflacijska pričakovanja (ki se nanašajo na leto 2027) ostala nespremenjena na ravni 2,1%, medtem ko so v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov iz maja 2023 znašala 2,0% in se od marčevske ankete niso spremenila. Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobačnih izdelkov) so se v obravnavanem obdobju, ki se je končalo sredi junija, rahlo zvišala pri vseh zapadlostih, ko so se udeleženci na trgu bolj posvečali temu, ali obstajajo dokazi za to, da bo osnovna inflacija v euroobmočju in drugod vztrajala. Zaradi konec maja objavljenih podatkov o osnovni in skupni inflaciji v euroobmočju, ki sta bili nižji od pričakovane, se ta ocena na terminskih trgih ni bistveno spremenila. Na krajšem koncu je termimska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno sredi junija znašala 2,3%, kar je 15 bazičnih točk več kot na začetku obravnavanega obdobja sredi marca. Na daljšem koncu je bila tudi termimska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let ob koncu obravnavanega obdobja za skoraj 15 bazičnih točk višja in se giblje na ravni 2,5%. Vseeno je treba opozoriti, da tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo resničnih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, saj vključujejo tudi premije za inflacijsko tveganje, ki so nadomestilo za inflacijska tveganja. Kar zadeva potrošnike, je iz najnovejše ankete ECB o pričakovanjih gospodinjev (april 2023) razvidno, da se je mediana pričakovanj glede skupne inflacije čez tri leta precej znižala z 2,9% na 2,5%, medtem ko se je mediana pričakovanj čez eno leto znižala s 5,0% na 4,1%..⁴ Zaradi tega se je zvišanje triletnih inflacijskih pričakovanj iz marca

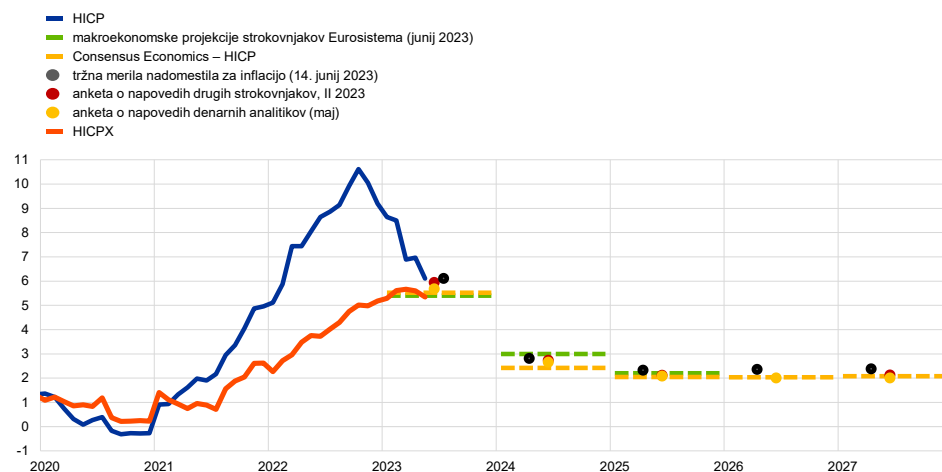
⁴ Glej »[ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 6. junij 2023.

večinoma izničilo, kar pomeni, da bi bilo mogoče to začasno zvišanje pripisati negotovosti in zaskrbljenosti glede pretresov na finančnih trgih v Evropi..

Graf 14

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 (junij 2023) in izračuni ECB.

Opombe: Serija podatkov o tržnih merilih 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 in 1-letni terminski stopnji čez tri leta. Podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacijo se nanašajo na 14. junij 2023. Anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2023 je bila izvedena med 31. marcem in 5. aprilom 2023. Presečni datum za dolgoročne napovedi Consensus Economics je april 2023, za kratkoročne napovedi (za leti 2023 in 2024) pa maj 2023. Presečni datum za podatke v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema je 31. maj 2023. Zadnji podatki pri indeksu HICP se nanašajo na maj 2023 (prva ocena).

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se skupna inflacija še naprej zniževala ter v letu 2023 v povprečju znašala 5,4%, v letu 2024 3,0% in v letu 2025 2,2% (graf 15).

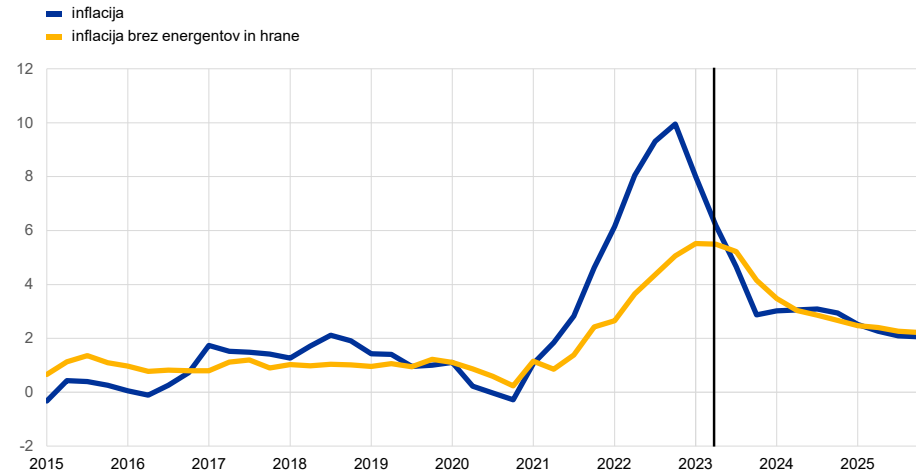
Skupna inflacija se je od lanskega oktobra znižala, čeprav kaže, da je kljub prvim znakom popuščanja osnovnih cenovnih pritiskov vztrajnejša, kot je bilo predhodno pričakovano. Inflacija v skupini energentov naj bi v letu 2023 postajala vse bolj negativna, saj se bodo cene energentov še naprej zniževale, inflacija v skupini hrane pa se bo po pričakovanjih umirila. Ti dejavniki naj bi skupaj s popuščanjem ozkih grl v dobavnih verigah prispevali k nadaljnjemu znižanju skupne inflacije na 3,0% v zadnjem četrtletju 2023. Inflacija naj bi se v letu 2024, ko bodo fiskalni ukrepi predvidoma odpravljeni, gibala okoli te ravni, nato pa naj bi se v letu 2025 postopno še naprej nižala. Inflacija brez energentov in hrane se bo v letu 2023 postopno umirila, pri čemer bo v letu 2023 v povprečju znašala 5,1%, v letu 2024 3,0% in v letu 2025 2,3%. Pojemajoči vpliv pritiskov iz proizvodne verige naj bi po pričakovanjih odtehtal okrepitev pritiskov s strani stroškov dela, saj bo rast plač zaradi kompenziranja izgube kupne moči in zaostrenih razmer na trgih dela ostala višja od dolgoročnega povprečja. Močnejšo dinamiko stroškov dela naj bi nekoliko ublažilo zmanjšanje dobička na enoto proizvoda. V obdobju projekcij naj bi pojemanje posrednih učinkov zvišanja cen energentov, popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah in zaviralni vpliv denarne politike prispevali k zniževanju inflacije. V primerjavi z marčevskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je dinamika skupne inflacije ostala približno enaka, pri čemer je bila v vsakem letu popravljena za 0,1 odstotne točke navzgor. Inflacija brez energentov in hrane je bila zaradi preteklih

presenetljivih skokov ter pritiska s strani rasti stroškov dela na enoto proizvoda popravljena navzgor.

Graf 15

Inflacija in inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje (junij 2023).

Opombe: HICP pomeni harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin. HICPX pomeni inflacijo brez energentov in hrane. Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023 (dejanski podatki) in na zadnje četrtletje 2025 (projekcije). Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje so bile dokončane ob koncu maja, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 23. maj 2023. Pretekli podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane so četrtletni. Podatki iz napovedi so četrtletni za inflacijo ter medletni za inflacijo brez energentov in hrane.

V obravnavanem obdobju (od 16. marca do 14. junija 2023) so se finančni trgi v euroobmočju po pretresih v bančnem sektorju na začetku marca v ZDA in Švici stabilizirali. Ko se je zaskrbljenost glede gospodarskih posledic pretresov postopoma polegla, so udeleženci na trgu ponovno ocenili pričakovanja glede višjih obrestnih mer, nestanovitnost se je umirila, delnice so okrevale in razmiki v donosnosti podjetniških obveznic zmanjšali. Konec maja so se netvegane obrestne mere pri vseh ročnostih nekoliko znižale, in sicer deloma zato, ker sta bili osnovna in skupna inflacija v euroobmočju nižji od pričakovane. Na splošno se je terminska krivulja referenčne eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) na zelo kratkem koncu dvignila in do konca obravnavanega obdobja sredi junija dosegla vrh pri 3,8% – kar je še vedno nižje kot v začetku marca pred pretresi v bančnem sektorju. Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so le delno odražale zvišanje v ZDA in Združenem kraljestvu ter so se ustalile na nekoliko višji ravni kot sredi marca. Dogodki v bančnem sektorju večinoma niso vplivali na državne obveznice, razmiki pa se niso odzvali na napoved Sveta ECB na majski seji, da namerava julija 2023 prenehati izvajati ponovno investiranje v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Skupni delniški indeksi v euroobmočju so v obravnavanem obdobju zrasli manj kot v ZDA, medtem ko je bil bančni sektor euroobmočja uspešnejši od ameriškega. Prenos učinkov volatilitosti z ameriškega finančnega trga, povezane s politično negotovostjo glede zgornje meje zadolževanja ZDA, na euroobmočje je bil večinoma omejen. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, apreciral.

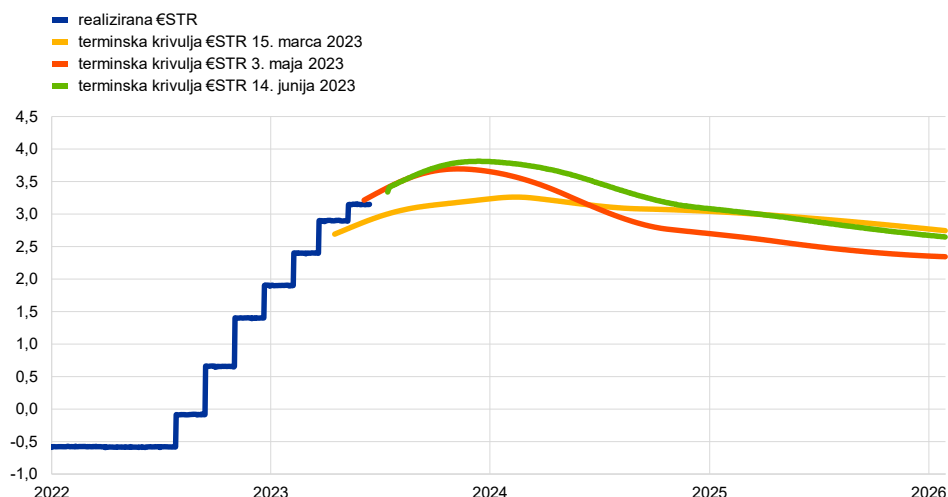
Terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (OIS) se je na zelo kratkem koncu dvignila, terminska krivulja €STR pa je dosegla vrh pri okoli 3,8% (graf 16). Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je tesno sledila spremembam obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki jo je Svet ECB na seji o denarni politiki 16. marca 2023 zvišal za 50 bazičnih točk (z 2,5% na 3%) in na seji 4. maja za 25 bazičnih točk (s 3% na 3,25%). Na začetku marca je terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki temelji na €STR, nakazovala, da bo do decembra 2023 dosegla najvišjo stopnjo 4%, medtem ko naj bi do oktobra 2023 padla na 3,3% zaradi vse večje zaskrbljenosti med udeleženci na trgu, ki jo povzročajo pretresi v bančnem sektorju. Odločitev Sveta ECB o zvišanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita in njegovo jasno sporočilo o odpornosti bančnega sektorja euroobmočja sta v drugi polovici marca povzročila, da so udeleženci na trgu svoja pričakovanja glede denarne politike popravili navzgor. Odločitev Sveta ECB o obrestni meri v maju ni bistveno vplivala na smer obrestne mere, ki so jo udeleženci na trgu določili na terminski krivulji obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Vendar pa so se zaradi konec maja objavljenih podatkov o osnovni in skupni inflaciji v euroobmočju, ki sta bili nižji od pričakovane, nekoliko zmanjšala pričakovanja glede obrestnih mer. V celotnem obravnavanem obdobju se je terminska krivulja obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč dvignila na zelo kratkem koncu in nakazovala, da bo oktobra 2023 dosegla najvišjo stopnjo 3,8%. V primerjavi s terminsko krivuljo obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez

noč, ki je prevladovala pred majsko sejo Sveta ECB, termimska krivulja kaže podoben vrh sredi junija, ki pa mu sledi zmernejši padec terminskih obrestnih mer.

Graf 16

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Vira: Thomson Reuters in izračuni ECB.

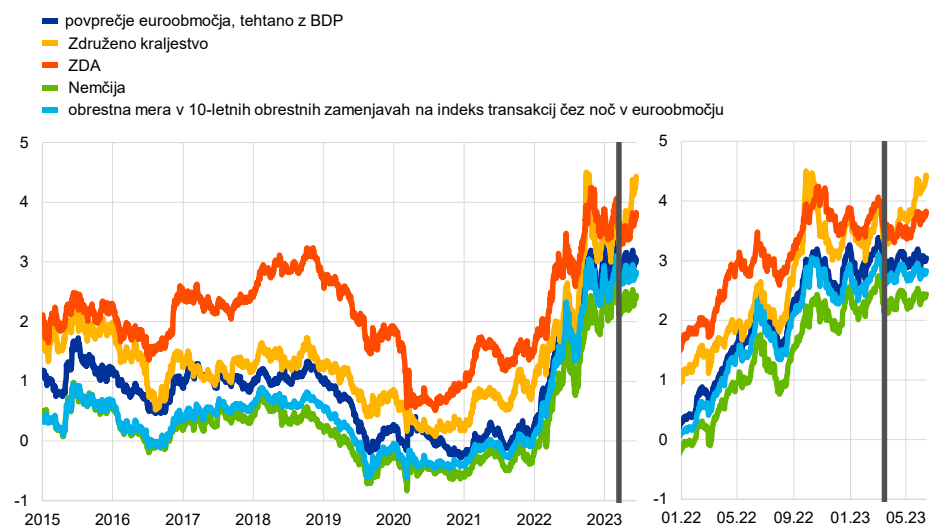
Opomba: Termimska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so le delno odražale zvišanje v ZDA in Združenem kraljestvu ter so se ustale na nekoliko višji ravni kot na začetku obravnavanega obdobja sredi marca (graf 17). Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se na začetku obravnavanega obdobja izrazito znižale, ko so udeleženci na finančnem trgu ponovno ocenili svoja pričakovanja glede obrestnih mer po pretresih v bančnem sektorju. Donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, je sredi marca znašala 3%. Okrog te vrednosti je nihala v razponu približno 40 bazičnih točk, konec obravnavanega obdobja sredi junija pa je bila 10 bazičnih točk višja, tj. 3,1%, kar je v očitnem nasprotju z izrazitim povečanjem dolgoročnih netveganih obrestnih mer v Združenem kraljestvu. Razprava o zgornji meji zadolževanja ZDA, o kateri je bil 31. maja dosežen dogovor v predstavniskem domu, je skupaj z izboljšanim dojemanjem tveganj in nadaljnjo naravnostjo Bank of England k zaostrovanju največ prispevala k opaznejšemu povečanju donosnosti 10-letnih državnih obveznic ZDA in Združenega kraljestva za 20 oziroma 100 bazičnih točk, pri čemer je donosnost sredi junija dosegla 3,8% oziroma 4,4%.

Graf 17

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)



Vira: Refinitiv in izračuni ECB.

Opomba: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja 16. marca 2023. Zadnji podatki se nanašajo na 14. junij 2023.

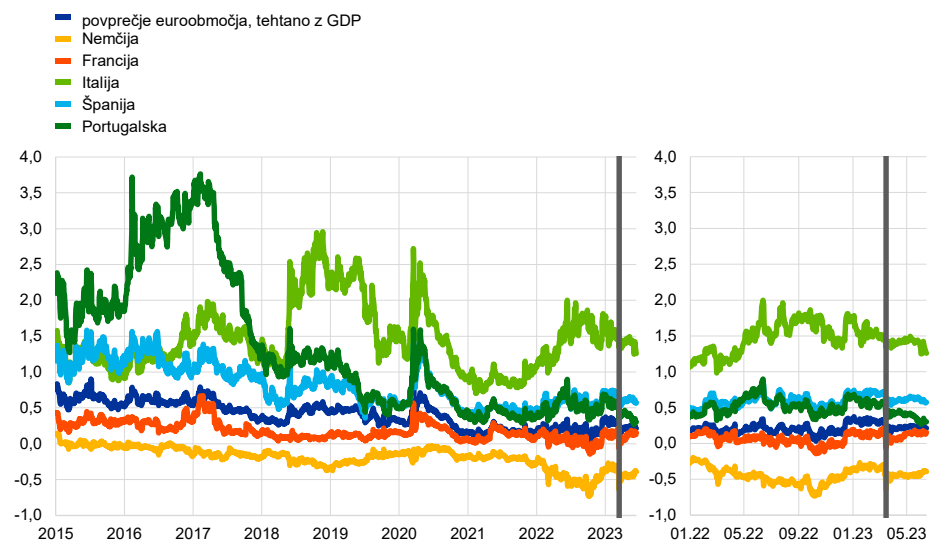
Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je gibala na splošno v skladu z netveganimi obrestnimi merami, na razlike v donosnosti državnih obveznic pa še naprej ni vplivala zaskrbljenost zaradi bančnega sektorja (graf 18).

Povprečni razmik v donosnosti državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR se je v obravnavanem obdobju le rahlo povečal, pri čemer je posnel razmik v donosnosti državnih obveznic, ki je v večini jurisdikcij na splošno ostal stabilen. Glavni razlog za gibanje navzgor je bil razmik v donosnosti 10-letne nemške državne obveznice, ki se je povečal za 12 bazičnih točk in postal manj negativen, kar je delno odražalo preobrat v umiku k varnim naložbam, ki so ga sprožili pretresi v bančnem sektorju. Svet ECB je maja napovedal, da namerava julija 2023 prenehati izvajati ponovno investiranje v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, kar pa ni povzročilo opaznega večanja razmikov. Izjemno gibanje v obravnavanem obdobju je bilo zmanjšanje razmika v donosnosti grških državnih obveznic po prvem krogu parlamentarnih volitev 21. maja. To je okrepilo pričakovanja udeležencev na trgu glede morebitne uvrstitve v višji, naložbeni razred v prihodnjih mesecih. Razmik v donosnosti 10-letne grške državne obveznice se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 60 bazičnih točk.

Graf 18

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

(v odstotnih točkah)



Vira: Refinitiv in izračuni ECB.

Opomba: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja 16. marca 2023. Zadnji podatki se nanašajo na 14. junij 2023.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se zaradi izboljšanega dojemanja tveganj zmanjšali.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda in visoko donosnih podjetniških obveznic so se zmanjšali za 77 oziroma 13 bazičnih točk, kar je skoraj izničilo povečanje med pretresi v bančnem sektorju pred obravnavanim obdobjem. Čeprav so razmiki nekoliko višji, kot so bili pred pretresi v bančnem sektorju, je bruto izdajanje nefinančnih družb v skladu s preteklimi zakonitostmi. Na začetku leta 2023 je bilo bruto izdajanje močnejše od povprečnega bruto izdajanja v zadnjih desetih letih, vendar pa se je skoraj ustavilo, ko so se začeli pretresi v bančnem sektorju in so se razmiki močno povečali, ter se je ponovno okrepilo, ko so razmiki začeli upadati in se je volatiliteta zmanjšala. S tem ko so se nefinančne družbe bile zmožne prilagoditi prevladujočim razmeram na trgu in izdajati manj dolžniških instrumentov ob povečanju razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, so morda preprečile nadaljnje povečanje razmikov med omenjenimi pretresi.

Tečaji delnic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišali, medtem ko so se delniški trgi ustalili v okolju manjše volatilitete (graf 19).

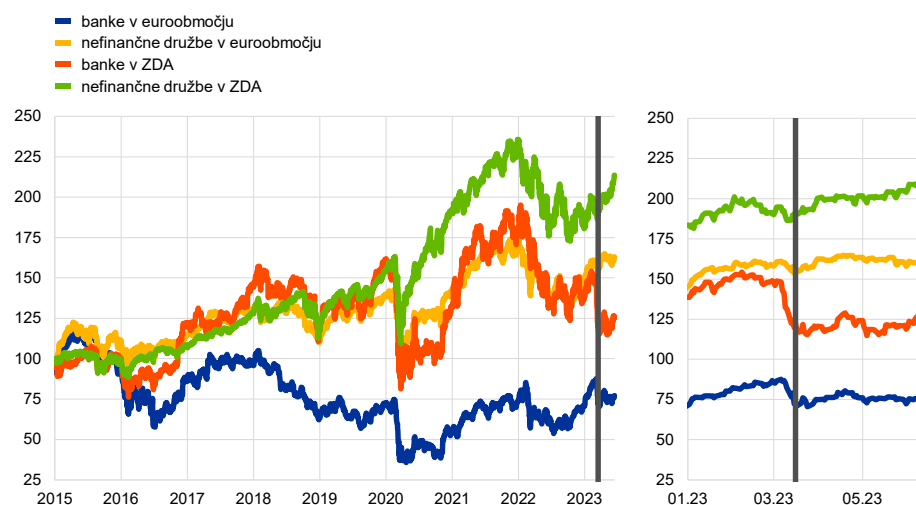
Indeksi delniškega trga v euroobmočju so se splošno povečali za 5%, kar je znatno nadoknadilo izgubo, ki so jo utrpeli med pretresi v bančnem sektorju, vendar tečaji delnic bank še niso v celoti okrevali po izgubi. Ob približevanju roka za omejitev zadolženosti ZDA so bili delniški trgi na obeh straneh Atlantika razmeroma mirni. Ne glede na vztrajnejše zaviranje tečajev delnic ameriških bank so se skupni delniški indeksi v Združenih državah odrezali bolje kot v euroobmočju, spodbudila pa jih je splošna nadpovprečna uspešnost nefinančnih družb – zlasti v tehnološkem sektorju –, ki imajo v ameriških indeksih relativno večjo težo kot v euroobmočju. V

euroobmočju so se tečaji delnic nefinančnih družb zvišali za 4,5% zaradi dividend, višjih od pričakovanih, ter odkupov delnic in višjih kratkoročnih pričakovanj glede dobička, kar se je delno izravnalo s poslabšanjem dolgoročnejših obetov glede dobička, medtem ko so se v ZDA tečaji delnic nefinančnih družb v celotnem obravnavanem obdobju zvišali za 11%. Tečaji delnic bank so se v euroobmočju zvišali za 5,7% in v ZDA za 1,9%.

Graf 19

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Vira: Refinitiv in izračuni ECB.

Opomba: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja dne 16. marca 2023. Zadnji podatki se nanašajo na 14. junij 2023.

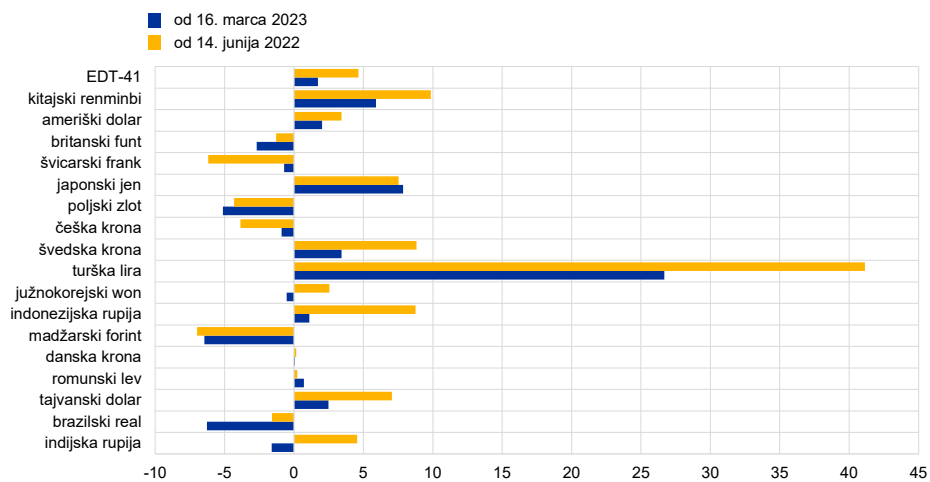
Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, apreciral (graf 20).

Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 1,7%. Če pogledamo dvostranska tečajna gibanja eura v primerjavi s pomembnejšimi valutami, se je euro kljub povečanju razlik v obrestnih merah okrepil glede na ameriški dolar (za 0,2%) ter tudi glede na kitajski renminbi (za 5,9%) in japonski jen (za 7,9%), medtem ko je oslabil glede na britanski funt (za 2,7%) in švicarski frank (za 0,7%). Okrepil se je tudi v razmerju do večine valut nastajajočih tržnih gospodarstev v Aziji in turške lire (za 26,7%), oslabil pa je v razmerju do brazilskega reala (za 6,3%) in valut večine srednje- in vzhodnoevropskih držav članic EU zunaj euroobmočja.

Graf 20

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 14. junija 2023.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Stroški financiranja za banke so se aprila 2023 še naprej večali, kar je pokazatelj nadaljnjega povečanja ključnih obrestnih mer ECB. Povečale so se tudi posojilne obrestne mere bank za podjetja in gospodinjstva, vendar so naraščale počasneje kot v prejšnjih mesecih. Med 16. marcem in 14. junijem 2023 so se stroški lastniškega financiranja in stroški tržnega dolžniškega financiranja le rahlo povišali. V okolju višjih obrestnih mer za posojila, manjšega povpraševanja po posojilih in zaostrenih kreditnih standardov so se bančna posojila podjetjem in gospodinjstvom aprila še naprej umirjala. Denarna dinamika se je še naprej ohlajala kot posledica visokih oportunitetnih stroškov držanja denarja, vse počasnejše kreditne dinamike in zmanjšanja bilance stanja Eurosistema.

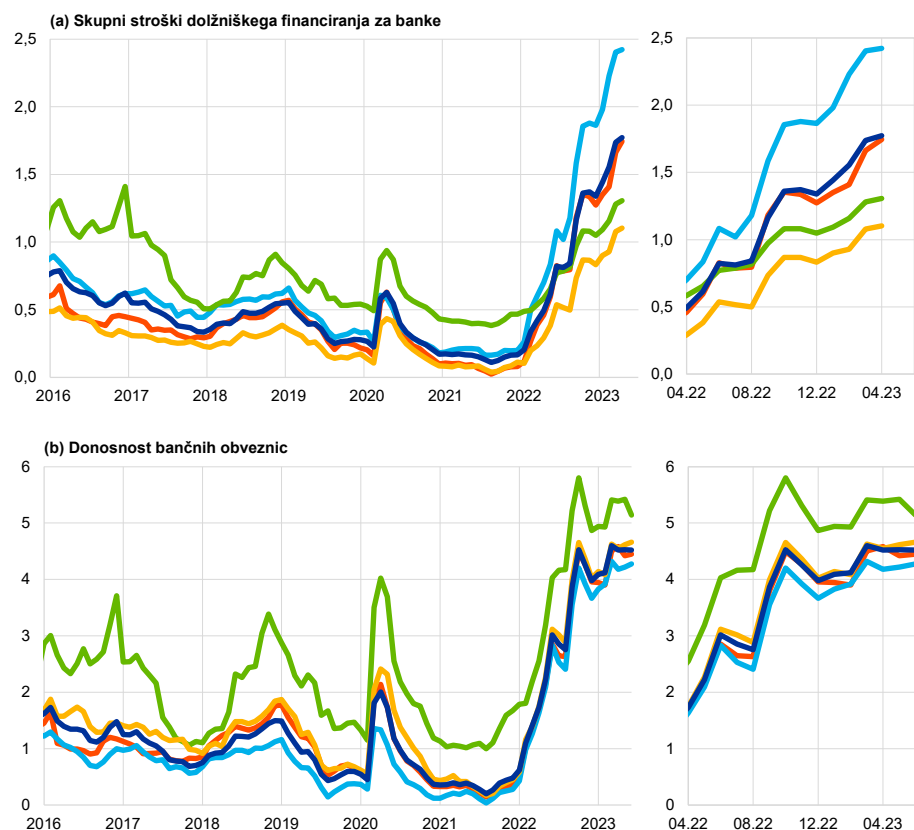
Stroški financiranja bank v euroobmočju so aprila še naprej naraščali, kar je odraz nadaljnjega povečanja ključnih obrestnih mer ECB in depozitnih obrestnih mer. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank v euroobmočju so se aprila še rahlo zvišali in se stabilizirali blizu najvišje ravni v več kot desetih letih (graf 21, slika a). Zadnje zvišanje večinoma odraža višje depozitne obrestne mere, medtem ko je donosnost bančnih obveznic na splošno ostala stabilna (graf 21, slika b). Depozitne obrestne mere so še naprej enakomerno naraščale z nekaj razlikami med instrumenti. Vlagatelji se na vse večji razpon med obrestnimi merami za vezane vloge in obrestnimi merami za vloge čez noč odzivajo s preusmeritvijo svojega imetja z vlog čez noč na vezane vloge in druge instrumente z višjim obrestovanjem. Prenos zvišanja ključnih obrestnih mer ECB na depozitne obrestne mere je bil med bankami precej različen, spremljala pa ga je prerazporeditev obsega vlog med bankami. Varčevalci so prenesli vloge z bank z manj privlačnim obrestovanjem na banke, ki so hitreje zviševale depozitne obrestne mere.

Graf 21

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

(v odstotkih na leto)

■ euroobmočje
■ Nemčija
■ Francija
■ Italija
■ Španija



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

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na april 2023 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in na 14. junij 2023 pri donosnosti bančnih obveznic.

Banke so odplačale sredstva, izposojena v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), kar je povzročilo, da se je presežna likvidnost nadalje zmanjšala, stroški financiranja za banke pa so se povečali. Od rekaliibracije pogojev tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ki so začeli veljati 23. novembra 2022, so banke izvedle obsežna odplačila sredstev, izposojenih v okviru programa. Junija bo odplačanih skupno 1,5 bilijona EUR (obvezna in prostovoljna sredstva), s čimer se bodo neporavnani zneski zmanjšali za približno 72% (v primerjavi z ravno pred rekaliibracijo).⁵ Od septembra 2022 so banke povečale izdajanje obveznic, obrestovanih po merah, višjih od depozitnih obrestnih mer in ključnih obrestnih mer

⁵ Glej »[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 27. oktober 2022.

ECB, medtem ko so se ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja iztekale in vloge zmanjševale.

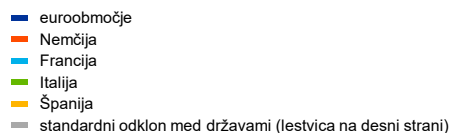
Banke na splošno ostajajo dobro kapitalizirane, čeprav bodo na njihovo posojilno sposobnost verjetno bolj vplivali gibanje pogojev financiranja, obrestno tveganje in kakovost sredstev. V prvem četrtletju 2023 so banke še naprej povečevale svojo dobičkonosnost. To je bilo predvsem posledica njihovih virov neobrestnih prihodkov, medtem ko se je povečanje neto obrestnih prihodkov v letu 2022 ustavilo zaradi šibke rasti posojil in na splošno stabilnih neto obrestnih marž. Pretresi v bančnem sektorju v marcu so povzročili padec cen delnic bank in večanje razmikov za bolj tvegane bančne obveznice, kot so podrejene obveznice in instrumenti dodatnega temeljnega kapitala (Tier 1). Dobičkonosnost bank trenutno obremenjuje povečan pritisk financiranja kot posledica višjih depozitnih obrestnih mer in velika odplačila v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Kar zadeva kakovost sredstev v bilancah stanja bank, se je delež nedonosnih posojil še naprej zmanjševal, vendar se pojavljajo znaki višjih kreditnih tveganj, saj se je povečal delež posojil z manjšo zamudo pri odplačilu, zlasti iz izpostavljenosti do sektorjev, kot so poslovne nepremičnine, na katere močnejše vpliva cikel zaostrovanja denarne politike. Kar zadeva izpostavljenost bank obrestnemu tveganju, so nerealizirane izgube vrednostnih papirjev v posesti do zapadlosti trenutno pod precejšnjim tržnim nadzorom, čeprav so bile do zdaj razmeroma omejene.

Posojilne obrestne mere bank za podjetja in gospodinjstva so se aprila 2023 še povečale, vendar so naraščale počasneje kot v prejšnjih mesecih. Zaostrovanje denarne politike ECB se prenaša na posojilne pogoje bank, pri čemer se posojilne obrestne mere zvišujejo in kreditni standardi zaostrejejo. Bančne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam so se aprila zvišale na 4,38%, kar je najvišja raven od konca leta 2008. Ta odstotek se je povečal s 4,22% v marcu 2023 in 1,83% v juniju 2022, preden se je začel cikel zaostrovanja. Nedavno zvišanje je bilo posledica višjih obrestnih mer za posojila z obdobjem fiksne obrestne mere do enega leta, medtem ko so se obrestne mere za posojila z daljšim obdobjem fiksne obrestne mere znižale. Aprila so se dodatno zvišale tudi posojilne obrestne mere bank za posojila gospodinjstvom za nakup stanovanja, in sicer s 3,37% marca in 1,97% junija 2022 na 3,44%. Zvišanje v aprilu je bilo posledica višjih obrestnih mer za hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero, medtem ko so obrestne mere za hipoteke s fiksno obrestno mero znižale prvič, odkar se je začel trend naraščanja decembra 2021. Posojilne obrestne mere so se na splošno povečevale hitreje kot v prejšnjih ciklih zviševanja, kar je predvsem posledica hitrejšega zvišanja obrestnih mer ECB. Rezultati [ankete o pričakovanjih potrošnikov](#) iz aprila 2023 kažejo, da potrošniki pričakujejo, da se bodo hipotekarne obrestne mere v naslednjih 12 mesecih začele stabilizirati. V anketi je velik neto delež potrošnikov pričakoval, da bo vse težje dobiti stanovanjska posojila. Razmik med obrestnimi merami bank za mala in velika posojila je aprila ostal stabilen in nizek v primerjavi s preteklostjo, čeprav se je med državami nekoliko razlikoval. Razpršenost obrestnih mer za posojila podjetjem in gospodinjstvom po državah je ostala na nizki ravni (graf 22, sliki a in b).

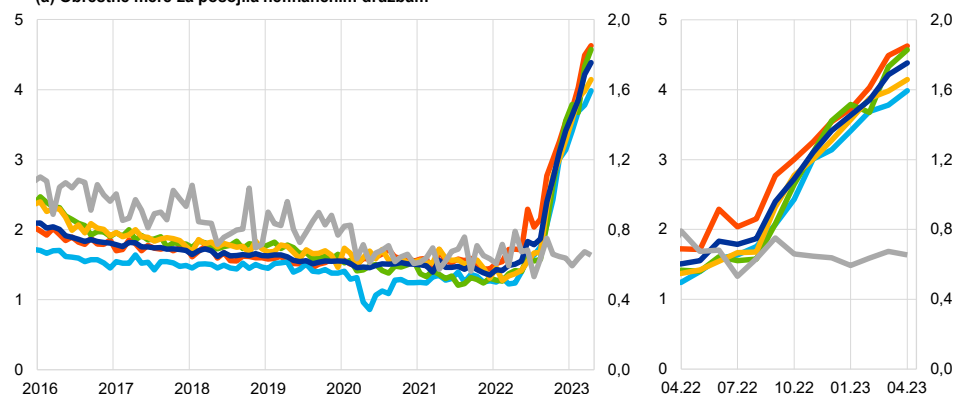
Graf 22

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

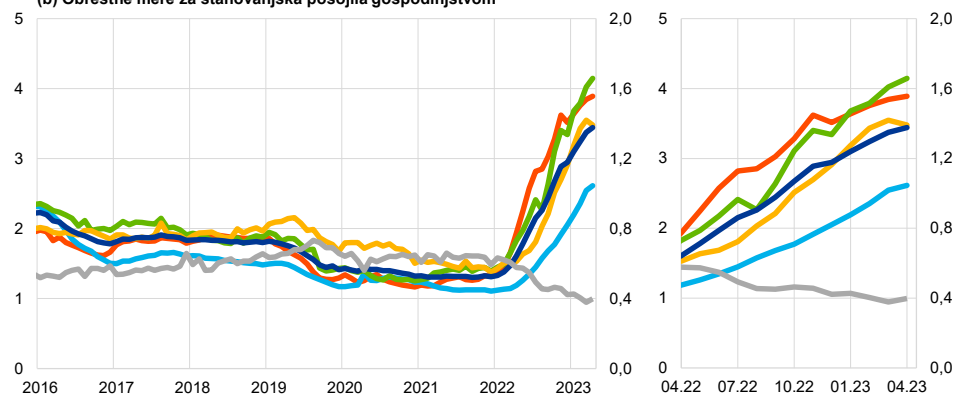
(v odstotkih na leto; standardni odklon)



(a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



(b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Vir: ECB.

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

Od 16. marca do 14. junija 2023 so se stroški lastniškega financiranja za nefinančne družbe in stroški tržnega dolžniškega financiranja le malo povečali.

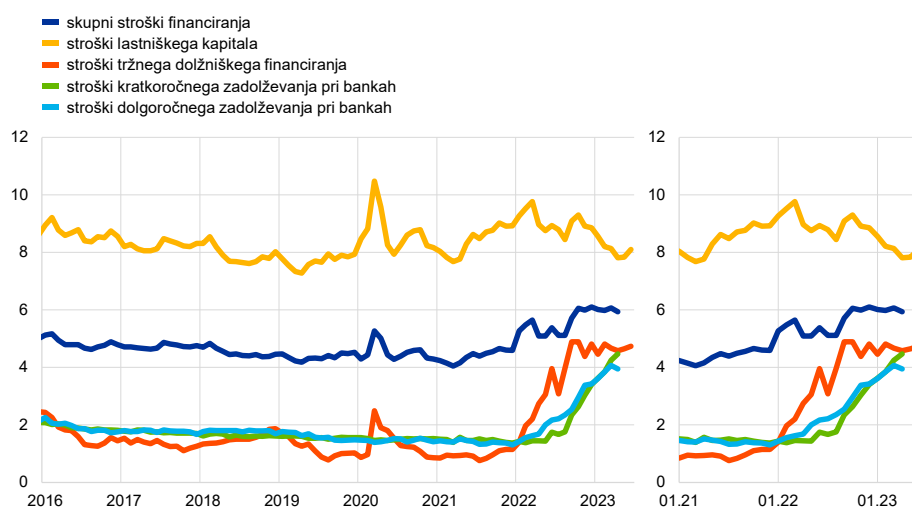
Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah je mogoče skupne stroške financiranja za nefinančne družbe – tj. skupne stroške bančnih posojil, stroške tržnega dolžniškega financiranja in stroške lastniškega financiranja – 14. junija izračunati samo do aprila 2023, ko so znašali 5,9%, kar je malo manj kot mesec prej (graf 23). To je posledica aprilskega znižanja stroškov vseh komponent financiranja nefinančnih družb, razen stroškov kratkoročnega zadolževanja pri bankah, ki so se močno povečali. Čeprav so se skupni stroški financiranja aprila 2023 nekoliko znižali z najvišje ravni, dosežene oktobra 2022, so ostali blizu visokih ravni, doseženih septembra 2022 in pred tem konec leta 2011. V obravnavanem obdobju od 16. marca do 14. junija so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in stroški lastniškega financiranja nekoliko povečali. Stroški tržnega

dolžniškega financiranja so se povečali zaradi višjih netveganih obrestnih mer, povečanje pa je bilo delno odtehtano z zmanjšanimi razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda in predvsem visoko donosnih obveznic, ki so jih izdale nefinančne družbe. Rahlo zvišanje netveganih obrestnih mer je bilo tudi posledica rahlega zvišanja stroškov lastniškega financiranja, saj se premija za tveganje lastniških vrednostnih papirjev v obravnavanem obdobju ni spreminjala.

Graf 23

Nominalni stroški zunanega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



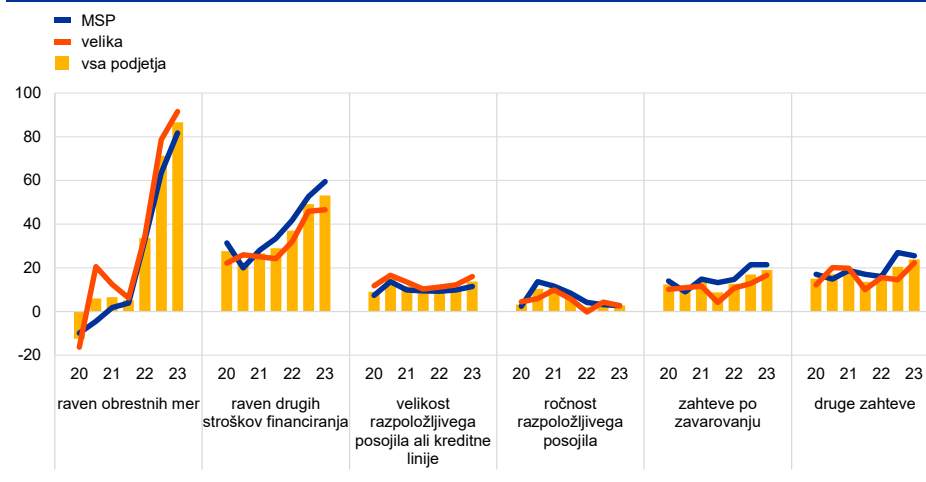
Viri: ECB in ocene ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg in Thomson Reuters.

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja na podlagi stanj. Zadnji podatki so za 14. junij 2023 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevni podatkov), za 9. junij 2023 pri stroških lastniškega financiranja (tedenski podatki) ter za april 2023 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

V anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) so podjetja v vseh razredih velikosti opozorila na dodatno zaostrovanje pogojev financiranja v obdobju od oktobra 2022 do marca 2023. Neto delež podjetij, ki so poročala o višjih obrestnih merah bank, se je z 71% v prejšnji anketi povečal na 87% (graf 24). To je najvišje povečanje od začetka izvajanja ankete v letu 2009, kar kaže, da se zaostrovanje denarne politike postopno prenaša na stroške zadolževanja podjetij. Poleg tega je neto 53% podjetij (prej 49%) poročalo o povečanju drugih stroškov financiranja, kot so opravnine in provizije. Kaže, da je splošno povečanje bančnih obrestnih mer in drugih stroškov podobno za mala in srednja podjetja (MSP) ter velika podjetja. Podjetja so poročala tudi o strožjih zahtevah po zavarovanju v neto vrednosti, pa tudi o podaljšanju ročnosti in povečanju obsega posojil. Le malo podjetij je poročalo o ovirah pri pridobivanju bančnih posojil (7%, enako kot v prejšnji anketi).

Graf 24

Spremembe pogojev financiranja pri bankah za podjetja euroobmočja
(v neto odstotkih anketirancev)



Vir: Anketa ECB o dostopnosti financiranja za podjetja.

Opombe: Podatki temeljijo na podjetjih, ki so zaprosila za posojila pri bankah (vključno s subvencioniranimi bančnimi posojili), kreditne linije ali prekoračitve stanja na računu ali kreditnih karticah. Neto odstotki so razlika med deležem podjetij, ki so glede določenega dejavnika poročala o povečanju, in podjetij, ki so poročala o zmanjšanju. Podatki se nanašajo na dvajseti do osemindvajseti krog ankete (od oktobra 2019–marca 2020 do oktobra 2022–marca 2023).

Podjetja so poročala, da so se njihove vrzeli pri financiranju še naprej povečevale in da pričakujejo, da bo razpoložljivost večine virov zunanjega financiranja v prihodnosti postala bolj omejevalna. Neto delež podjetij v

euroobmočju, ki so poročala o povečanju vrzeli pri zunanjem financiranju – razlika med spremembo povpraševanja po zunanjem financiranju in spremembo ponudbe zunanjega financiranja – je znašal 6% (zmanjšanje z 9% v prejšnji anketi). Če se prejšnja anketa ne upošteva, je bilo to največje povečanje vrzeli pri financiranju od leta 2013. Povečanje je odražalo porast potreb po financiranju, o katerem so poročala podjetja, in poslabšanje razpoložljivosti večine virov financiranja. V prihodnjem obdobju neto 17% podjetij pričakuje, da se bo razpoložljivost bančnih posojil med aprilom in septembrom 2023 še zmanjšala. Podjetja na splošno pričakujejo tudi, da se bo v naslednjih šestih mesecih razpoložljivost kreditnih linij in komercialnih kreditov še poslabšala, razpoložljivost tržnega financiranja pa naj bi v prihodnosti ostala približno nespremenjena.

V okolju višjih obrestnih mer, manjšega povpraševanja po posojilih in zaostrenih kreditnih standardov so se bančna posojila podjetjem in gospodinjstvom aprila še naprej umirjala. Medletna stopnja rasti posojil

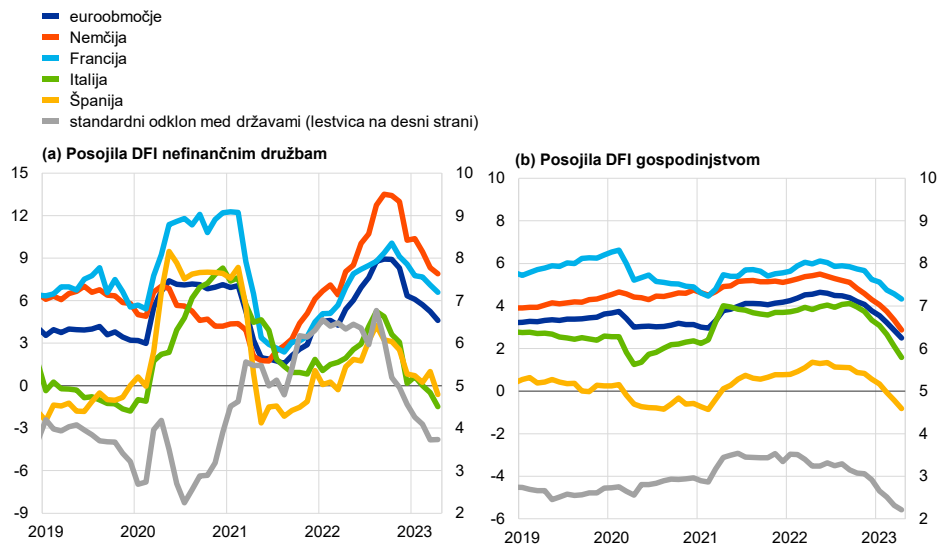
nefinančnim družbam se je znižala s 5,2% v marcu na 4,6% v aprilu (graf 25, slika a). Mesečni tokovi posojil nefinančnim družbam so bili od novembra 2022 v povprečju rahlo negativni. Upočasnitev je bila zabeležena v največjih gospodarstvih in odraža precejšnje zmanjšanje povpraševanja po posojilih, delno zaradi višjih obrestnih mer za posojila in nadaljnje precejšnje zaostritve kreditnih standardov. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je znižala z 2,9% marca na 2,5% aprila (graf 25, slika b) zaradi slabšanja obetov na stanovanjskem trgu, precejšnjega nadaljnega zaostrovanja kreditnih standardov bank in višjih obrestnih mer za posojila. K znižanju je prispevalo predvsem nadaljnje zmanjševanje rasti stanovanjskih posojil. K slabitvi pa so od začetka leta 2023 prispevala tudi druga

posojila gospodinjstvom, predvsem tista, odobrena samostojnim podjetnikom (tj. nekorporativnim malim podjetjem), ki so padala iz meseca v mesec.

Graf 25

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

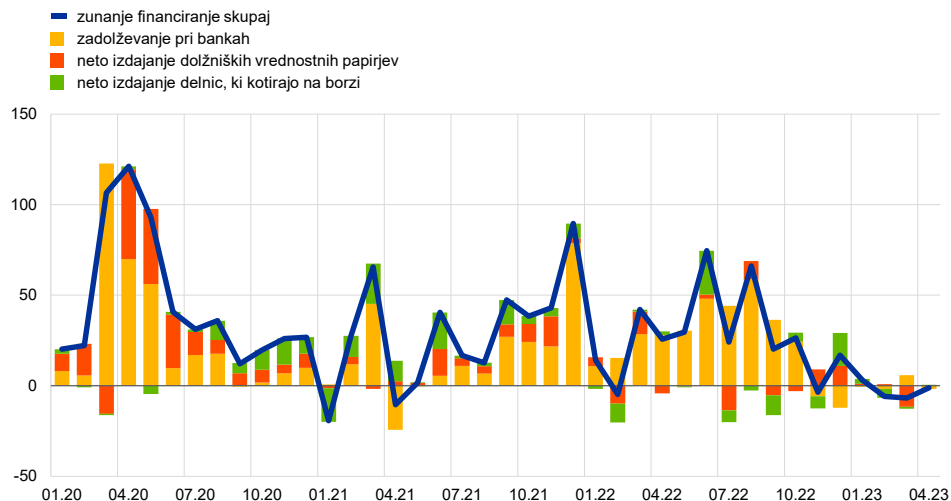
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april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

Rast neto zunanjega financiranja podjetij v euroobmočju se je v prvem četrtletju leta 2023 in aprila umirila, kar odraža nizke stopnje dolžniškega financiranja. Medletna stopnja rasti neto zunanjega financiranja se je znižala z 2,2% v januarju 2023 na 1,7% v aprilu (graf 26). Tokovi posojil so bili šibki v absolutnih vrednostih in glede na prejšnja leta. To gibanje odraža manjše potrebe podjetij po financiranju, saj je bila gospodarska aktivnost še vedno šibka, obrestne mere za posojila so se povečevale in kreditni standardi bank zaostrovali. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev se je skrčilo zaradi večjih odkupov in manjšega bruto izdajanja. Izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je bilo kljub nižjim stroškom lastniškega financiranja za podjetja na splošno umirjeno zaradi nizke aktivnosti v smislu prvih javnih prodaj ter prevzemov in združitvev, pri čemer je nekaj multinacionalnih družb odkupilo delnice nazaj, izplačila dividend pa so bila višja.

Graf 26

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju

(mesečni tokovi; v milijardah EUR)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

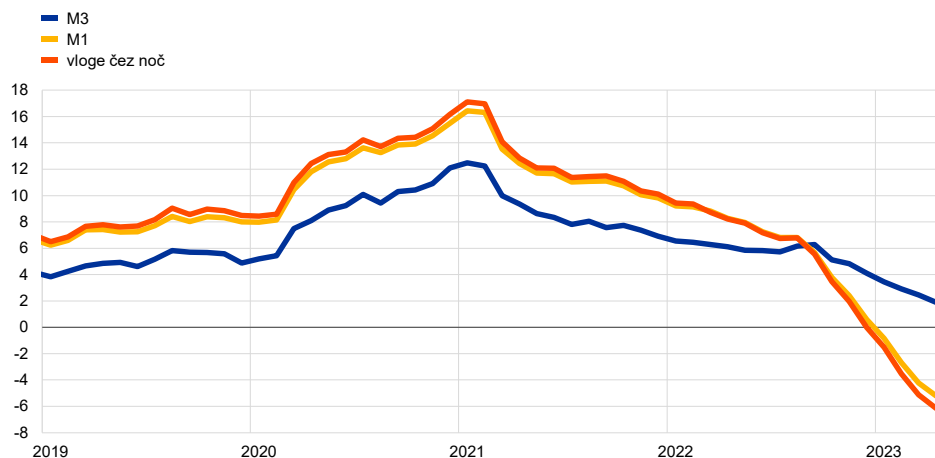
Opombe: Neto zunanje financiranje je vsota zadolževanja pri bankah (posojil denarnih finančnih institucij, DFI), neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev.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

Vloge čez noč so se aprila dodatno skrčile zaradi prerazporeditve sredstev v instrumente z višjim obrestovanjem. Po medletnem upadu v marcu za 5,1% so se vloge čez noč aprila zmanjšale še za 6,1%, kar je največje zmanjšanje od začetka ekonomske in monetarne unije leta 1999 (graf 27). To je zlasti posledica obsežne zamenjave vlog čez noč z vezanimi vlogami in tudi z drugimi instrumenti z višjim obrestovanjem, kot so delnice in obveznice skladov denarnega trga. Izraža dejstvo, da se obrestne mere za vloge čez noč počasneje prilagajajo spremembam obrestnih mer ECB kot obrestne mere za vezane vloge. Dejstvo, da je bilo zaostrovanje politike ECB hitrejše kot v prejšnjih ciklih zaostrovanja, pojasnjuje izjemne količine, ki se prerazporejajo.

Graf 27

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2023.

Denarna dinamika se je še naprej ohlajala kot posledica visokih oportunitetnih stroškov držanja denarja, vse počasnejše kreditne dinamike in zmanjšanja bilance stanja Eurosistema. Medletna rast širokega denarja (M3) se je znižala z 2,5% v marcu na 1,9% v aprilu, kar je najmanj od julija 2014 (graf 27). Medmesečne spremembe širokega denarja so negativne od decembra 2022. Ožji denar (M1) se je po 4,2-odstotnem zmanjšanju v marcu aprila še dodatno skrčil za 5,2%. Nadaljnje zniževanje rasti denarja je mogoče pojasniti s povečevanjem oportunitetnih stroškov držanja denarja in vse počasnejšo kreditno dinamiko. Prenos zvišanja obrestnih mer ECB na pogoje financiranja spodbuja nedenarne sektorje, naj sredstva preusmerijo iz vlog čez noč v vezane vloge ter manj v bančne obveznice, sklade denarnega trga in državne vrednostne papirje. Ker se je marca 2023 končalo ponovno investiranje vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, se je zmanjšal portfelj vrednostnih papirjev Eurosistema, to pa je povzročilo samodejen odliv likvidnih sredstev iz finančnega sistema. K oslabitvi denarne dinamike nazadnje prispevajo tudi odplačila v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, saj banke spodbujajo k izdaji obveznic z daljšo ročnostjo, ki niso vključene v M3.

6 Javnofinančna gibanja

Kot kažejo letošnje junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, se javnofinančni obeti v euroobmočju ob postopnem umikanju javnofinančne podpore še naprej izboljšujejo. Kljub izboljšanju javnih financ naj bi bila v celotnem obdobju projekcij primanjkljaj in dolg po pričakovanjih še vedno precej večja kot pred pandemijo. Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju se bo tako po napovedih v letu 2023 znižala na 3,2% BDP, v letih 2024 in 2025 pa se bo ustalila na ravni okrog 2,5%. Pričakuje se, da bo naravnost javnofinančne politike v euroobmočju v letu 2023 približno nevtralna, v letu 2024 naj bi se precej zaostrila, nato pa v letu 2025 spet postala približno nevtralna. Kumulativno v celotnem obdobju projekcij se bo javnofinančna politika nekoliko zaostrila, vendar bo zaradi obsežnih javnofinančnih ukrepov, uvedenih med pandemijo, in poznejšega šoka zaradi stroškov energije še vedno razmeroma spodbujevalna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se po napovedih z 91% v letu 2022 zmanjšal na okrog 87% v letu 2025. Z vidika fiskalne politike bi morale vlade ob popuščanju energetskega šoka z njim povezane podporne ukrepe pravočasno in usklajeno zmanjšati, da bi tako preprečili povečanje srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi česar bi bil potreben odločnejši odziv denarne politike. Fiskalne politike bi morale biti zasnovane tako, da bodo zagotavljale produktivnejše gospodarstvo euroobmočja in postopno zmanjšanje velikega javnega dolga. Reformo okvira ekonomskega upravljanja v EU bi bilo treba hitro zaključiti, ECB pa v skladu s svojimi pristojnostmi trenutno pripravlja mnenje o [zakonodajnih predlogih](#) Komisije, objavljenih 26. aprila 2023.

Strokovnjaki Eurosistema v junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij zmerno izboljšal.⁶ Proračunski primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v letu 2023 zmanjšal na 3,2% BDP, v letu 2024 na 2,6% BDP in v letu 2025 na 2,5% BDP (graf 28). Zmanjšanje je predvsem posledica manjšega ciklično prilagojenega primarnega primanjkljaja in manj izboljšanja ciklične

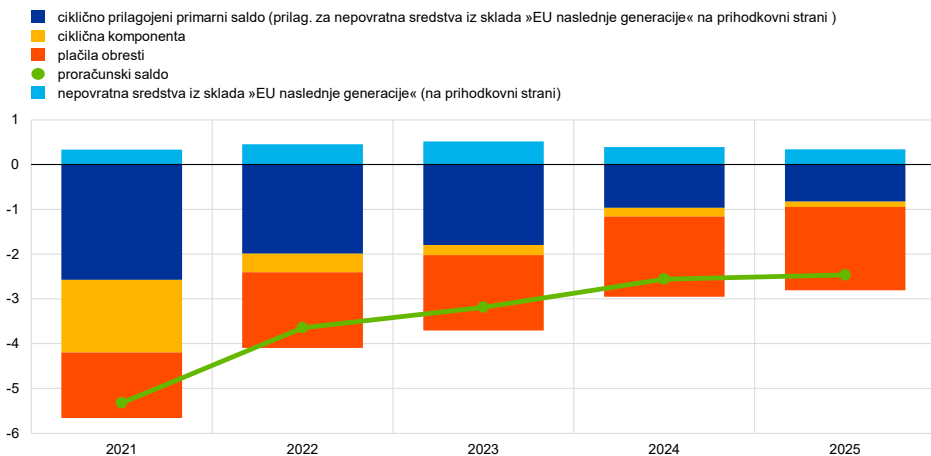
komponente. Hkrati naj bi se plačila obresti kot delež BDP nekoliko povečala. Kar zadeva primarni primanjkljaj v euroobmočju, nanj večinoma vpliva nadaljnje zmanjševanje ukrepov javnofinančne podpore, ki so jih vlade izvajale zaradi energetskega šoka in visoke inflacije. Po zdajšnjih ocenah bodo ti ukrepi v letu 2023 na ravni euroobmočja znašali 1,6% BDP in v letu 2024 0,5% BDP, nato pa se bodo v letu 2025 zmanjšali na okrog 0,2% BDP.

⁶ Glej »[Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, objavljene 15. junija 2023 na spletnem mestu ECB.

Graf 28

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Naravnost javnofinančne politike⁷ v euroobmočju naj bi bila v letu 2023 približno nevtralna, v letu 2024 naj bi se precej zaostрила, nato pa v letu 2025 spet postala približno nevtralna.

Približno nevtralno naravnost javnofinančne politike v letu 2023 je mogoče pripisati predvidenemu delnemu obratu po nepričakovanih prihodkih v obdobju 2021–2022, predvsem zaradi pozitivnega vpliva visoke inflacije na javne finance, kar naj bi bilo večinoma odtehtano z določenim zaostrovanjem skupnih diskrecijskih javnofinančnih ukrepov. Omenjeno zaostrovanje je posledica odprave nekaterih spodbujevalnih ukrepov, uvedenih v državah kot odziv na pandemijo, in statistične prerazvrstitve v Italiji. V letu 2024 naj bi se naravnost javnofinančne politike precej zaostрила predvsem zaradi odprave približno 70% javnofinančne podpore v zvezi z energijo in inflacijo, ki so jo države v euroobmočju uvedle leta 2023. Po letu 2023 naj bi se po napovedih zmanjšala tudi podpora iz nepovratnih sredstev sklada »EU naslednje generacije«, medtem ko naj bi zaostrovanje naravnosti javnofinančne politike v letih 2024 in 2025 ublažil določen nadaljnji obrat pri nepričakovanih prihodkih.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se po projekcijah še naprej zmanjševal in do konca leta 2025 dosegel dobrih 87% BDP.

Potem ko se je delež dolga v letu 2020 zaradi odziva vlad euroobmočja na koronavirusno krizo povečal za okrog 13 odstotnih točk na okrog 97%, je v letu 2022 dosegel 91% BDP, v letu 2023 naj bi se zmanjšal na okrog 89% BDP, nato pa v letu 2025 še na okrog 87% BDP. Zmanjševanje je predvsem posledica negativne razlike med obrestno mero in stopnjo nominalne rasti BDP, ki naj bi, čeprav se je po letu 2022 zmanjšala,

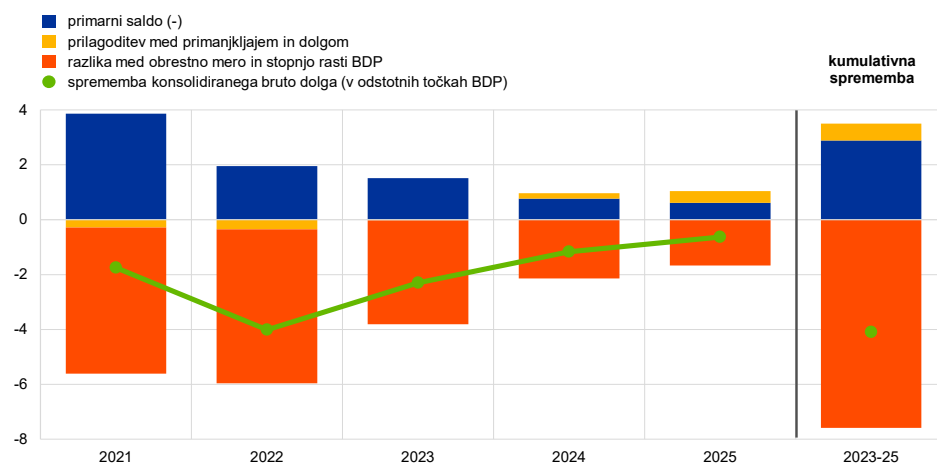
⁷ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

po projekcijah še naprej več kot odtehtala primarni primanjkljaj (graf 29). Prispevek prilagoditve med primanjkljajem in dolgom naj bi bil v letu 2023 nevtralen, vendar naj bi se zaradi njega bruto dolg v obeh zadnjih letih napovedi zmerno povečal. Kljub postopnemu zmanjševanju skupnega deleža javnega dolga euroobmočja naj bi ta vse do leta 2025 ostal večji kot pred pandemijo (za skoraj 3 odstotne točke).

Graf 29

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bil proračunski saldo euroobmočja za leto 2023 popravljen malenkost navzgor, za leto 2024 pa v podobnem obsegu ponovno navzdol. Popravka sta predvsem posledica sprememb primarnega salda, čeprav popravek za leto 2023 navzgor temelji tudi na napovedi, da bodo odhodki za obresti kot delež BDP rahlo manjši, kot je bilo predhodno pričakovano. Obeti za primarni saldo bodo večinoma skladni s popravki obsega diskrecijskih javnofinančnih ukrepov..

Ob popuščanju energetskega šoka bi morale vlade z njo povezane podporne ukrepe pravočasno in usklajeno zmanjšati. S tem bi preprečili povečanje srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi česar bi bil potreben odločnejši odziv denarne politike. Fiskalne politike bi morale biti zasnovane tako, da bodo zagotavljale produktivnejše gospodarstvo euroobmočja in postopno zmanjšanje velikega javnega dolga. Podobno je Evropska komisija v svojem letnem [spomladanskem svežnju evropskega semestra](#), ki je bil objavljen 24. maja 2023 in v katerem so upoštevane splošne smernice iz njenih [smernic za fiskalno politiko za leto 2024](#), priporočila, naj vlade svoje ukrepe javnofinančne podpore umaknejo do konca letošnjega leta. Komisija je navedla tudi, da bo splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast ob koncu leta 2023 deaktivirana. Poleg tega je potrdila, da bo predlagala, naj se spomladi 2024 na podlagi podatkov o realizaciji za leto 2023 začnejo postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

Kar zadeva [zakonodajne predloge](#) Evropske komisije za reformo okvira ekonomskega upravljanja v EU, objavljene 26. aprila 2023, ECB trenutno pripravlja mnenje v skladu s svojimi pristojnostmi.⁸

⁸ Po objavi njenega s tem povezanega [sporočila](#) 9. novembra 2022 in [sklepov Sveta o usmeritvah za reformo okvira ekonomskega upravljanja EU](#).

Okvirji

1 Ali sestava prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, vpliva na impulz potrošnji?

Pripravili Niccolò Battistini, Virginia Di Nino in Johannes Gareis

Gospodinjstva v euroobmočju in ZDA so po izbruhu pandemije ustvarila visoke prihranke, ki presegajo trend pred pandemijo.¹ V obdobju od prvega četrtega leta 2020 do zadnjega četrtega leta 2022 je skupni obseg presežnih prihrankov vztrajno naraščal in dosegel 11,3% trendnega (bruto) razpoložljivega dohodka v euroobmočju. V ZDA je skupni obseg presežnih prihrankov v tretjem četrletju 2021 dosegel 13,2%, v zadnjem četrletju 2022 pa se je zmanjšal na 7,9%.² Če upoštevamo nominalno vrednost, kaže velik obseg presežnih prihrankov v obeh gospodarstvih na možnost znatnega impulza potrošnji, ki je opredeljen kot takojšnja spodbuda k potrošnji zaradi teh prihrankov. Poleg tega kaže na večji preostali impulz potrošnji v euroobmočju v primerjavi z ZDA, kjer se je potrošnja v obdobju po pandemiji bistveno bolj povečala. Poleg obsega ima sestava presežnih prihrankov ključno vlogo pri določitvi implicitnega impulza potrošnji. V tem okvirju je predstavljena ocena sestave presežnih prihrankov in izvedena kalibracija modela splošnega ravnovesja s pomočjo heterogenih agentov. Ta pristop temelji na metodologiji, ki jo uporabljajo Auclert et al. za merjenje impulza potrošnji v obeh jurisdikcijah.³

Poleg obsega prihrankov med pandemijo je sestava presežnih prihrankov pomembna zaradi dveh razlogov. Prvič, presežni prihranki se razporedijo po vrstah premoženja z različnimi stopnjami likvidnosti, kar je njihov prvi (delni ravnovesni) impulz potrošnji. Drugič, vpliv presežnih prihrankov na impulz potrošnji je odvisen tudi od širše dinamike (splošnega ravnovesja): po eni strani se z dinamično prerazporeditvijo prihrankov s strani nekaterih gospodinjstev v druga gospodinjstva podaljša trajanje impulza potrošnji, po drugi strani pa se s pričakovanjem gospodinjstev glede prihodnje prerazporeditve zmanjša velikost impulza potrošnji, saj gospodinjstva sčasoma prilagajajo svoj vzorec potrošnje.

¹ Za razpravo o tej temi glej okvirje z naslovom »COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjstev: previdnostno ali prisilno?«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020; »COVID-19 and the increase in household savings: an update«, *Economic bulletin*, številka 5, ECB, 2021; »The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook«, *Economic bulletin*, številka 5, ECB, 2021; »The recent drivers of household savings across the wealth distribution«, *Economic bulletin*, številka 3, ECB, 2022, in »Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption«, *Economic bulletin*, številka 5, ECB, 2022. Kar zadeva gonila potrošnje na strani povpraševanja, glej članek z naslovom »The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

² Obseg presežnih prihrankov je mogoče oceniti kot kumulativno razliko med dejanskimi prihranki in ekstrapoliranim trendom pred pandemijo (2015–2019). Enako metodologijo so pri podatkih za ZDA uporabili Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L., in Pinto, E., »Excess Savings during the COVID-19 Pandemic«, *FEDS Notes*, 21. oktober 2022. Medtem ko se ocena obsega presežnih prihrankov razlikuje glede na uporabljeno metodologijo, se kvalitativni rezultati primerjave med euroobmočjem in ZDA v tem okvirju pri uporabi alternativnih metod ne spremenijo (na primer ocena obsega presežnih prihrankov kot kumulativne razlike med trenutno stopnjo varčevanja in stopnjo pred pandemijo).

³ Glej Auclert, A., Rognlie, M., in Straub, L., »The Trickling Up of Excess Savings«, *NBER Working Paper Series*, št. 30900, januar 2023.

Empirični dokazi kažejo, da se lahko učinki delnega in splošnega ravnovesja različno odražajo v euroobmočju in ZDA.

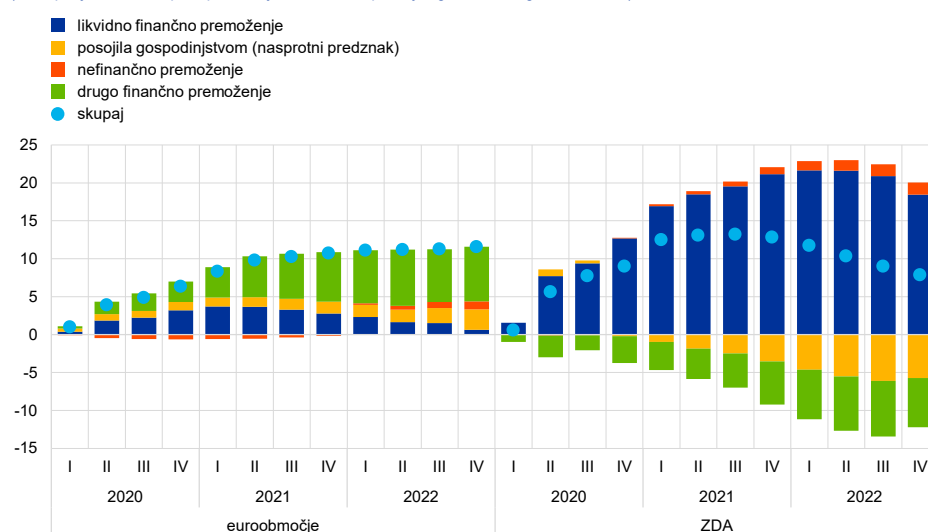
Med letoma 2020 in 2022 so se v euroobmočju presežni prihranki večinoma kopičili v nelikvidnem, v ZDA pa pretežno v likvidnem premoženju. V

euroobmočju so bili med prvim četrletjem 2020 in zadnjim četrletjem 2022 presežni prihranki naloženi v nefinančno premoženje, kot so stanovanja, ter v razmeroma nelikvidno finančno premoženje, kot so delnice in obveznice, uporabljeni pa so bili tudi za odplačevanje posojil. Gledano v celoti so se te oblike kumuliranih presežnih prihrankov vztrajno povečevale in v zadnjem četrletju 2022 dosegle 10,8% trendnega razpoložljivega dohodka (graf A). Nasprotno so kumulativni presežki prihrankov v (najbolj) likvidnem finančnem premoženju, kot so gotovina in vloge, v prvem četrletju 2021 dosegli najvišjo vrednost, in sicer 3,7% trendnega razpoložljivega dohodka, nato pa so se v zadnjem četrletju 2022 zelo zmanjšali na 0,6%. V ZDA je bila sestava kumulativnih presežnih prihrankov ob koncu leta 2022 precej drugačna. Likvidno finančno premoženje je znašalo 18,5% trendnega razpoložljivega dohodka, medtem ko se je nelikvidno premoženje znižalo pod trend pred pandemijo za 10,6%, kar odraža tudi precejšnje kopičenje novih posojil.⁴

Graf A

Razporeditev kumuliranih presežnih prihrankov po vrstah premoženja

(odstopanja od trenda pred pandemijo, odstotki razpoložljivega dohodka glede na trend)



Viri: Eurostat, Federal Reserve Board in izračuni ECB.

Opombe: Vsaka postavka predstavlja kumulirano vrednost, ki presega trend, ocenjen med letoma 2015 in 2019. Likvidno finančno premoženje se nanaša na gotovino in vloge. Nefinančno premoženje se nanaša na investicije v osnovna sredstva. Drugo finančno premoženje je izračunano kot preostanek ter se večinoma nanaša na delnice in obveznice.

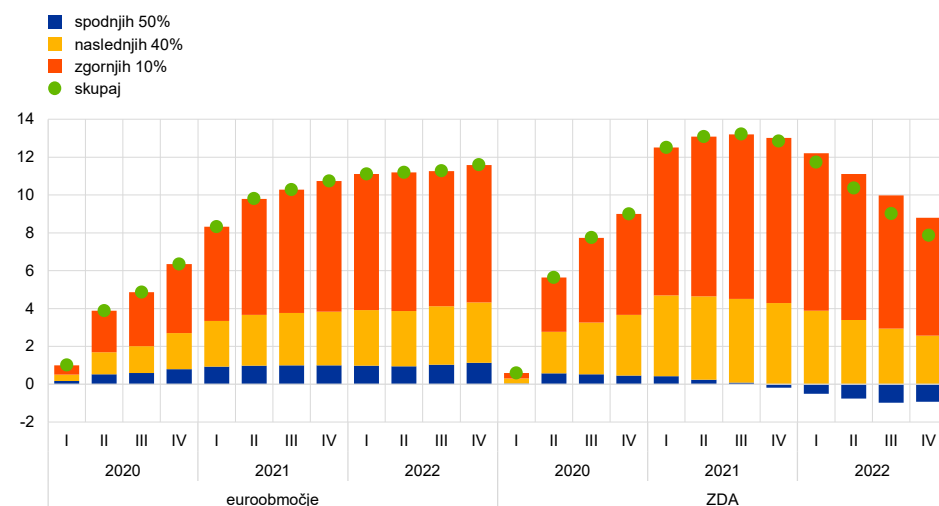
⁴ Nagnjenost ameriških gospodinjstev, da svoje presežne prihranke iz obdobja pandemije nalogajo v likvidno premoženje, potrjujeta Abdelrahman, H., in Oliveira, L. E., v »[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)«, *Economic Letter*, FRBSF, 8. maj 2023. V referenčnem obdobju lahko gibanja posojil gospodinjstvom zabišejo učinke ameriškega fiskalnega svežnja (zakon o pomoči, olajšavah in ekonomski varnosti zaradi epidemije koronavirusa). To je vključevalo restrukturiranje nekaterih vrst posojil (študentska posojila in nekatere hipoteke), ki so jih posojilodajalci po lastni presoji ponudili tudi za druge vrste posojil. Poleg tega je bil del zapadlih posojil razvrščen v restrukturiranje, kar je navidezno povečalo tokove posojil gospodinjstvom. Glej Dettling, L., in Lambie-Hanson, L., »[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)«, *FEDS Notes*, 4. marec 2021.

V zadnjih treh letih so se presežni prihranki vse bolj skoncentrirali na premožnejša gospodinjstva na obeh straneh Atlantika. Analiza razporeditve presežnih prihrankov med gospodinjstvi združuje oceno zgoraj omenjene porazdelitve glede na vrste premoženja z informacijami iz anket o sestavi portfeljev gospodinjstev glede na razporeditev neto premoženja.⁵ Ocenjena porazdelitev presežnih prihrankov kaže vse večjo koncentracijo med razmeroma premožnimi gospodinjstvi, zlasti v ZDA (graf B). Delež kumulativnih presežnih prihrankov gospodinjstev iz zgornjih 10 odstotkov lestvice se je povečal z manj kot polovice v prvem četrtletju 2020 v obeh gospodarstvih na skoraj dve tretjini v euroobmočju in več kot tri četrtine v ZDA v zadnjem četrtletju 2022. Vendar pa razmeroma večji delež presežnih prihrankov med manj premožnimi gospodinjstvi v euroobmočju ne pomeni večjega impulza potrošnji v primerjavi z ZDA. Razlog za to je, da je presežne prihranke v euroobmočju večinoma sestavljalo razmeroma nelikvidno premoženje, vključno s stanovanjskim premoženjem in odplačili posojil, ki predstavljajo pomemben delež portfeljev gospodinjstev v spodnjem delu lestvice.

Graf B

Porazdelitev kumuliranih presežnih prihrankov po skupinah gospodinjstev

(odstopanja od trenda pred pandemijo, odstotki razpoložljivega dohodka glede na trend)



Viri: Eurostat, ECB (vključno z eksperimentalnimi distribucijskimi računi premoženja), Urad za ekonomske analize ZDA, Federal Reserve Board (vključno z distribucijskimi finančnimi računi) in izračuni ECB.

Opombe: Model vključuje tri skupine gospodinjstev, ki ustrezajo spodnjim 50%, naslednjim 40% in zgornjim 10% lestvice presežnih prihrankov. Razporeditev presežnih prihrankov po gospodinjstvih se določi z množenjem deleža premoženja v portfelju vsake skupine gospodinjstev (razporeditveni računi) z ocenjenimi presežnimi prihranki v posameznem razredu premoženja.

Uporablja se model heterogenih agentov, da se poveže ocenjena razporeditev presežnih prihrankov glede na premoženje in gospodinjstva z impulzom potrošnji ob upoštevanju delnih in splošnih učinkov ravnovesja. Model vključuje tri skupine gospodinjstev, ki ustrezajo spodnjim 50%, naslednjim 40% in zgornjim 10% na lestvici presežnih prihrankov. V skladu z delnim ravnovesjem se

⁵ Za euroobmočje se porazdelitev presežnih prihrankov med gospodinjstvi ocenjuje s pomočjo eksperimentalnih porazdelitvenih računov premoženja, ki združujejo četrtletne podatke o skupnem premoženju s trenutnimi podatki o premoženju gospodinjstev iz raziskave o finančnih sredstvih in porabi gospodinjstev (HFCS). Za ZDA se ocenjuje s pomočjo distribucijskih finančnih računov (DFA) Federal Reserve Board, ki uporabljajo podobno metodologijo za skupna imetja premoženja in imetja gospodinjstev v anketi o finančnem stanju potrošnikov (SCF). Zadnji razpoložljivi podatki za HFCS in SCF se nanašajo na leti 2017 oziroma 2019.

vsaka skupina odloči, kolikšen delež presežnih prihrankov bo porabila ali prihranila v posameznem obdobju na podlagi mejne nagnjenosti k trošenju, za katero se predpostavlja, da je odvisna od sestave premoženja presežnih prihrankov. V skladu s splošnim ravnovesjem odločitve o potrošnji odražajo še dva mehanizma. Prvič, prihranki, ki jih porabijo nekatera gospodinjstva, postanejo dohodek, s katerim se financira potrošnja drugih gospodinjstev. Zato je impulz potrošnji dolgotrajen in izzveni le počasi, saj se presežni prihranki »pretakajo« k premožnejšim gospodinjstvom z visokimi dohodki, ki imajo nižjo mejno nagnjenost k trošenju. Drugič, gospodinjstva pričakujejo prihodnje povečanje skupnega povpraševanja in po vplivu uravnavajo svojo porabo, posledica česar je implicitno umirjanje učinka sorazmerno z mejno nagnjenostjo k trošenju za posamezno skupino gospodinjstev.⁶ To spodbuja kopičenje prihrankov in omejuje redistribucijo dohodka, s tem pa pospeši prelivanje presežnih prihrankov k premožnejšim gospodinjstvom in zmanjša impulz potrošnji.⁷ V obeh scenarijih se centralna banka ne odzove na povečanje povpraševanja, obrestna mera pa ostane nespremenjena. Na splošno je potencialni impulz k spodbuditi potrošnje, ki ga model predvidi zaradi uporabe presežnih prihrankov, odvisen od kalibracije dveh sklopov parametrov: (i) mejne nagnjenosti k trošenju za vsak razred premoženja in (ii) deleža celotnega dohodka za posamezno skupino gospodinjstev (graf C). Mejna nagnjenost k trošenju je določena v višini 50% za likvidno finančno premoženje in 5% za nelikvidno premoženje.⁸ Delež dohodka je za spodnjih 50%, naslednjih 40% in zgornjih 10% na lestvici presežnih prihrankov določen na 9%, 55% in 36% v euroobmočju ter 15%, 36% in 49% v ZDA.

⁶ V modelu je vsota potrošnje vsake skupine gospodinjstev enaka agregatnemu povpraševanju in agregatnemu dohodku.

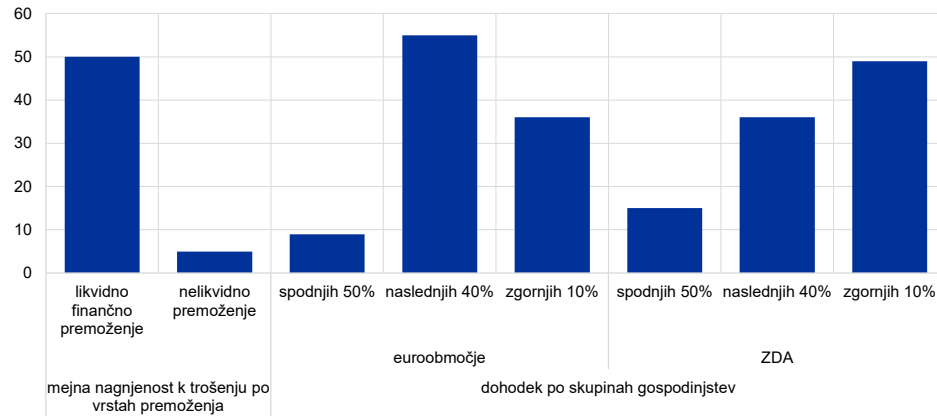
⁷ V skladu s splošnim ravnovesjem model v tem okvirju obravnava primer »racionalnih pričakovanj«, ki ga opisujejo Auclert et al., op. cit. V tem primeru gospodinjstva predvidevajo prihodnje spremembe agregatnega dohodka.

⁸ V zvezi z mejno nagnjenostjo k trošenju so nedavni empirični dokazi pokazali, da (i) so povprečne vrednosti mejne nagnjenosti k trošenju ponavadi velike in (ii) da je delež imetja likvidnega premoženja v portfeljih gospodinjstev ključni dejavnik precejšnje presečne heterogenosti mejne nagnjenosti k trošenju. Specifične vrednosti, predpostavljene v tem okvirju, so povzete po Slacalek, J., Tristani, O., in Violante, G., »Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area«, *Journal of Economic Dynamics and Controls*, 115, št. 103879, junij 2020. Kar zadeva delež dohodka, so vrednosti v tem okvirju kalibrirane na podlagi ankete HFCS iz leta 2017 za euroobmočje (celotna porazdelitev) in SCF iz leta 2019 za ZDA (srednje vrednosti).

Graf C

Mejna nagnjenost k trošenju po vrstah premoženja in dohodek po skupinah gospodinjstev

(v odstotkih)



Viri: Anketa o finančnih sredstvih in porabi gospodinjstev iz leta 2017, anketa o finančnem stanju potrošnikov iz leta 2019, Slacalek et al., op. cit., in izračuni ECB.

Opomba: Likvidno finančno premoženje se nanaša na vloge in gotovino, nelikvidno pa vključujejo nefinančno in drugo finančno premoženje ter posojila gospodinjstvom (nasprotni predznak).

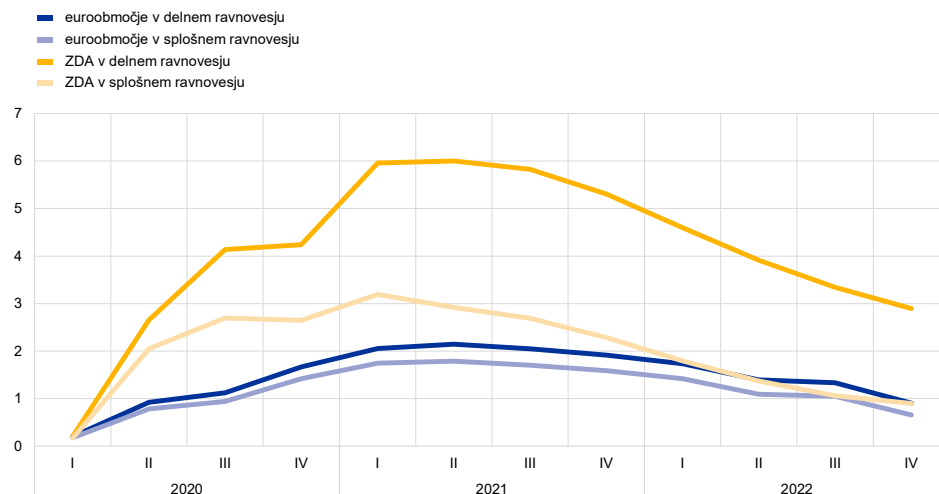
Impulz potrošnji s strani prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, se je zmanjšal v obeh gospodarstvih in je bil v euroobmočju manjši v primerjavi z ZDA. Model v primeru delnega ravnovesja predpostavlja, da pri odločitvah gospodinjstev nista upoštevana prerazporeditev dohodka in odziv na spremembe obrestnih mer, zato impulz potrošnji za vsako skupino gospodinjstev določa le mejna nagnjenost k trošenju za posamezno skupino gospodinjstev. Izračuna se kot tehtano povprečje mejnih nagnjenosti k trošenju za posamezno vrsto premoženja, pri čemer so uteži, določene glede na portfelje, specifične za posamezno skupino v vsakem obdobju. Po tem scenariju se je impulz potrošnji v obeh gospodarstvih močno zmanjšal z najvišje ravni v drugem četrtletju 2021 in je glede na upočasnjeno dinamiko potrošnje v zadnjih treh letih v euroobmočju ostal razmeroma šibek v primerjavi z ZDA (graf D).⁹ V primeru splošnega ravnovesja simulacije modela kažejo, da ima v ZDA prilagajanje potrošnje močnejši zaviralni učinek, kar odraža višjo povprečno mejno nagnjenost k trošenju v primerjavi z euroobmočjem. Po tem scenariju je bil konec leta 2022 impulz potrošnji v obeh gospodarstvih zmeren.

⁹ Glej govor Philipa Lanea z naslovom »Inflation and monetary policy«, 8. maj 2023, in okvir z naslovom »Inflacijska gibanja v euroobmočju in ZDA«, *Ekonomski bilten*, št. 8, ECB, januar 2023.

Graf D

Impulz potrošnji s strani prihrankov iz obdobja pandemije

(odstopanja od trenda pred pandemijo, odstotki razpoložljivega dohodka glede na trend)



Vir: Izračuni ECB.

Opomba: Simulacije temeljijo na Auclert et al., op. cit.

Nadaljnje ugotovitve potrjujejo modelske rezultate o zmernem preostalem dodatnem povečanju zasebne potrošnje zaradi presežnih prihrankov, zlasti v euroobmočju.

Prvič, zaradi drugačnega izvora presežnih prihrankov je mogoče pojasniti manjši impulz potrošnji v euroobmočju v primerjavi z ZDA. V euroobmočju so presežni prihranki večinoma posledica omejitev gibanja, zaradi česar se je omejila potrošnja, zlasti pri storitvah, pri katerih je veliko fizičnih stikov, ki jim premožnejša gospodinjstva (z nizko mejno nagnjenostjo k trošenju) praviloma namenjajo večji delež svojega dohodka. V ZDA so bili presežni prihranki predvsem posledica obsežnih svežnjev finančne pomoči, zlasti gospodinjstvom (z visoko mejno nagnjenostjo k trošenju) na dnu premoženjske lestvice.¹⁰ Drugič, nedavna cenovna gibanja potrjujejo mnenje o skromnem preostalem impulzu potrošnji s strani presežnih prihrankov v obeh gospodarstvih. Rast cen življenjskih potrebščin in padec cen finančnega premoženja v zadnjih četrletjih, ki sta ju še okrepila sedanje zaostrovanje denarne politike in poslabšanje pogojev financiranja, dodatno zmanjšujeta preostali impulz k spodbujanju potrošnje.

¹⁰ Vlada ZDA je plačala določen znesek državljanom z dohodkom, nižjim od 75.000 USD. To pomeni, da so državljani z nizkimi dohodki prejeli višje prejemke sorazmerno s svojim dohodkom. Glej na primer »Unemployment Compensation« in »Economic Impact Payments«, finančno ministrstvo ZDA.

Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja

Pripravili Malin Andersson, Pedro Neves in Carolina Nunes

Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov lahko dajejo koristne in pravočasne informacije o razpoloženju v podjetjih. Telekonferenca ob objavi poslovnih rezultatov je konferenčni klic med upravnim odborom družbe, ki kotira na borzi, vlagatelji, analitiki in novinarji, in je namenjen razpravi o finančnih rezultatih družbe. Taki klici ponavadi potekajo enkrat vsako četrletje.¹ Družba NL Analytics je avtomatizirala pridobivanje informacij iz prepisov v angleškem jeziku telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov.² Ta okvir, v katerem je poudarek na podjetjih v euroobmočju v glavnih nefinančnih sektorjih, temelji na iskanju po besedilu z ujemanjem s številnimi sopomenkami. Cilj je pridobiti četrletne indekse razpoloženja in tveganja, ki so še posebno aktualni, saj se podatkovna zbirka za tekoče četrletje ažurira vsaka dva tedna.

Z besedilno analizo je mogoče določiti merila o zaznavanju družb. Indeks razpoloženja odraža število stavkov na telekonferenci ob objavi poslovnih rezultatov, ki vsebujejo določeno besedo, ki se ujema z dano temo, glede na skupno število stavkov, in je izražen v neto vrednosti, tj. dobre novice v primerjavi s slabimi novicami. Indeks tveganja prikazuje, kolikokrat je tema omenjena v stavku v povezavi s ključnimi besedami, kot sta »tveganje« in »negotovost«.³ Velika količina prepisov, skupaj z besedilnim iskanjem, ustvarja visokofrekvenčni nabor podatkov na ravni podjetij o kazalnikih razpoloženja in tveganja, ki se povprečijo in pretvorijo v strukturirane četrletne podatke za obdobje od prvega četrletja 2002 do prvega četrletja 2023. Zadevni indeksi so bili potrjeni, saj so v zadnjih dveh desetletjih usklajeno sledili gospodarskemu ciklu in izkazovali povezanost s standardnimi kazalniki za posamezne spremenljivke. Prav tako je mogoče pridobiti citate s telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, ki zajemajo prevladujoče besedilo, povezano z določenim in pomembnim gibanjem indeksov.

V drugem četrletju 2023 je razpoloženje glede dobička podjetij v euroobmočju še naprej raslo nad zgodovinskim povprečjem. V zadnjih dveh desetletjih je obstajala močna povezava med indeksom razpoloženja glede dobička, določenim na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, in podatki s sektorskih računov o bruto poslovnem presežku v sektorju nefinančnih družb euroobmočja (graf A, leva slika). Kar zadeva indeks razpoloženja glede dobička, se korelacijski koeficient povečuje do štiri četrletja pred bruto poslovnim presežkom in doseže najvišjo

¹ V nekaterih primerih telekonferenca ob objavi poslovnih rezultatov poteka vsake pol leta ali enkrat letno. Natančen čas telekonferenca se v posameznem četrletju spreminja.

² V podatkovni zbirki družbe NL Analytics so prepisi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov 14.000 podjetij, ki kotirajo na borzi, v 82 državah, pri čemer ima večina sedež v ZDA, Združenem kraljestvu in drugih angleško govorečih državah. V povprečju vsako četrletje poroča 600 podjetij iz euroobmočja. Število podatkov na četrletje je v prvih letih vzorca, ki sega v leto 2002, znašalo približno četrtno sedanjega.

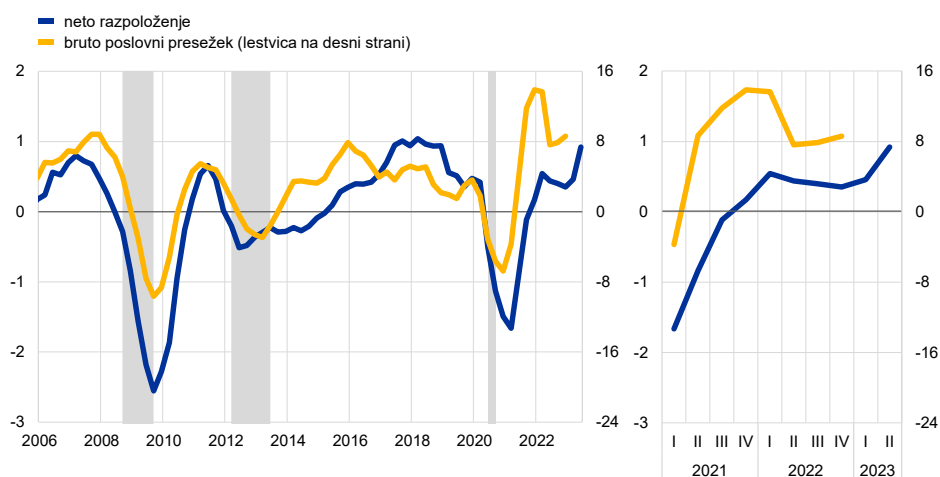
³ Za dodaten primer indeksa tveganja, izračunanega z uporabo besedilne analize prepisov telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, glej Hassan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M., in Tahoun, A., »Sources and Transmission of Country Risk«, *NBER Working Paper*, št. 29526, november 2021.

vrednost okoli 0,6. Indeks kaže jasno dinamiko poslovnega cikla z najnižjimi vrednostmi v času svetovne finančne krize, dolžniške krize in pandemije COVID-19, kar je glede na cikličnost dobičkov pričakovano. Po močnem okrevanju v letu 2021 se je neto razpoloženje v letu 2022 nekoliko stabiliziralo, nato pa se je v drugem četrletju 2023 še povečalo. Stopnja rasti bruto poslovnega presežka v sektorju nefinančnih družb se je v drugi polovici leta 2022 zaradi zaostrenih pogojev financiranja in oslabiljenega povpraševanja nekoliko zmanjšala, vendar je ostala močna (graf A, desna slika). To je v skladu z dokazi iz tržnih in anketnih podatkov o dobičkih, ki kažejo, da se je rast dobička v letu 2022 umirila, vendar je ostala nad zgodovinskim povprečjem. Bruto poslovni presežek nefinančnih družb v euroobmočju je presegel raven iz zadnjega četrletja 2019 in zdaj raste po stopnji, ki presega trend pred pandemijo, kar kaže, da s tega vidika dohitevanje ni več potrebno (graf B). Na močnejšo rast dobička od začetka leta 2021 so vplivali med pandemijo zavrti povpraševanje po odpiranju gospodarstva, popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah in nepopolna nadomestljivost proizvodnih dejavnikov.

Graf A

Razpoloženje glede dobička v euroobmočju in bruto poslovni presežek nefinančnih družb

(vrednost z; medletne spremembe v odstotkih)



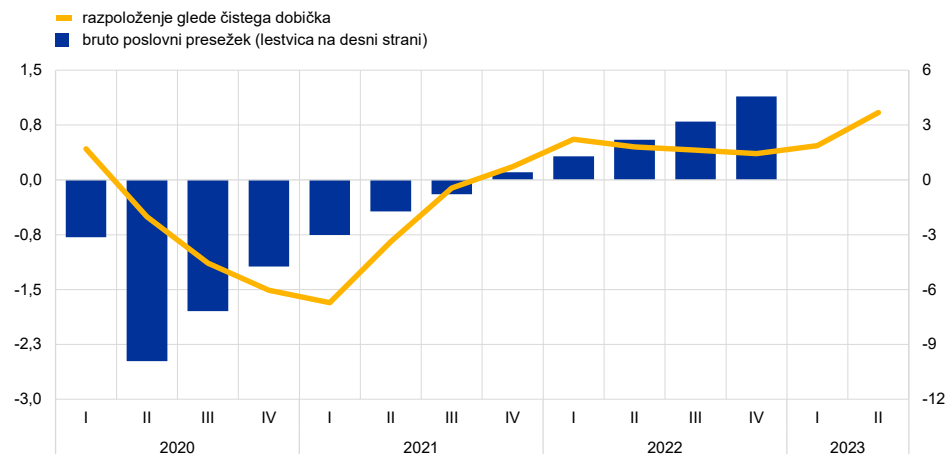
Viri: NL Analytics, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Neto razpoloženje odraža pogostost ponavljanja sinonimov za dobiček (zaslužek, prihodek itd.) na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov podjetij. Ocena z se izračuna tako, da se od vsakega podatka odšteje zgodovinsko povprečje in središčni niz deli s standardnim odklonom. Obdobja recesije so označena s sivo barvo. Najnovejši podatki so za drugo četrletje 2023 (za telekonference, ki so potekale do 12. junija) pri neto razpoloženju in za zadnje četrletje 2022 pri bruto poslovnem presežku.

Graf B

Razpoloženje glede dobička v euroobmočju in detrendirani bruto poslovni presežek nefinančnih družb

(vrednost z; detrendirane kumulativne stopnje rasti)



Viri: NL Analytics, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

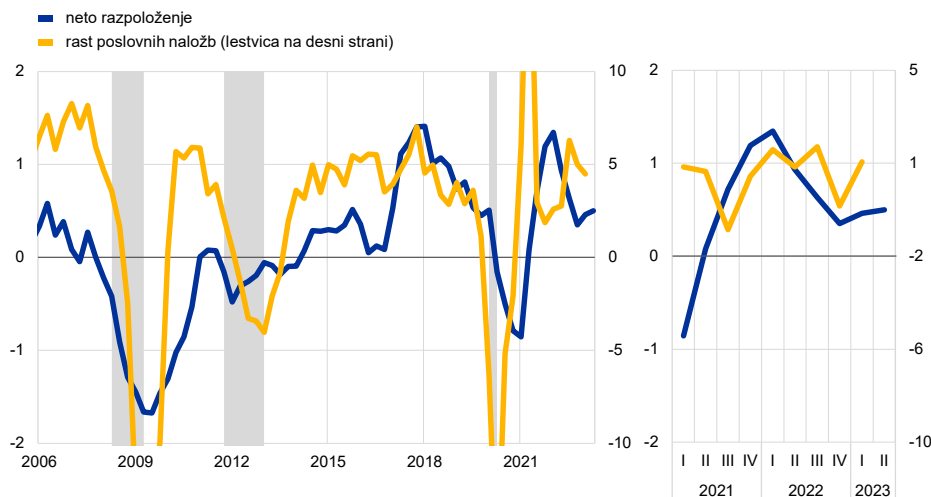
Opombe: Kumulativne detrendirane stopnje rasti bruto poslovnega presežka so bile izračunane s kumulacijo razlike med dejanskim nizom in trendom pred pandemijo (2002–2019) ter nato deljene s kumulativnim trendom pred pandemijo. Najnovejši podatki so za drugo četrtnje 2023 (za telekonferenčne, ki so potekale do 12. junija) pri neto razpoloženju in za zadnje četrtnje 2022 pri bruto poslovnem presežku.

V drugem četrtnju 2023 se je investicijsko razpoloženje med podjetji še nekoliko povečalo. V zadnjih dveh desetletjih sta neto investicijsko razpoloženje in stopnja rasti poslovnih investicij (brez volatilne komponente investicij v proizvode intelektualne lastnine na Irskem in Nizozemskem) dobro korelirala (graf C, leva slika). Korelacija je najvišja, ko indeks razpoloženja za dve četrtnji prehiteva rast naložb, pri čemer je korelacijski koeficient 0,5. V letu 2021 in na začetku leta 2022 se je investicijsko razpoloženje še naprej povečevalo ter preseglo zgodovinsko povprečje, skupaj s splošno visokimi četrtnimi stopnjami rasti poslovnih investicij, ko se je gospodarstvo ponovno odprlo (graf C, desna slika). Nato se je leta 2022 nekoliko poslabšalo, kar je bilo posledica zmanjšanja povpraševanja, visokih stroškov energije in povečane negotovosti. V drugem četrtnju 2023 se je zaradi izboljšanja ponudbe in znižanja stroškov energije še bolj zvišalo nad dolgoročno povprečje.

Graf C

Razpoloženje vlagateljev v euroobmočju

(vrednost z, lestvica na desni strani leve slike: medletne spremembe v odstotkih; lestvica na desni strani desne slike: četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: NL Analytics, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Neto razpoloženje vlagateljev odraža pogostost ponavljanja sinonimov za naložbe (naložbe, kapitalske naložbe, naložbeni načrti itd.) na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov podjetij. Vrednost z se izračuna tako, da se od vsakega podatka odšteje zgodovinsko povprečje in središnji niz deli s standardnim odklonom. Obdobja recesije so označena s sivo barvo. Rast poslovnih naložb ne vključuje naložb v proizvode intelektualne lastnine na Irskem in Nizozemskem. Najnovejši podatki so za drugo četrtletje 2023 pri neto razpoloženju (za telekonference, ki so potekale do 12. junija) in za prvo četrtletje leta 2023 pri poslovnih naložbah.

Kar zadeva posamezne dejavnosti, je bilo v letu 2023 razpoloženje glede dobička do zdaj najmočnejše v storitvenih dejavnostih, medtem ko je bilo razpoloženje vlagateljev najmočnejše v predelovalnih dejavnostih. Med

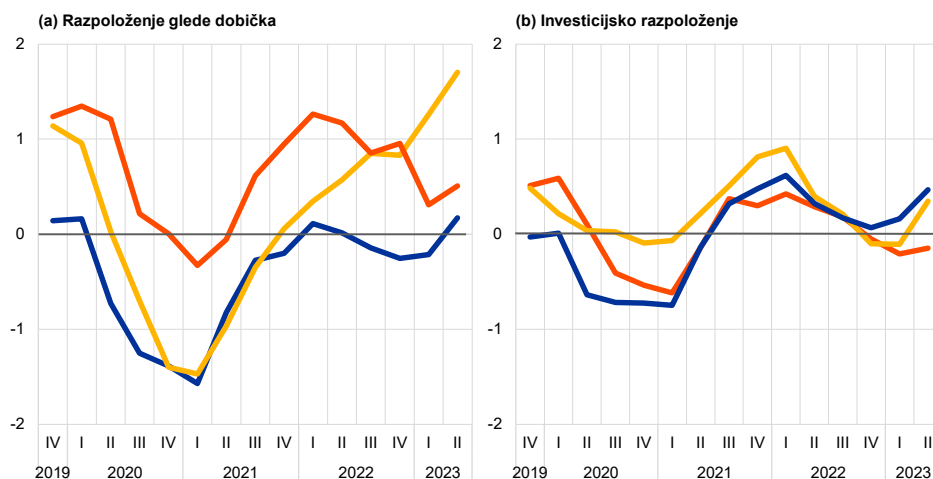
pandemijo se je razpoloženje glede dobička v storitvenih dejavnostih poslabšalo bolj kot v predelovalnih dejavnostih. Vendar se je v fazi okrevanja po pandemiji in ponovno v prvi polovici leta 2023 izboljšalo bolj v storitvenih kot v predelovalnih dejavnostih (graf D, slika a). To je tudi v skladu z drugimi kazalniki razpoloženja, kot je indeks vodij nabave. V vseh dejavnostih se je razpoloženje vlagateljev od začetka leta 2022 močno poslabšalo, čeprav se zdi, da je bilo do zdaj v letu 2023 v predelovalnih dejavnostih nekoliko stabilnejše kot v storitvenih dejavnostih. V sektorju energetike in javnih gospodarskih služb je bilo razpoloženje glede dobička v zadnjih treh letih bolj pozitivno kot v drugih sektorjih, vendar je v zadnjem času upadlo, kar je odraz gibanja cen energije. Razpoloženje vlagateljev v tem sektorju je bilo razmeroma šibko, morda zaradi negotovosti glede naložb v energijo in tudi v kontekstu zelenega prehoda, kot je navedlo eno podjetje v tem sektorju (graf D, slika b).

Graf D

Razpoloženje glede dobička in razpoloženje vlagateljev v izbranih sektorjih v euroobmočju

(vrednost z)

- predelovalne dejavnosti
- skupaj storitve
- energetika in javne gospodarske službe



Viri: NL Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

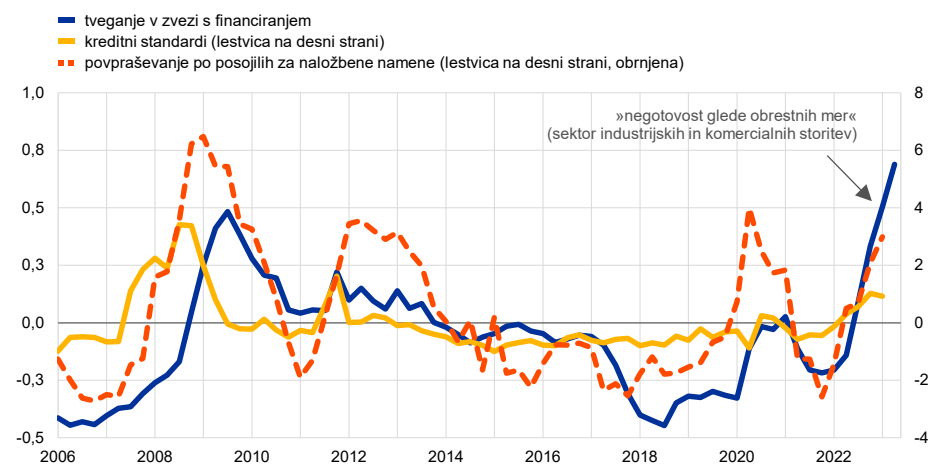
Opombe: Nizi ne predstavljajo povprečja vseh nizov, saj nekatera podjetja niso zajeta v sektorskih klasifikacijah. Najnovejši podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023 (za telekonference, ki so potekale do 12. junija).

Podjetja trenutno ocenjujejo pogoje financiranja kot pomembno tveganje. Za namene tega okvirja smo oblikovali tudi kazalnik tveganja v zvezi s financiranjem z iskanjem ključnih besed, kot so »obrestna mera«, »pogoji financiranja« in »stroški zadolževanja«, skupaj z besedama »negotovost« in »tveganje«. Pogoji financiranja so bili med svetovno finančno krizo zaznani kot povečano tveganje v skladu s strožimi kreditnimi standardi in manjšim obsegom posojil za naložbene namene, kot izpostavlja anketa o bančnih posojilih v euroobmočju (graf E). Zdi se, da so tudi podjetja v vzorcu med dolžniško krizo pogoje financiranja obravnavala kot povečano tveganje. V fazi okrevanja med letoma 2015 in 2019 se je zaznavanje tveganja v zvezi s pogoji financiranja na splošno zmanjšalo na raven pred svetovno finančno krizo. Podjetja so do zdaj v letu 2023 obravnavala pogoje financiranja kot visoko in vse večje tveganje v kontekstu hitrega zviševanja obrestnih mer in nedavnih napetosti na finančnih trgih po manjšem porastu med pandemijo, pri čemer so vrednosti v zadnjih četrtletjih dosegle ravni, ki niso bile zabeležene od svetovne finančne krize. Čeprav kazalnika nista neposredno primerljiva, saj je kazalnik finančnega tveganja širši, obstaja določeno sogibanje s kreditnimi standardi. Po podatkih iz ankete o bančnih posojilih zaznana večje tveganje v zvezi s financiranjem sovпада tudi z manjšim povpraševanjem po posojilih za naložbene namene.

Graf E

Finančno tveganje v euroobmočju, kreditni standardi in povpraševanje po posojilih za naložbe v osnovna sredstva

(vrednost z, stanja v odstotkih)



Viri: NL Analytics, anketa o bančnih posojilih v euroobmočju in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Besedilno iskanje kazalnika finančnega tveganja zajema ključne besede, kot so »obrestne mere«, »pogoji financiranja« in »stroški zadolževanja«. Najnovejši podatki so za prvo četrletje pri kreditnih standardih in povpraševanju po posojilih ter za drugo četrletje 2023 pri tveganju v zvezi s financiranjem (za telekonference, ki so potekale do 12. junija).

Kako je dobiček na enoto proizvoda prispeval k nedavni okrepitvi domačih cenovnih pritiskov v euroobmočju?

Pripravila Elke Hahn

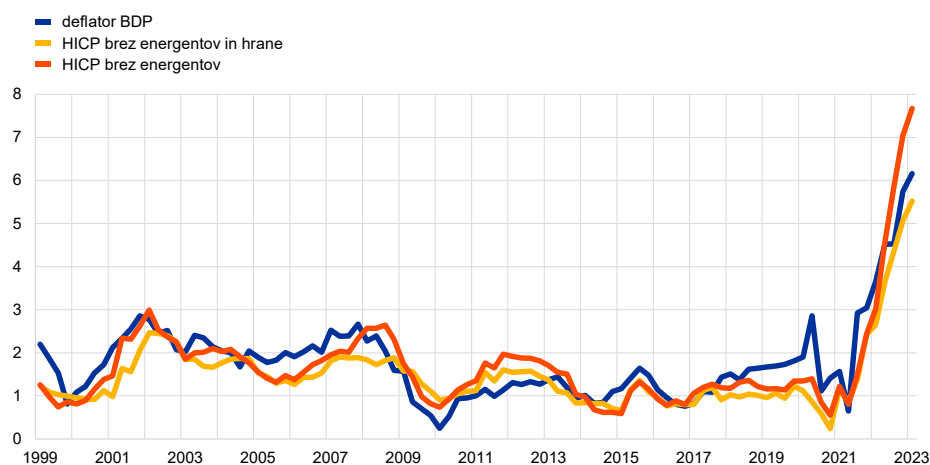
Dobiček je sestavni del cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, prav tako kot proizvodni stroški, na primer plače ali stroški vmesnih inputov.

Podjetja določajo svoje želene dobičke tako, da postavijo cene na določeno raven nad svojimi stroški, da dosežejo donos na svoj kapital. Gibanja dobička in plač, ki jih zajema deflator BDP, so pomembne determinante osnovne inflacije, kar je razvidno iz močnega sočasnega gibanja deflatorja BDP in kazalnikov osnovne inflacije, kot je harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) brez energentov in hrane ali HICP brez energentov (graf A).¹ V tem okvirju je podana analiza vpliva dobička na domačo inflacijo na podlagi dobička na enoto proizvoda, izpeljanega iz nacionalnih računov.^{2,3} Prav tako je obravnavano, kako so k domači inflaciji prispevali kazalniki dobička, izpeljani iz računov institucionalnih sektorjev, ki so bližje poslovnemu dobičku, ter kako se trenutni signali iz dobička na enoto proizvoda, ki temeljijo na nacionalnih računih, ujemajo s signali iz pribitkov in kazalniki profitnih marž, izpeljanimi iz računovodskih izkazov podjetij.

Graf A

Domači cenovni pritiski in izbrani kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih; četrletni podatki)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023.

¹ To velja kljub konceptualnim razlikam med obema vrstama meril. Obstajajo konceptualne razlike glede kritja cenovnih pritiskov, saj deflator BDP zajema le komponente dodane vrednosti, medtem ko kazalniki osnovne inflacije vključujejo vse komponente cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. Deflator BDP prav tako zajema cenovne pritiske v domačem gospodarstvu, medtem ko se kazalniki, kot je HICP brez energentov in hrane, nanašajo na gibanja cen v zadevnih sektorjih blaga za široko porabo, ne glede na to, ali se to blago ali storitve proizvajajo doma ali uvažajo.

² Opozoriti je treba, da se dobiček na enoto proizvoda in poslovni dobiček konceptualno razlikujeta, kot je pojasnjeno pozneje v okvirju.

³ Glej tudi Arce, Ó., Hahn, E., in Koester, G., »How tit-for-tat inflation can make everyone poorer«, *The ECB Blog*, ECB, 30. marec 2023.

Merila dobička se razlikujejo glede na obseg in cilje. V nacionalnih računih je vloga dobička pri domačih cenovnih pritiskih analizirana z dobičkom na enoto proizvoda, ki je opredeljen kot bruto poslovni presežek in mešani prihodki na enoto realnega BDP. Ocene ECB omogočajo izpeljavo tega merila tudi za sektor nefinančnih družb. Dodatno merilo dobička, ki je na voljo v nacionalnih računih za analizo inflacije, je tako imenovani kazalnik profitne marže, izračunan kot razmerje med deflatorjem BDP v osnovnih cenah in stroški dela na enoto proizvoda. Navaja oceno, koliko so se gibanja dobička odražala v povečanju ali zmanjšanju sprememb stroškov dela na enoto proizvoda pri pojasnjevanju domačih cenovnih pritiskov. Merili dobička, ki ju je mogoče izpeljati iz računovodskih izkazov, sta pribitek in profitna marža. Pribitek je opredeljen kot razmerje med cenami in mejnimi stroški, pri čemer se ti po navadi v praksi določajo na podlagi povprečnih stroškov. Ta kazalnik se lahko uporablja za oceno cenovnih strategij podjetij. Običajno uporabljeni kazalnik profitnih marž, izpeljan iz računovodskih shem poslovnega izida podjetij v okviru metode stroškov prodaje, je bruto profitna marža. Izračunana je kot za bruto dobiček, deljen s prometom, pri čemer je bruto dobiček opredeljen kot promet minus stroški prodanega blaga (tj. med drugim minus stroški materiala in dela).

Na dobiček na enoto proizvoda lahko vplivajo gibanja vmesne porabe. BDP temelji na konceptu dodane vrednosti. Vključuje prispevke iz dobička (opredeljenega kot bruto poslovni presežek in mešani prihodki) ter sredstva za zaposlene in davke (brez subvencij) na proizvodnjo, v nasprotju z bruto proizvodnjo pa ne vključuje vmesne porabe (kot je poraba energije ali materialov).⁴ Ker je vmesna poraba že v celoti odšteta od BDP, lahko gibanja dobička pokažejo, koliko se sprememba stroškov vmesne porabe odraža v ceni industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. Če se v razmerah, ki vključujejo veliko povečanje stroškov vmesne porabe (kot je bilo ugotovljeno v zadnjih dveh letih), zmanjšajo tudi gibanja dobička na enoto proizvoda, to pomeni, da je dobiček (delno ali v celoti) ublažil povečanje stroškov, tako da se to ni preneslo (ali se ni v celoti preneslo) na ceno industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. Če pa v takih razmerah gibanja dobička na enoto proizvoda ostanejo na splošno nespremenjena ali se celo okrepijo, to pomeni, da se je cena industrijskih proizvodov pri proizvajalcih povečala v enaki meri, kot so se povečali stroški, ali celo bolj.

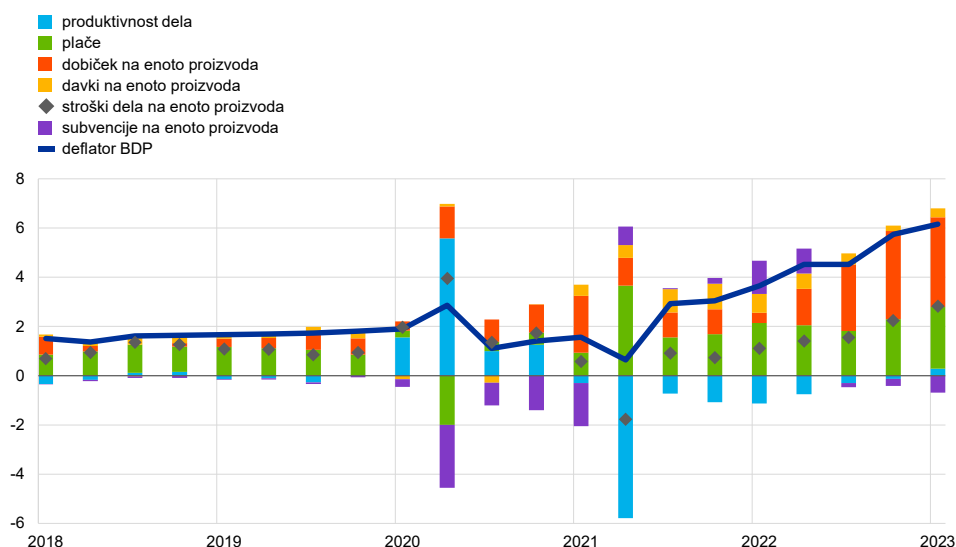
Domači cenovni pritiski, merjeni z deflatorjem BDP, so se od sredine leta 2021 močno okrepili, k čemur so veliko prispevali stroški dela na enoto proizvoda in dobiček na enoto proizvoda. V prvem četrtletju 2023 je letna stopnja rasti deflatorja BDP euroobmočja dosegla rekordnih 6,2% v primerjavi s 5,7% v prejšnjem četrtletju, potem ko je dosegla nizko raven 0,6% v drugem četrtletju 2021 (graf B). Med letoma 1999 in 2019 (tj. v obdobju pred krizo zaradi koronavirusa (COVID-19)) je v povprečju znašala 1,6%. Kot je razvidno iz grafa B, so stroški dela na enoto proizvoda in dobiček na enoto proizvoda v zadnjem letu in pol prispevali k povečanju deflatorja BDP. V zadnjih treh četrtletjih je bil prispevek dobička na enoto proizvoda še zlasti velik in je predstavljal približno 60% rasti deflatorja BDP (kar je več kot 42-

⁴ Merilo bruto proizvodnje je na voljo v statistiki input-output. Vendar pa neažurnost objave teh podatkov omejuje njihovo uporabnost pri analizi politik.

odstotni delež nominalnega BDP za bruto poslovni presežek in mešane prihodke).⁵ Prispevek subvencij k deflatorju BDP je bil med koronavirusno krizo izjemno velik zaradi vladne podpore, povezane s programi za ohranitev delovnih mest, nenavadno veliki prispevki pa so bili zabeleženi tudi v zadnjem času zaradi vladne podpore med energetske krizo.

Graf B Deflator BDP in prispevki

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023.

Bruto poslovni presežek in mešani prihodki, uporabljeni v kazalniku dobička na enoto proizvoda, izražajo širok koncept dobička. Mešane prihodke je mogoče obravnavati kot dobiček samozaposlenih ali podjetij brez pravne osebnosti, potem ko so jim nastali različni stroški. Vendar pa ta dobiček še vedno vključuje nadomestilo za vloženo delo samozaposlenih. Bruto poslovni presežek zajema vse institucionalne sektorje, medtem ko se mešani prihodki nanašajo na sektor gospodinjstev (ki vključuje tudi podjetja brez pravne osebnosti). Običajen način za popravek glede dohodka od dela, ki je vključen v mešane prihodke, je, da se predpostavi, da samozaposleni zaslužijo enako povprečno plačo kot zaposleni, ter da se ta pripisani dohodek od dela odšteje od bruto poslovnega presežka in komponente mešanih prihodkov.⁶ Bruto poslovni presežek in mešani prihodki vključujejo tudi dohodek od stanovanjskih storitev (tj. najemnin, ki vplivajo na vse institucionalne sektorje v gospodarstvu, ter pripisanih najemnin za stanovanja, v katerih bivajo lastniki, ki vplivajo samo na sektor gospodinjstev). Prihodki iz samozaposlitve in stanovanjskih storitev se navadno ne obravnavajo kot del

⁵ V nasprotju z grafom B graf 1 v Arce et al., op. cit. vsebuje razčlenitev deflatorja BDP, vključno s popravkom za dohodek samozaposlenih. Razlike med grafoma glede prispevka dobička na enoto proizvoda so majhne.

⁶ Ta popravek glede na prihodke samozaposlenih se praviloma uporablja pri izpeljavi standardnega prispevka dobička k deflatorju BDP euroobmočja. Glej na primer graf 1 v Arce et al., op. cit.

poslovnega dobička.⁷ Še en element bruto poslovnega presežka in komponente mešanih prihodkov, ki ga je treba omeniti v zvezi s tem, je potrošnja stalnega kapitala. Ta predstavlja kapitalski dobiček, ki je bil ustvarjen, vendar se lahko obravnava tudi kot strošek za podjetja, saj je potreben za nadomestitev amortiziranega kapitala. Zato je boljši približek poslovnega dobička bruto ali neto poslovni presežek nefinančnih družb v sektorskih računih, pri čemer se neto vrednost izračuna kot bruto poslovni presežek nefinančnih družb minus potrošnja stalnega kapitala. Zadnja točka pri ugotavljanju, kaj je dobiček, se nanaša na vpliv subvencij (kot so vključene v komponento BDP davki brez subvencij). Odvisno od naslovnika so te subvencije vključene v dobiček ali dohodek od dela in se v razčlenitvi deflatorja BDP izravnavajo prek komponente subvencij. Zaradi koronavirusne in energetske krize so bile v zadnjih nekaj letih subvencije izjemno visoke, ker je bila državna podpora prek programov za ohranitev delovnih mest in v zvezi z energetsko krizo delno zagotovljena s subvencijami. Subvencije so zato v zadnjih nekaj letih opazno vplivale na komponente dela in dobička.⁸ Take subvencije, izplačane podjetjem, je treba jasno razlikovati od dobička podjetja. Kljub temu bi lahko vsako dodatno financiranje s subvencijami načeloma vplivalo na načrte podjetij, da prilagodijo svoje cene.

Sektorski podatki kažejo, da so bila gibanja bruto in neto poslovnih presežkov nefinančnih družb pomembno gonilo nedavne močne rasti skupnega dobička na enoto proizvoda.

Kot je opisano zgoraj, so bruto in neto poslovni presežki nefinančnih družb bližje poslovnemu dobičku kot bruto poslovni presežek in komponenta mešanih prihodkov, ki se nanaša na celotno gospodarstvo. Na grafu C so prikazani prispevki neto poslovnega presežka nefinančnih družb, potrošnje stalnega kapitala nefinančnih družb in drugih prihodkov k dobičku na enoto proizvoda za celotno gospodarstvo, prikazanih na grafu B. Iz te razčlenitve je razvidno, da so se v zadnjih nekaj četrletjih okrepile vse tri komponente, vendar pa sta bila bruto in neto poslovni presežek nefinančnih družb v zadnjem času bolj dinamična kot celotni dobiček na enoto proizvoda in sta bila pomembna dejavnika povečanja dobička na enoto proizvoda.⁹ Opazen je bil njihov prispevek k vse močnejši rasti deflatorja BDP v drugi polovici leta 2022. To kaže, da podjetja v celoti gledano niso omilila rasti stroškov, ter dejansko nakazuje, da so dvigi njihovih cen preseglji rast stroškov in tako prispevali k povišanju domače inflacije.

⁷ V zvezi z nedavno podrobno razpravo glej Haskel, J., »[What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?](#)«, govor na Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25. maj 2023.

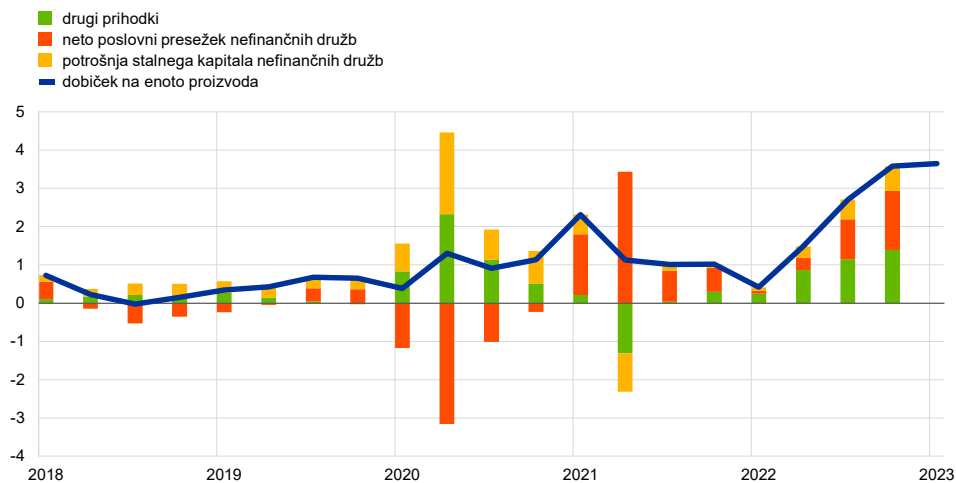
⁸ Čeprav so bile subvencije, povezane s programi za ohranitev delovnih mest med recesijo COVID-19, namenjene predvsem stabilizaciji dohodka od dela in so se neposredno odražale v tej komponenti dohodka, so v recesiji COVID-19 opazno vplivale tudi na komponento dobička na enoto proizvoda, ki je bila veliko bolj odporna kot v prejšnjih recesijah. Čeprav si podjetja v zgodnjih fazah recesije na splošno prizadevajo obdržati zaposlene na račun dobička na enoto proizvoda, se zdi, da se je ta pritisk na znižanje dobička na enoto proizvoda zmanjšal zaradi veliko bolj razširjene uporabe programov za ohranitev delovnih mest v obdobju recesije COVID-19. Glej okvir z naslovom »[Vloga profitnih marž pri prilagajanju na šok zaradi COVID-19](#)«, *Ekonomski bilten*, št. 2, ECB, marec 2021.

⁹ Medtem ko bruto/neto poslovni presežek nefinančnih družb predstavlja 54%/28% skupnega bruto poslovnega presežka in mešanih prihodkov celotnega gospodarstva, je to v drugi polovici leta 2022 pojasnilo večji delež za skoraj 60%/več kot 40% prispevka, ki ga je ustvaril dobiček na enoto proizvoda. Bruto/neto poslovni presežek nefinančnih družb je z deležem približno 23%/12% nominalnega BDP gospodarstva predstavljal približno 36%/25% rasti deflatorja BDP.

Graf C

Razčlenitev prispevka dobička na enoto proizvoda

(prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023 za dobiček na enoto proizvoda in na zadnje četrtletje 2022 za komponente.

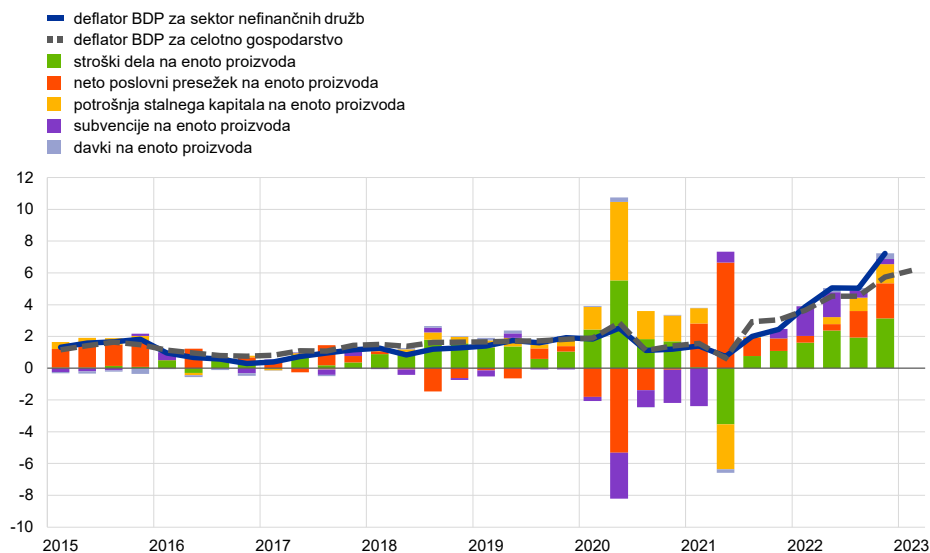
Domači cenovni pritiski v sektorju nefinančnih družb so v zadnjih četrletjih presegli pritiske v celotnem gospodarstvu, kar odraža močno rast stroškov dela na enoto proizvoda in nesorazmerno velik prispevek poslovnega presežka na enoto proizvoda (graf D). Medletna stopnja rasti deflatorja BDP za sektor nefinančnih družb se je v zadnjem četrletju 2022 povečala na 7,2% in je tako za 1,5 odstotne točke presegla domače cenovne pritiske v celotnem gospodarstvu. To pomeni odstopanje od preteklih gibanj, ko je bila stopnja rasti deflatorja BDP za sektor nefinančnih družb navadno nižja od enakovredne vrednosti za celotno gospodarstvo.¹⁰ Nedavna močna rast deflatorja BDP za sektor nefinančnih družb je delno odražala močno rast stroškov dela na enoto proizvoda v tem sektorju, katerih letna stopnja rasti je v zadnjem četrletju 2022 znašala 5,1% (0,6 odstotne točke nad ustrezno stopnjo za celotno gospodarstvo). Ne glede na ta gibanja so bruto in neto poslovni presežki v drugi polovici leta 2022 nesorazmerno veliko prispevali k domačim cenovnim pritiskom v sektorju nefinančnih družb, saj so v bruto vrednostih predstavljali skoraj 50% domačih cenovnih pritiskov, v neto vrednostih pa nekaj več kot 30%, kar je očitno presegalo njihove deleže nominalnega BDP (približno 40% oziroma 20%).

¹⁰ V obdobju med letoma 2002 in 2021 (tj. pred nedavnimi močnimi povečanji) je znašala povprečna stopnja rasti deflatorja BDP za sektor nefinančnih družb 1,1% v primerjavi s stopnjo 1,6% za celotno gospodarstvo. Upoštevati je treba, da deflator BDP za sektor nefinančnih družb temelji na internih ocenah ECB in je na voljo šele od leta 2002.

Graf D

Deflator BDP za sektor nefinančnih družb in prispevki

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023 pri deflatorju BDP za celotno gospodarstvo in na zadnje četrtletje 2022 pri vseh drugih podatkih.

Klasični makroekonomski dejavniki bi nakazovali na precej šibkejša gibanja dobička na enoto proizvoda, kar kaže, da je njegova nedavna rast predvsem posledica manj običajnih dejavnikov. Na dobiček na enoto proizvoda po navadi še zlasti vplivajo gospodarski cikel in pogoji menjave.¹¹ Pričakovali bi lahko, da bodo ciklična upočasnitev gospodarske aktivnosti do prvega četrtletja 2023 in neugodna gibanja pogojev menjave v letu 2022 zavrta gibanja dobička na enoto proizvoda. Prvi razlog za nenavadno močno rast dobička na enoto proizvoda je dejstvo, da je bilo povpraševanje v številnih sektorjih večje od ponudbe, pri čemer je pandemija povzročila obsežne omejitve ponudbe, po njej je povpraševanje postalo zavrto. Drug razlog je dejstvo, da so podjetja zaradi močne dinamike vhodnih cen (na primer energije) lažje dvigovala cene, saj je v takih razmerah težje ugotoviti, ali so dvig cen povzročili višji stroški ali višji dobiček na enoto proizvoda.¹² Prav tako bi pričakovanja nadaljnjih močnih povišanj vhodnih cen lahko spodbudila podjetja, da predčasno zvišajo cene zaradi zmanjšanja vpliva sprememb cen v prihodnosti.¹³ Nadaljnji možni razlog je dejstvo, da so razmere visoke inflacije, ki jo je sprožil šok pogojev menjave, povzročile precejšnje zmanjšanje realnega dohodka za domače gospodarstvo, pri čemer so delavci in podjetja verjetno poskušali te izgube nadomestiti.

¹¹ Glej Hahn, E., »Kako dobiček vpliva na domače cenovne pritiske v euroobmočju?«, *Ekonomski bilten*, št. 6/2019, ECB, september 2019 in Hahn, E., »Vloga profitnih marž pri prilagajanju na šok zaradi COVID-19«, *Ekonomski bilten*, št. 2/2021, ECB, marec 2021.

¹² Za dokaze o razmerju med inflacijo in rastjo dobička glej Andler, M., in Kovner, A., »Do corporate profits increase when inflation increases?«, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13. julij 2022.

¹³ Glej Glover, A., Mustré-del-Río, J., in von Ende-Becker, A., »How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?«, *Economic Review*, zv. 108, št. 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, prvo četrtletje 2023.

Vloga tega (poslovnega) dobička pri inflaciji je bila pred kratkim analizirana tudi na podlagi ocenjenih pribitkov in profitnih marž, ki izhajajo iz računovodskih izkazov podjetij.

Ker druge študije, ki temeljijo na podatkih o dobičku in dobičku na enoto proizvoda z nacionalnih računov, potrjujejo ugotovitve v tem okvirju,¹⁴ se dejstvo, da so ocenjeni pribitki in profitne marže, ki izhajajo iz računovodskih izkazov podjetij, na splošno nespremenjeni, pogosto razlaga tako, da kaže na manj jasno vlogo dobička glede inflacije.¹⁵ Vendar pa primerjave osnovnih konceptov in poenostavljeni primeri načinov odziva teh različnih kazalnikov na šok zaradi stroškov vmesnih proizvodov kažejo, da njihova posamezna gibanja dejansko zagotavljajo skladno sliko.

V razmerah, za katere je značilno veliko povečanje stroškov vmesne porabe, so zaznani večinoma nespremenjeni pribitki dejansko skladni s povečanimi inflacijskimi pritiski iz dobička na enoto proizvoda. Vloga, ki jo imajo dobički v zvezi z inflacijo, je pred kratkim pritegnila pozornost v ekonomski literaturi, ki se osredotoča na vprašanje, ali je mogoče pridobiti vpogled v ravnanje podjetij iz podatkov nacionalnih računov. V mikroekonomski teoriji je za podjetja značilno, da določajo cene kot pribitek na svoje mejne stroške. Zato lahko cenovni pritiski izhajajo iz mejnih stroškov in tudi iz pribitka. Slednji se po navadi uporablja za ocenjevanje cenovnih strategij podjetij, za katere se šteje, da so nespremenjene, če je pribitek nespremenjen. Ob močnem povečanju stroškov nespremenjeni pribitek pomeni podobno močno povečanje dobička na enoto proizvoda. Z vidika podjetja se lahko ta nespremenjeni pribitek razume kot nespremenjena cenovna strategija in se v tem smislu morda ne šteje kot dejavnik, ki dejavno prispeva k inflacijskim pritiskom, saj dobiček preprosto kaže enako močno dinamiko kot celotni stroški. Vendar pa z vidika makroekonomske in inflacijske analize vsako povečanje komponente cene prispeva k inflaciji, ne glede na to, ali se je osnovno oblikovanje cen spremenilo.¹⁶

Tabela A vsebuje poenostavljene primere gibanj pribitkov in dobička na enoto proizvoda kot odziv na šok zaradi stroškov vmesnih proizvodov. V tabeli je na podlagi hipotetične strukture stroškov podana razlika med stanjem (1. primer), v katerem se pribitek na skupne stroške po šoku zaradi stroškov vmesnih proizvodov ne spremeni, in stanjem (2. primer), v katerem se na ceno industrijskih proizvodov pri proizvajalcih prenese le povečanje čistih vhodnih stroškov (zaradi česar se pribitek spremeni). V 1. primeru povečanje vhodnih stroškov v obdobju T1 za 67% pomeni povečanje skupnih stroškov za 33%. Če se uporabi nespremenjen 20-odstotni pribitek na skupne stroške, se tudi dobiček in dobiček na enoto proizvoda podjetij povečata za 33%, zaradi česar se poleg začetnega šoka zaradi vhodnih stroškov poveča tudi inflacija. V 2. primeru se vhodni stroški in skupni stroški

¹⁴ Glej, na primer, Ragnitz, J., »Gewinninflation und Inflationsgewinner«, ifo Institute, 7. december 2022; Capolongo, A., Kühl, M., in Skovorodov, V., »Firms' profits: cure or curse?«, *ESM Blog*, 12. maj 2023, in Evropska komisija, »Pomladanska gospodarska napoved 2023: boljši obeti ob vztrajnih izzivih«, 15. maj 2023.

¹⁵ Glej, na primer, Colonna, F., Torrini, R., in Viviano, E., »The profit share and firm mark-up: how to interpret them?«, Occasional Paper št. 770, Banca d'Italia, maj 2023, glede vprašanja pribitkov in Schlautmann, C., »Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt«, *Handelsblatt*, 11. maj 2023, o profitnih maržah, ki izhajajo iz računovodskih izkazov podjetij.

¹⁶ Colonna et al., op. cit., prav tako kažejo, da se spremembe deleža dobička ne ujemajo vedno s spremembami pribitka in da tako kot dobička na enoto proizvoda tudi deleža dobička ni mogoče obravnavati kot nedvoumne kazalnike sprememb oblikovanja cen.

povečajo za enako vrednost kot v 1. primeru, vendar pa se na ceno prenese le čisto povečanje stroškov, medtem ko se dobiček ne prilagodi kot odziv na šok zaradi vhodnih stroškov. Cena se zato poveča za manj kot v 1. primeru (28%) in pomeni znižanje pribitka. Dobiček in dobiček na enoto proizvoda ostaneta nespremenjena ter zato ne prispevata k inflaciji. Primera kažeta, da sta lahko ob prisotnosti šoka zaradi vhodnih stroškov povečanje dobička na enoto proizvoda in njegov prispevek k inflaciji skladna s stalnim pribitkom in s tem z nespremenjeno strategijo določanja cen. Prav tako kažeta, da se mora pribitek zmanjšati, če naj bi ob šoku zaradi vhodnih stroškov dobiček na enoto proizvoda ostal nespremenjen.

Tabela A

Poenostavljen primer gibanja kazalnikov dobička kot odziv na šok zaradi vhodnih stroškov

Kazalniki nacionalnih računov	Začetno obdobje T0	1. primer		2. primer	
		Predpostavka o stalnem pribitku		Brez predpostavke o stalnem pribitku	
		T1	Sprememba v % Od T0 do T1	T1	Sprememba v % Od T0 do T1
Pribitek na skupne stroške	20%	20%	0%	15%	-25%
Dejanske enote	100	100	0%	100	0%
Vmesni stroški	6.000	10.000	67%	10.000	67%
Stroški dela	6.000	6.000	0%	6.000	0%
Skupni stroški = vmesni stroški + stroški dela	12.000	16.000	33%	16.000	33%
Dobiček	2.400	3.200	33%	2.400	0%
Nominalna bruto proizvodnja = skupni stroški + dobiček	14.400	19.200	33%	18.400	28%
Dobiček na enoto proizvoda = dobiček/dejanske enote	24	32	33%	24	0%
Cena = nominalna bruto proizvodnja/dejanske enote	144	192	33%	184	28%
Delež dobička = dobiček/(dobiček + stroški dela)	29%	35%	22%	29%	0%
Delež dobička = dobiček/nominalna bruto proizvodnja	17%	17%	0%	13%	-22%

Vir: ECB.

Opomba: V 1. primeru se predpostavlja, da pribitek na skupne stroške ostane stalen, v 2. primeru pa se ta pribitek izračuna ob predpostavki, da cena odraža le dodatne vhodne stroške, ne pa tudi dodatnega dobička.

Podobno so lahko v razmerah, za katere so značilni naraščajoči vhodni stroški, nespremenjene bruto profitne marže v računovodskih izkazih podjetij skladne tudi s povečanimi inflacijskimi pritiski zaradi dobička. Kot je navedeno

zgoraj, je po navadi uporabljen kazalnik profitnih marž, ki ga je mogoče izpeljati iz računovodskih izkazov podjetij, bruto profitna marža, opredeljena kot bruto dobiček, deljen s prometom. Ne glede na razlike v osnovnem konceptu in virih podatkov lahko bruto profitno maržo na splošno obravnavamo kot ekvivalent deleža dobička (opredeljen kot razmerje med dobičkom in nominalno bruto proizvodnjo) v nacionalnih računih. Na podlagi tega lahko iz tabele A sklepamo, da je bruto profitna marža v 1. primeru (kjer je pribitek stalen) nespremenjena, ta nespremenjena bruto profitna marža pa je skladna s povečevanjem dobička na enoto proizvoda in inflacijskimi pritiski zaradi dobička. V 2. primeru (kjer se v ceni odražajo le povečani

vhodni stroški, dobiček na enoto proizvoda pa ostaja nespremenjen) se bruto profitna marža zmanjša, saj je bruto dobiček nespremenjen, promet pa se povečuje.

V celoti gledano se je dobiček na enoto proizvoda v zadnjih četrletjih močno zvišal in vidno prispeval k domačim cenovnim pritiskom v euroobmočju, vendar pa je mogoče pričakovati, da bo deloval kot blažilnik pred delnim prenosom višjih stroškov dela. Močne rast ni zabeležil le širši kazalnik dobička na enoto proizvoda, ki temelji na bruto poslovnem presežku in mešanih prihodkih, temveč tudi ožji opredeljeni kazalniki dobička, ki so na voljo v nacionalnih računih in so tesneje povezani z dobički podjetij. Ob naraščajočih stroških vmesnih proizvodov je ta slika dinamičnih gibanj dobička na enoto proizvoda in učinkov na rast inflacije skladna s približno nespremenjenimi pribitki in bruto profitnimi maržami, razvidnimi iz računovodskih izkazov podjetij. V prihodnje naj bi zmanjševanje zadržanega povpraševanja, povezanega s pandemijo, popuščanje ozkih grl v dobavnih verigah in zaviralni vpliv zaostrovanja denarne politike pomenili, da so podjetja pod večjim pritiskom, da močno rast plač in posledično rast stroškov dela na enoto proizvoda absorbirajo z dobičkom na enoto proizvoda.

Gibanje razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo v euroobmočju od začetka pandemije

Pripravila Katalin Bodnár in Matthias Mohr

Nedavna gibanja gospodarske aktivnosti in skokovit porast inflacije so sprožili vprašanja o porazdelitvi dohodka med proizvodnimi dejavniki, in sicer delom in kapitalom. Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo je merilo, ki lahko zajame nekatere od teh vidikov porazdelitve. Pomeni delež nominalnega domačega dohodka, namenjenega delu. V tem okvirju je izračunan kot skupna sredstva za zaposlene, popravljena za delež samozaposlenih, deljena z bruto nominalno dodano vrednostjo.¹ Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo je tesno povezano s profitnimi maržami.² Njegovo gibanje odraža dolgoročne strukturne dejavnike, kot so tehnološke spremembe, globalizacija, sektorska prerazporeditev in institucionalne značilnosti (vključno s spremembami ureditve trga dela in proizvodov in okvirov za določanje (minimalne) plače), pa tudi bolj srednjeročne dejavnike poslovnega cikla, kot sta presežno povpraševanje po delovni sili in pogajalska moč delavcev.³ Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo je lahko pomemben pokazatelj inflacijskih pritiskov prek sekundarnih učinkov na cene.

Potem ko je bilo razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo v euroobmočju med pandemijo koronavirusa (COVID-19) nekoliko volatilno, se je od začetka ruske agresije v Ukrajini zmanjšalo (graf A). Konec leta 2019 je razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo nekoliko presehalo 62%, kar je blizu dolgoletnega povprečja. Po začetku pandemije se je v drugem četrtletju 2020 močno povečalo na več kot 65%. To je odražalo ločitev rasti dodane vrednosti in rasti plač zaradi razširjene uporabe programov za ohranitev delovnih mest. Med pandemičnimi omejitvami se je proizvodnja zmanjšala in zaposleni so delali manj ur kot običajno. Vendar so se v okvirju programov za ohranitev delovnih mest njihova delovna razmerja ohranila, vlade ali delodajalci pa so jim delno nadomestili izgubo dohodka od dela. Pomemben del teh plačil je bil v nacionalnih računih evidentiran kot

¹ Pri popravku za samozaposlene v števcu se predpostavlja, da v povprečju zaslužijo enak dohodek od dela na osebo kot zaposleni v svoji dejavnosti. Imenovalec »bruto nominalna dodana vrednost« je sestavljen iz vsote domačih factorskih dohodkov (sredstva za zaposlene, bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek), potrošnje osnovnih sredstev (ali amortizacije) in »drugih davkov na proizvodnjo brez subvencij na proizvodnjo«. Enak je »bruto domačemu proizvodu po osnovni ceni«. Sklicevanje na poslovne sektorje se nanaša na vse sektorje NACE, vključno s sektorjem javnih storitev. Slednji obsega javno upravo, obrambo, izobraževanje in zdravstvo. Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo v institucionalnem sektorju država znaša 100%. Razlog je, da se vladne storitve ne prodajajo na trgih ali pa se prodajajo le v majhnem obsegu, zato razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo ni mogoče izračunati za institucionalni sektor država.

² Za novejša gibanja profitnih marž glej okvir z naslovom »Kako je dobiček prispeval k nedavni krepitvi cenovnih pritiskov v euroobmočju?« v tej številki Ekonomskega biltena.

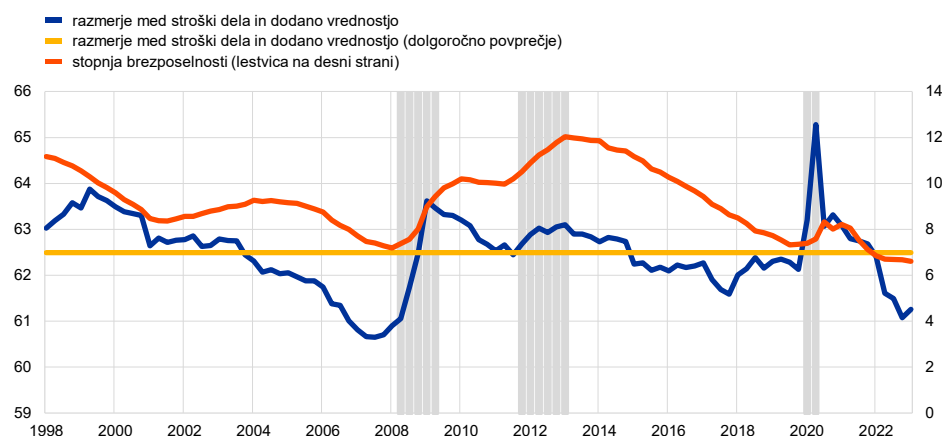
³ Glej na primer Guschanski, A., in Onaran, Ö., »The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD«, *Socio-Economic Review*, zv. 20, št. 3, julij 2022, str. 1091–1124, in Velasquez, A., »Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share«, *IMF Working Paper*, št. 23/32, Mednarodni denarni sklad, februar 2023.

dohodek iz plač.⁴ Posledično so se skupna sredstva za zaposlene zmanjšala za manj kot bruto dodana vrednost. Programi za ohranitev delovnih mest so se do začetka leta 2022 večinoma prenehali izvajati, saj se je gospodarska aktivnost okrepila, razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo pa je padlo skoraj na raven pred pandemijo. Do konca leta 2022 se je še zmanjševalo in v zadnjem četrtnem letu 2022 je bilo malo nad 61%. V prvem četrtnem letu 2023 se je nekoliko izboljšalo, vendar je bilo še vedno nižje od dolgoletnega povprečja in približno 0,9 odstotne točke nižje kot v zadnjem četrtnem letu 2019.

Graf A

Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo ter stopnja brezposelnosti v euroobmočju

(lestvica na levi strani: odstotek bruto nominalne dodane vrednosti; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtno leto 2023. Dolgoletno povprečno razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo, izračunano za obdobje 1998–2023, znaša 62,4%, kar je enako dolgoletnemu povprečju, izračunanemu do konca leta 2019. Osenčeno območje označuje recesije, ki jih je datirala mreža za raziskovanje poslovnega cikla euroobmočja (EABCN). Tehnična recesija na prelomu leta ni prikazana na grafu, kar je v skladu z oceno odbora za datiranje gospodarskih ciklov v euroobmočju CEPR-EABCN z dne 27. marca 2023.

Precej poenostavljeno rečeno, razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo sledi proticikličnemu vzorcu: ko se začne recesija, raste, in ko se začne okrevanje, pade.

To je prikazano v grafu A, kjer je stopnja brezposelnosti (ki je prav tako proticiklična) mogoče šteti za približek poslovnega cikla. V grafu so prikazane tudi recesije v euroobmočju. Proticikličnost razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo je posledica različnih zamikov v odzivu dobička in plač na gospodarske šoke. K upadu dohodka na začetku recesije praviloma največ prispeva dobiček, zato se razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo poveča. Ko nastopi okrevanje, se dobiček močno poveča, kar vodi v padec razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo.⁵ Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo je v pregretem gospodarstvu med finančno krizo leta 2008 in krizo v euroobmočju v obdobju 2010–

⁴ Glej članek z naslovom »Wage developments and their determinants since the start of the pandemic«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2022; okvir z naslovom »Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic« v članku z naslovom »The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020, in okvir z naslovom »Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

⁵ Glej »The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession«, *World Economic Outlook*, Mednarodni denarni sklad, april 2012, str. 36-37.

2012 začelo na nizki točki, zatem se je zaradi upadanja dobička in kopičenja delovne sile v dveh recesijah pred pandemijo močno povečalo, nato pa se je med okrevanjem ponovno umirilo. Povečalo se je tudi ob začetku krize zaradi pandemije in posledičnem strmem zvišanju cen energije, vendar so bile te epizode drugačne narave: medtem ko so bili primarni šoki med finančno krizo večinoma na strani povpraševanja in so zavirali dobiček, je gospodarstvo takrat prizadel niz šokov na strani ponudbe. Kljub večjemu presežnemu povpraševanju po delovni sili ter nižji brezposelnosti kot pred finančno krizo in med njo (za kar bi bilo mogoče pričakovati, da bo okrepilo pogajalsko moč delavcev) se je izkazalo, da je trenutno okolje ugodnejše za povečanje profitnih marž.

Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo se je od začetka leta 2022 najopazneje umirilo v industriji in gradbeništvu, povečalo pa se je v zasebnih storitvah z manj medsebojnimi fizičnimi stiki in javnih storitvah.

Ne glede na volatilitnost zaradi pandemije se je razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo v zadnje navedenih sektorjih povečalo na raven, ki je celo višja, kot kažejo trendi povečevanja pred pandemijo (graf B).⁶ V obeh sektorjih je to verjetno posledica nedavne visoke rasti plač. Tržni sektorji, v katerih je manj medsebojnih fizičnih stikov, zagotavljajo storitve predvsem drugim podjetjem, vključno z industrijo. Povečanje razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo v navedenih sektorjih (pred pandemijo in po njej) je morda delno povezano z upadanjem tega razmerja v sektorju industrije ter odraža proces oddajanja strokovnih storitev (kot so računovodske in pravne storitve) v zunanje izvajanje bolj specializiranim storitvenim podjetjem, predvsem v okviru visoko plačanih delovnih mest. Pospeševanje digitalizacije po pandemiji, za kar je potreben večji delež visokokvalificiranih in bolje plačanih delavcev, bi lahko še dodatno pospešilo ta gibanja.⁷ V storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov – predvsem trgovina, promet in gostinstvo – se je razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo v začetku leta 2022 zmanjšalo, vendar se je zmanjšanje v zadnjem času izničilo, medtem ko je v industriji in gradbeništvu očitnejši vztrajen trend zmanjševanja. Nekatera nedavna znižanja bi lahko bila posledica pomanjkanja delovne sile, do katerega je prišlo po pandemiji. Delodajalci se bodo morda morali odzvati tako, da bodo nekatera prosta delovna mesta zapolnili z manj kvalificiranimi in slabše plačanimi delavci. K splošnemu zmanjšanju razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo je morda prispevalo tudi povečanje deleža priseljenih delavcev (ki navadno prejemajo nižjo plačo kot lokalna

⁶ Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo brez javnih storitev se je od zadnjega četrtega leta 2019 samo v tržnem gospodarstvu zmanjšalo za 1,2 odstotne točke. Med zadnjim četrletjem 2019 in prvim četrletjem 2023 so se sredstva na zaposlenega v javnem sektorju in sektorjih, kjer je manj medsebojnih fizičnih stikov, povečala za 9,5% oziroma 12,4%, medtem ko so se v celotnem gospodarstvu povečala za 11,3%. V teh širokih sektorjih se je močno povečalo tudi število zaposlenih, in sicer za 4,8% oziroma 6,1%, v celotnem gospodarstvu pa za 3,1%.

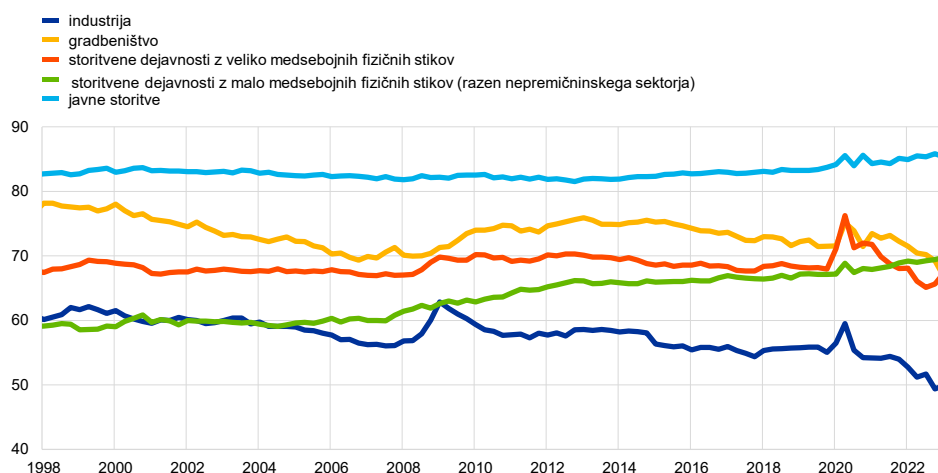
⁷ Za empirične dokaze o zunanjem izvajanju storitev glej: Baker, P., Foster-McGregor, N., Koenen, J., Leitner, S. M., Schrickler, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G., Yagafarova, A., »[The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation](#)«, *wiiw Research Report*, št. 404, *The Vienna Institute for International Economic Studies*, julij 2015; Falk, M., in Peng, F., »[The increasing service intensity of European manufacturing](#)«, *The Service Industries Journal*, 33(15–16), 2013, str. 1686–1706; Schettkat, R., in Yocarini, L., »[The shift to services employment: A review of the literature](#)«, *Structural Change and Economic Dynamics*, 17(2), junij 2006, str. 127–147. Za splošne mešane empirične dokaze o dolgoročnih učinkih digitalizacije in avtomatizacije na plače in razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo, za katere se zdi, da so večinoma posredno povezani s strukturo gospodarstva in njegovimi institucijami trga dela, glej Delovna skupina o digitalizaciji, »[Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 266, ECB, september 2021.

delovna sila) v zaposlenosti v euroobmočju s 7,9% v zadnjem četrtletju 2019 na 8,6% v zadnjem četrtletju 2022.

Graf B

Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo v gospodarskih podsektorjih v euroobmočju

(odstotek bruto dodane vrednosti)



Vira: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023. Storitve, v katerih je več medsebojnih fizičnih stikov, vključujejo trgovino, promet, gostinstvo in druge storitve. Storitvene dejavnosti, v katerih je manj medsebojnih fizičnih stikov, vključujejo informacijske in komunikacijske storitve, finančne in zavarovalniške storitve ter strokovne in upravne storitve.

Premiki v gospodarski aktivnosti med sektorji niso imeli vloge pri zadnjem zmanjšanju skupnega razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo v euroobmočju. Spremembe v skupnem razmerju med stroški dela in dodano vrednostjo lahko povzročijo sektorske spremembe, pri čemer sektorji s tradicionalno nižjim (ali višjim) razmerjem med stroški dela in dodano vrednostjo prispevajo večji delež k skupni dodani vrednosti. Vendar pa analiza premikanja deležev kaže, da je premik uteži dodane vrednosti v glavnih sektorjih k tistim z nižjim razmerjem med stroški dela in dodano vrednostjo le malo prispeval k zmanjšanju navedenega razmerja, tj. $-0,1$ odstotne točke. Pravzaprav je padec zlasti posledica zmanjšanj znotraj podsektorjev, ki so k skupnemu znižanju razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo od zadnjega četrtletja 2019 prispevali $-0,6$ odstotne točke.⁸

Padajoče realne plače potrošnikov odražajo manjše razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo ter slabše pogoje menjave, vendar so vpliv izgube realnih plač na dohodek gospodinjstev deloma ublažili ukrepi javnofinančne podpore. Realne plače potrošnikov so se od začetka vojne v Ukrajini znižale, kar pomeni, da se je del nedavnega šoka pogojev menjave in njegovega vpliva na rast cen življenjskih potrebščin prenesel na delavce (graf C). V prvem četrtletju 2023 so realne plače delno okrevale. Razčlenitev realnih plač na razmerje med stroški dela in

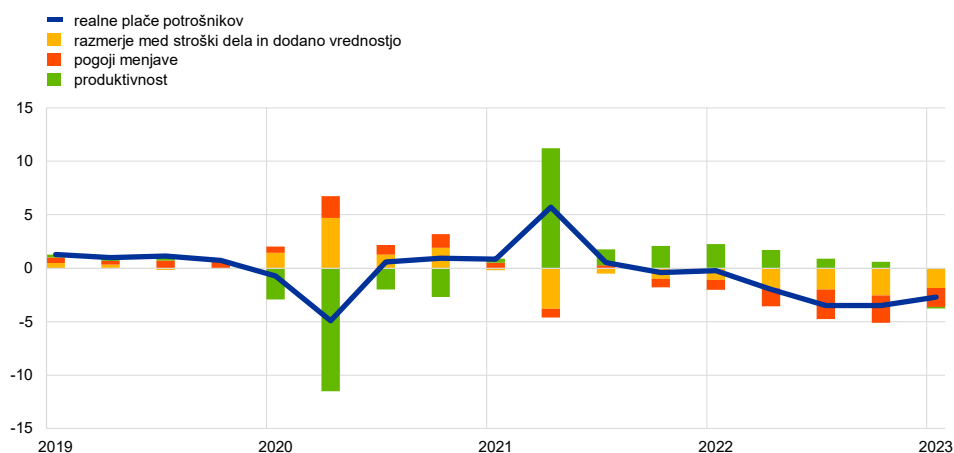
⁸ Približno $-0,2$ odstotne točke je k padcu prispevala rezidualna komponenta, ki odraža negativno korelacijo med razmerjem med stroški dela ter dodano vrednostjo na ravni sektorjev in njegovo spremembo po sektorjih. Izračun temelji na analizi premikanja deležev produktivnosti v Denis, C., McMorro, K., in Röger, W., »An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)«, *European Economy – Economic Papers*, št. 208, Evropska komisija, julij 2004, str. 78.

dodano vrednostjo, pogoje menjave in rast produktivnosti je mehanska ter ne omogoča, da bi se upoštevala endogenost teh gibanj (na primer med razmerjem med stroški dela in dodano vrednostjo ter rastjo produktivnosti), vendar pa vseeno ponazarja kombinacijo gibanj razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo ter realne rasti plač v zadnjih četrletjih. To po eni strani odraža pogajanja o plačah z zamikom, kar pomeni, da se plače prilagajajo počasneje kot cene in dobiček. Po drugi strani pa se je z nekaterimi državnimi podpornimi ukrepi – v euroobmočju so leta 2022 znašali 1,9% BDP – omejil vpliv visoke inflacije (predvsem v skupini energentov) na gospodinjstva z nizkimi dohodki in ublažil vpliv izgube realnih plač na dohodek.⁹ Ta podpora je morda pomagala preprečiti volatilito v realnem gospodarstvu in vpliv visoke inflacije. Zmanjšanje razmerja med stroški dela in dodano vrednostjo bo verjetno odražalo preveliko dejansko spremembo v porazdelitvi dohodka. Skupna inflacija pada, rast nominalnih plač se krepi in dobiček bi lahko absorbiral posledično rast stroškov dela na enoto proizvoda, zato je mogoče pričakovati, da se bo razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo povečalo na vrednost, ki je bližje dolgoročnejšemu povprečju pred pandemijo.¹⁰

Graf C

Razmerje med stroški dela in dodano vrednostjo ter realne plače potrošnikov v euroobmočju

(letne stopnje rasti v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Vira: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2023. »Pogoji menjave« so tu opredeljeni kot razmerje med deflatorjem dodane vrednosti in deflatorjem zasebne potrošnje. Slednji vključuje cene uvoženega blaga in storitev, deflator dodane vrednosti pa jih ne.

⁹ Glej okvir z naslovom »Kdo bo plačal račun? Neenakomere posledice nedavnega šoka zaradi cen energije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2023, in okvir z naslovom »Informacije o odzivih javnofinančne politike v euroobmočju na energetska krizo in visoko inflacijo«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2023.

¹⁰ Glej okvir z naslovom »Kako je dobiček prispeval k nedavni krepitvi cenovnih pritiskov v euroobmočju?« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

5 Pričakovanja podjetij glede prodajnih cen – podatki iz ankete SAFE

Pripravili Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund in Erzsebet Judit Rariga

V tem okvirju preučujemo pričakovanja podjetij glede prodajnih cen za obdobje od aprila 2023 do aprila 2024, pri čemer se osredotočamo na heterogenost v maloprodajnem in veleprodajnem sektorju. Najnovejša anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE), izvedena med 6. marcem in 14. aprilom 2023, je vključevala dve posebej pripravljene vprašani o subjektivnih pričakovanjih podjetij glede sprememb (i) njihovih prodajnih cen in (ii) plače njihovih sedanjih zaposlenih v naslednjih 12 mesecih.¹¹ V tem okvirju se osredotočamo samo na pričakovanja podjetij glede njihovih prodajnih cen. Ker SAFE vključuje podjetja, ki prodajajo drugim podjetjem in potrošnikom, njihova povprečna pričakovanja glede prihodnjih prodajnih cen vključujejo kombinacijo cen pri proizvajalcih in maloprodajnih cen. Zato so bila podjetja v skladu s klasifikacijo gospodarskih dejavnosti NACE razvrščena v dva široka sektorja, in sicer podjetja v sektorju maloprodaje in v sektorju veleprodaje.¹² Namen te razvrstitve je razlikovanje med podjetji, ki prodajajo proizvode za vmesno porabo in končne proizvode in storitve drugim podjetjem, ter tistimi, ki jih prodajajo neposredno končnim potrošnikom.¹³

Podjetja v euroobmočju v povprečju pričakujejo, da se bodo njihove prodajne cene v naslednjih 12 mesecih zvišale za 6,1%, pri čemer naj bi bilo zvišanje večje v maloprodajnem sektorju (graf A).¹⁴ Na podlagi klasifikacije NACE so podjetja v maloprodajnem sektorju in drugih sektorjih, ki večinoma prodajajo končnim potrošnikom, v povprečju poročala o znatno višjih pričakovanih prodajnih cenah

¹¹ Za več podrobnosti o pričakovanjih podjetij glede plač glej okvir 1 »Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages« v [poročilu](#) o 28. krogu ankete SAFE (oktober 2022–marec 2023).

¹² »Statistična klasifikacija gospodarskih dejavnosti v Evropski skupnosti«, skrajšano NACE, je klasifikacija gospodarskih dejavnosti v Evropski uniji.

¹³ Skupino »podjetja v maloprodajnem sektorju« sestavljajo podjetja, ki delujejo večinoma v sektorjih trgovine na drobno, prodaje avtomobilov, potniškega prometa, gostinskih storitev, tj. sektorjev, neposredno vključenih v harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP). Podjetja v skupini »vleprodajni sektor« večinoma delujejo v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu. Ta skupina natančneje odraža proizvode za vmesno porabo ali končne proizvode, ki so manj neposredno povezani s potrošnikom/maloprodajo. Čeprav se pri tem osredotočamo na podjetja v sektorjih, pomembnih za HICP, vzorec ne odraža nujno celotne sestave košarice HICP. Zato tu navedenih pričakovanih podjetij glede njihovih prihodnjih prodajnih cen ni mogoče neposredno primerjati z merili pričakovane inflacije cen življenjskih potrebščin, ki se navadno uporabljajo, in sicer iz treh razlogov. Prvič, podjetja v maloprodajnem sektorju so tu opredeljena kot podjetja v sektorjih, ki se upoštevajo pri izračunu HICP, vendar ne moremo izključiti možnosti, da se podjetja v teh sektorjih ukvarjajo tudi z veleprodajo, in v tem primeru bi njihove cene bolj odražale cene proizvodov pri proizvajalcih. Drugič, več podjetij namesto končnih proizvodov prodaja proizvode za vmesno porabo, medtem ko se v HICP odražajo le končni proizvodi. Tretjič, odgovori se nanašajo na lastne cene podjetij in ne na skupni indeks cen. Podrobne sektorske informacije izhajajo iz primerjave posameznih anketnih odgovorov z računovodskimi izkazi podjetij iz zbirke podatkov Orbis ponudnika Bureau Van Dijk, ocena pa se izvaja na podskupini 5.829 od skupno 10.983 anketiranih podjetij.

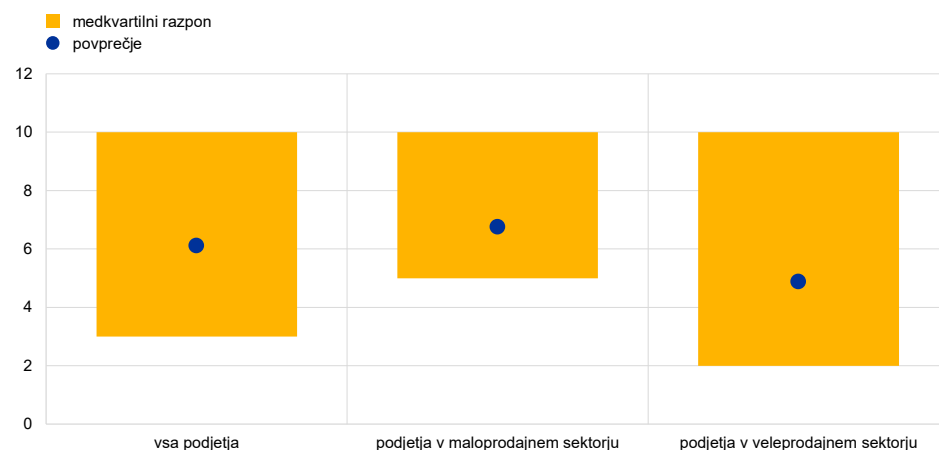
¹⁴ Tehtana povprečja so izračunana brez upoštevanja vrednosti pod 1. percentilom in nad 99. percentilom porazdelitve po državah. Mediana pričakovanih sprememb cen in plač po vseh razredih velikosti je natanko 5%.

(6,8%) v naslednjih 12 mesecih v primerjavi s podjetji v veleprodajnih dejavnostih (4,9%), pa tudi manj razpršeno porazdelitev.

Graf A

Spremembe pričakovane povprečne prodajne cene v naslednjih 12 mesecih

(v odstotkih)



Vira: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Povprečna pričakovanja glede prodajnih cen v naslednjih 12 mesecih po poročanju podjetij v euroobmočju, skupaj z medkvartilnimi razponi, z uporabo uteži iz ankete. Statistični podatki so izračunani brez upoštevanja podatkov za 1. in 99. percentil za posamezne države. V kategoriji »Vsa podjetja« so zajeti odgovori vseh podjetij, vključenih v anketo SAFE (10.983). Za podrobnosti o razvrstitvi podjetij v kategorijo »Podjetja v maloprodajnem sektorju« in »Podjetja iz veleprodajnem sektorju« glej ustrezno opombo. Sprememba povprečne pričakovane prodajne cene za podzorec podjetij iz maloprodajnega in veleprodajnega sektorja, združene z naborem podatkov iz zbirke podatkov Orbis ponudnika Bureau Van Dijk, znaša 5,6%. Številke se nanašajo na 28. krog ankete SAFE (oktober 2022–marec 2023).

Podjetja, ki so poročala o nedavnem povečanju vhodnih stroškov in stroškov financiranja, pričakujejo višje prodajne cene (graf B).

Podjetja, vključena v anketo SAFE, poročajo o tem, ali so se njihovi stroški dela, drugi vhodni stroški (povezani predvsem z materiali in energijo) ter stroški bančnih posojil v zadnjih šestih mesecih povečali, zmanjšali ali so ostali enaki. Regresije v reducirani obliki, ki upoštevajo skupni vpliv takih proizvodnih stroškov in stroškov financiranja, kažejo, da podjetja, ki so poročala o povečanju stroškov materiala in energije v obdobju od oktobra 2022 do marca 2023, pričakujejo, da se bodo njihove prodajne cene v naslednjih 12 mesecih zvišale za približno dve odstotni točki več kot podjetja, ki poročajo o nespremenjenih ali nižjih vhodnih stroških, ki niso povezani z delom. Povečanje stroškov energije in materiala, o katerem so podjetja poročala v preteklosti, je pomembno za prihodnje prodajne cene maloprodajnih in veleprodajnih podjetij, vendar pa je učinek večji pri slednjih podjetjih. Ena od razlag bi lahko bila, da veleprodajna podjetja večinoma spadajo v sektor predelovalnih dejavnosti, kjer stroški energije in drugi vhodni stroški obsegajo večji delež v skupnih stroških kot v maloprodaji. Poleg tega podjetja v maloprodajnem sektorju, ki so poročala o povečanju stroškov dela in obrestnih mer v preteklosti, pričakujejo, da se bodo njihove prodajne cene v naslednjem letu zvišale. Ocene vpliva obrestnih mer v reducirani obliki so skladne s pojavom stroškovnega kanala denarne transmisije, prek katerega spremembe obrestnih mer vplivajo na določanje cen in gibanje inflacije z zvišanjem dejanskih mejnih stroškov.¹⁵ Hkrati ta regresija v reducirani

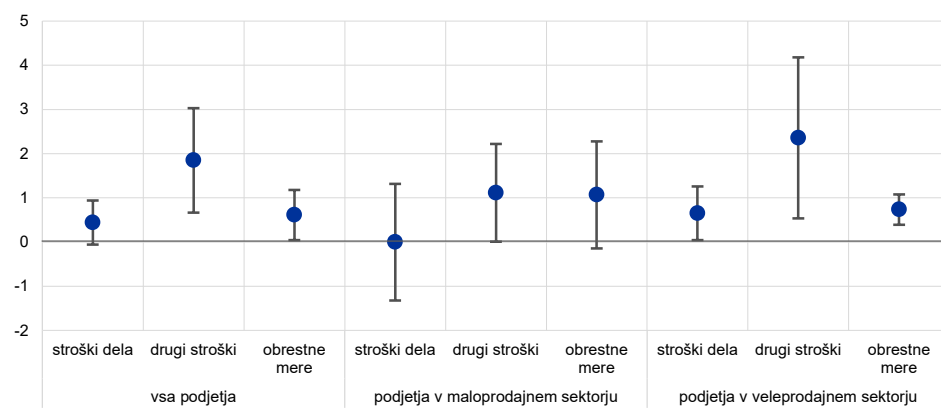
¹⁵ Glej na primer Ravenna, F., in Walsch, C. E., »Optimal Monetary Policy with the Cost Channel«, *Journal of Monetary Economics*, 53, št. 2, marec 2006, str. 199–216).

obliki na ravni podjetja ne zajame splošnega zaviralnega učinka višjih obrestnih mer na inflacijo prek tradicionalnega kanala skupnega povpraševanja denarne transmisije.

Graf B

Pričakovane prodajne cene ter pretekli proizvodni stroški in stroški financiranja

(v odstotnih točkah)



Viri: ECB in Evropska komisija, SAFE, ter izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje koeficiente regresiranja spremembe pričakovanih cen na spremembe stroškov dela, drugih stroškov (material in energija) in višino obrestnih mer. Spremenljivke na lestvici na desni strani imajo v regresiji vrednost 1, če so podjetja navedla povečanje stroškov dela, drugih stroškov ali višine obrestnih mer za obdobje od oktobra 2022 do marca 2023. Regresije vključujejo fiksne učinke po državah in velikosti podjetij. Prečke predstavljajo 90-odstotne intervale zaupanja na podlagi združenih standardnih napak po državah. Za podrobnosti o kategorijah »Vsa podjetja«, »Podjetja v maloprodajnem sektorju« in »Podjetja v veleprodajnem sektorju« glej ustrezno opombo. Številke se nanašajo na 28. krog ankete SAFE (oktober 2022–marec 2023).

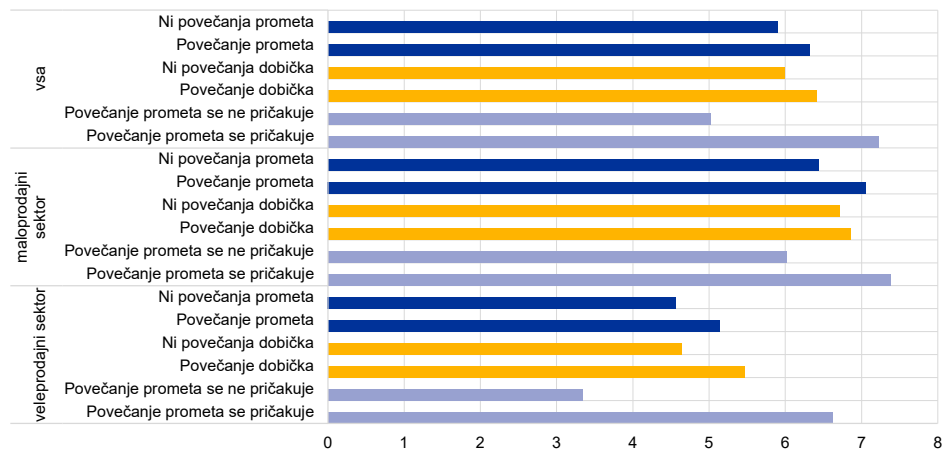
Podjetja, ki pričakujejo povečanje prometa, tako v maloprodajnem kot v veleprodajnem sektorju, pričakujejo tudi večje povišanje prodajnih cen (graf C).

Podjetja v svojih odgovorih na anketo SAFE poročajo tudi o tem, ali so se njihov promet in dobiček v zadnjih šestih mesecih ter njihov pričakovani promet v naslednjih šestih mesecih povečali, zmanjšali ali so ostali enaki. Povečanje prometa in dobička v preteklosti pri nobenem podjetju v vzorcu in v razčlenitvi podjetij po sektorjih ni povezano s poročanjem podjetij o pomembni razliki v pričakovanih prodajnih cenah. Podjetja v maloprodajnem in veleprodajnem sektorju, ki so poročala o višjem pričakovanem prometu v naslednjih šestih mesecih, so pričakovala tudi znatno višje prodajne cene. To bi lahko pomenilo, da bodo podjetja, ki pričakujejo povečanje povpraševanja po svojih proizvodih in storitvah po ponovnem odprtju gospodarstva, v prihodnje verjetneje zvišala cene. K pričakovanemu zvišanju prodajnih cen in prometa v prihodnosti bi lahko prispevali tudi višji vhodni stroški od pričakovanih.

Graf C

Pričakovanja v zvezi s prodajnimi cenami glede na promet in dobiček

(v odstotkih)



Vira: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Povprečna pričakovanja glede prodajnih cen za naslednjih 12 mesecev, ki so jih sporočila podjetja iz euroobmočja, ki poročajo o povečanju svojega prometa/dobička ali zmanjšanju/stagnaciji svojega prometa/dobička v zadnjih šestih mesecih, in podjetja, ki poročajo o povečanju ali zmanjšanju/stagnaciji pričakovanega prometa v naslednjih šestih mesecih z uporabo uteži iz ankete. Povprečna pričakovanja glede prodajnih cen so izračunana brez upoštevanja podatkov za 1. in 99. percentil za posamezne države. V kategoriji »Vsa podjetja« so zajeti odgovori vseh podjetij (10.983). Za podrobnosti o razvrstitvi podjetij v kategoriji »Podjetja v maloprodajnem sektorju« in »Podjetja v veleprodajnem sektorju« glej ustrezno opombo. Številke se nanašajo na 28. krog ankete SAFE (oktober 2022–marec 2023).

Podjetja v predelovalnih dejavnostih v panogah in državah, ki so poročala o večjem preteklem povečanju cen proizvodov pri proizvajalcih, pričakujejo manjše zvišanje prodajnih cen v naslednjih 12 mesecih (graf D).

Pričakovanja podjetij v predelovalnih dejavnostih (za katera so na voljo podatki o cenah proizvodov pri proizvajalcih na ravni države/panoge) glede njihovih prodajnih cen so precej heterogena. Podjetja, ki so v tretjem četrtletju 2022 sporočila zvišanje cen proizvodov pri proizvajalcih nad mediano, pričakujejo približno 3,4-odstotno zvišanje (za tretji kvartil porazdelitve rasti cen proizvodov pri proizvajalcih) in 2-odstotno zvišanje (za četrti kvartil), kar je precej pod povprečno pričakovano prodajno ceno.¹⁶ Podjetja v panogah, ki so v preteklosti poročala o rasti cen proizvodov pri proizvajalcih pod mediano, pričakujejo v naslednjem letu višje prodajne cene (za okoli 5,5%). Ker predelovalne dejavnosti drugim sektorjem prodajajo predvsem proizvode za vmesno porabo, bi nam ta heterogenost lahko pomagala razumeti prenos cen proizvodov pri proizvajalcih na maloprodajne cene.¹⁷ Opaženo vedenje pri določanju cen je lahko skladno z modeli oblikovanja cen glede na stanje, kjer se verjetnost prilagajanja cen povečuje z neuskkljenostjo cen.¹⁸

¹⁶ Na podlagi četrtletnih podatkov na ravni države po dvomestnih kodah NACE Rev. 2 je mediana indeksa cen proizvodov pri proizvajalcih za tretje četrtletje 2022 okoli 13%.

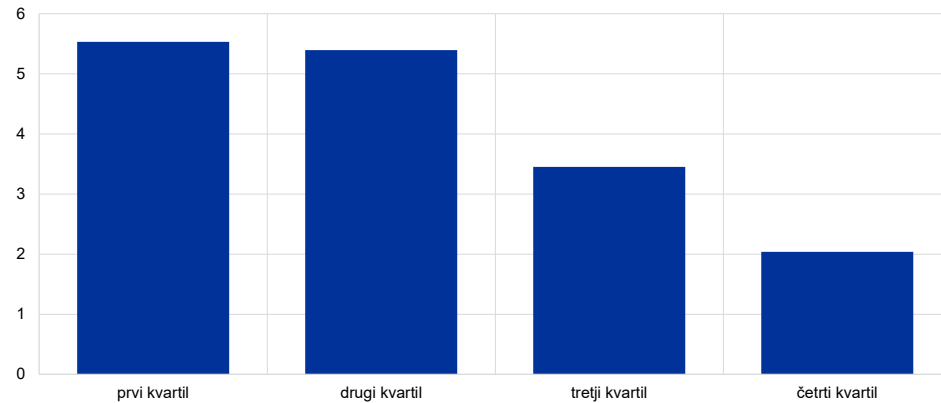
¹⁷ Za nadaljnjo analizo o prispevku dobička na enoto proizvoda k domačim cenovnim pritiskom v euroobmočju glej tudi okvir 3 »Kako je dobiček prispeval k nedavni krepitvi domačih cenovnih pritiskov v euroobmočju?« v tej številki Ekonomskega biltena.

¹⁸ Karadi, P., Schoenle, R., in Wursten, J., »Measuring price selection in microdata: it's not there«, Working Paper Series, št. 2566, ECB, junij 2021.

Graf D

Pričakovanja v zvezi s prodajnimi cenami po kvartilih rasti cen proizvodov pri proizvajalcih v preteklosti

(v odstotkih)



Viri: ECB in Evropska komisija, SAFE, Eurostat ter izračuni ECB.

Opombe: Pričakovane spremembe prodajnih cen podjetij v predelovalnih dejavnostih. Graf prikazuje povprečne pričakovane prodajne cene v naslednjih 12 mesecih po kvartilih zvišanja cen proizvodov pri proizvajalcih v tretjem četrtletju 2022. Indeks cen proizvodov pri proizvajalcih je opredeljen kot odstotek spremembe v primerjavi z enakim obdobjem prejšnjega leta. Za podjetja v prvem kvartilu je indeks cen proizvodov pri proizvajalcih na ravni države po kodah NACE Rev. 2 med -4,4% in 8%, v drugem kvartilu med 8% in 13%, v tretjem kvartilu med 13% in 18% ter v četrtem kvartilu med 18% in 80%. Številke se nanašajo na 28. krog ankete SAFE (oktober 2022–marec 2023).

6 Velik upad finančnih tokov euroobmočja s tujino v letu 2022 – ugotovitve na podlagi podrobnejših statističnih podatkov o plačilni bilanci

Pripravili Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone in Martin Schmitz

V tem okvirju je predstavljena analiza upada finančnih tokov euroobmočja s tujino v letu 2022, ki je največji po svetovni finančni krizi, pri čemer so uporabljene nove razčlenitve statističnih podatkov o plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb euroobmočja.¹⁹ Pomemben dogodek v letu 2022 je bil ta, da se je saldo tekočega računa euroobmočja iz presežka v višini 285 milijard EUR (2,3% BDP) v letu 2021 prevesil v primanjkljaj v višini 137 milijard EUR (1,0% BDP). To je do zdaj največja medletna sprememba salda tekočega računa euroobmočja.²⁰ V istem obdobju se je ob izrazitem obratu v finančnih tokovih euroobmočja na strani imetij in obveznosti presežek finančnega računa zmanjšal s 312 milijard EUR na 14 milijard EUR. Analiza finančnega računa postaja v zadnjih letih vse bolj zapletena zaradi širitve verig mednarodnega finančnega posredništva, ki pogosto vključujejo nebančne subjekte v mednarodnih finančnih središčih.²¹ ECB je skladno s priporočili iz mednarodnih statističnih priročnikov pripravila nove razčlenitve statističnih podatkov o plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb euroobmočja, da bi tako omogočila boljšo analizo izpostavljenosti tveganjem in medsebojne povezanosti.²²

K izrazitemu upadu finančnih tokov euroobmočja s tujino v letu 2022 so prispevala predvsem gibanja portfeljskih naložb in neposrednih tujih naložb (graf A). Neto transakcije vlagateljev iz euroobmočja s finančnim premoženjem zunaj euroobmočja so se v letu 2022 prevesile od večletne rekordne vrednosti v letu 2021 (neto investicije v višini 1,4 bilijona EUR) v neto dezinvesticije v višini 0,3 bilijona EUR. Izraziti obrat v finančnih tokovih na strani imetij euroobmočja je bil predvsem posledica gibanja portfeljskih lastniških instrumentov (delnic, ki kotirajo na borzi, in delnic investicijskih skladov) in portfeljskih dolžniških instrumentov. Poleg tega so k omenjenemu upadu po obdobju nenavadno velike volatiliti v zadnjih

¹⁹ Novi podatki, ki se sporočajo v skladu s spremenjeno [Smernico ECB/2018/19](#) o zunanji statistiki ECB, vključujejo dodatne razčlenitve po rezidenčnem sektorju, državi investitorici in dolžniških instrumentih v okviru neposrednih tujih naložb. Nove časovne vrste so trenutno na voljo od prvega četrletja 2019, dodatni pretekli podatki pa bodo na voljo v letu 2024. Dodatne informacije o statistiki plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb euroobmočja so dostopne na [spletnem mestu ECB](#).

²⁰ Glej najnovejše statistično sporočilo ECB za javnost o [četrletni plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb euroobmočja](#).

²¹ Lane, P. R., »[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)«, govor na skupni konferenci Evropske centralne banke, odbora Irving Fisher in centralne banke Banco de Portugal z naslovom »Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?«, 17. februar 2020; ter Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B., in Schreger, J., »[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)«, *The Quarterly Journal of Economics*, 136(3), 2021, str. 1499–1556.

²² [Priročnik Mednarodnega denarnega sklada za plačilno bilanco in stanje mednarodnih naložb](#), šesta izdaja (BPM6). Zadnji podatki o finančnih transakcijah med sektorji euroobmočja so predstavljeni v najnovejšem statističnem sporočilu ECB o [gospodarskih in finančnih gibanjih v euroobmočju po institucionalnih sektorjih](#) (zlasti v tabeli 1).

letih vidno prispevali tokovi neposrednih tujih naložb.²³ Podobno so na strani obveznosti vlagatelji zunaj euroobmočja, ki so bili v letu 2021 neto kupci finančnega premoženja euroobmočja, v letu 2022 postali neto prodajalci. Do največjega neto dezinvestiranja je prišlo pri neposrednih tujih naložbah, medtem ko so neto nakupi portfeljskih lastniških vrednostnih papirjev euroobmočja skoraj v celoti usahnili, potem ko so v letu 2021 dosegli rekordno visoko raven. Hkrati so po več letih velikega neto dezinvestiranja tuji vlagatelji v letu 2022 zmanjšali neto prodajo dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja.²⁴ V celoti gledano sta neto prodaja tako na strani imetij kot tudi na strani obveznosti ter obrat v finančnih transakcijah v letu 2022 najmočnejša po letu 2009. V preostanku tega okvirja se podrobneje osredotočamo na glavne dejavnike obravnavanega upada – portfeljske naložbe in neposredne tuje naložbe.

²³ Tokovi, povezani z neposrednimi tujimi naložbami, tradicionalno veljajo za najmanj volatilno kategorijo mednarodnih kapitalskih tokov. Glej na primer Eichengreen, B., Gupta, P., in Masetti, O., »[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)«, *Asian Economic Papers*, 17(1), 2018, str. 22–41. Vendar pa v zadnjih letih veliko vlogo multinacionalnih podjetij spremlja povečana volatilnost, zlasti pri majhnih odprtih gospodarstvih. Glej na primer Di Nino, V., Habib, M., in Schmitz, M., »[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2020.

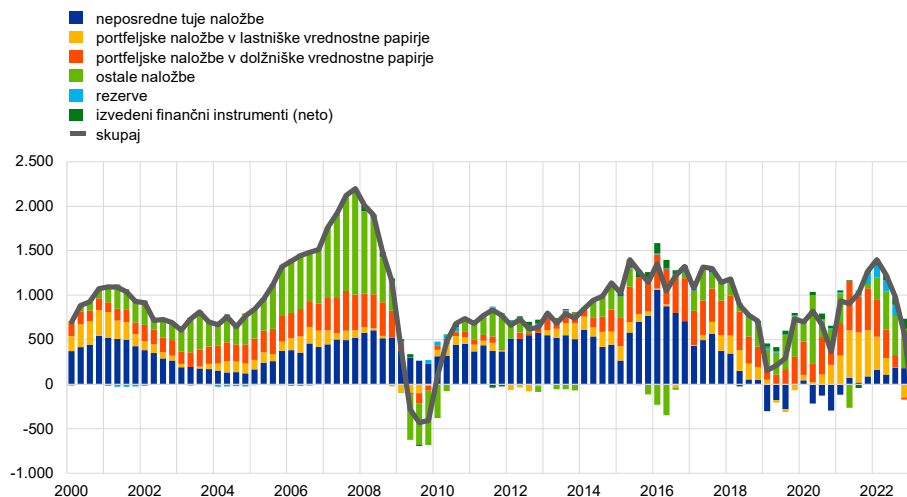
²⁴ Z visokih pozitivnih vrednosti v letu 2022 so upadle tudi transakcije v kategoriji »ostalih naložb«, zlasti na strani obveznosti, kar je bilo predvsem posledica zmanjšanja vlog nerezidentov euroobmočja pri Eurosistemu.

Graf A

Finančni račun euroobmočja

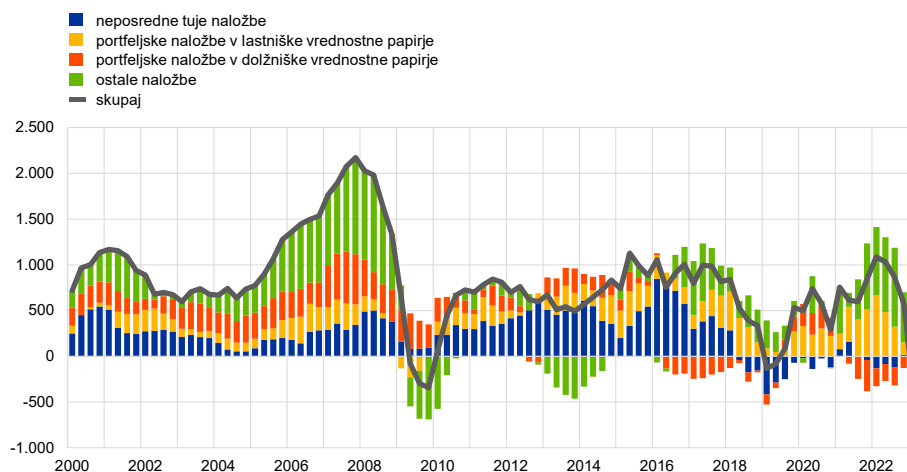
(a) Imetja

(drseče vsote štirih četrtletij; v milijardah EUR)



(b) Obveznosti

(drseče vsote štirih četrtletij; v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih instrumentov (tj. izdanih zunaj euroobmočja) s strani vlagateljev iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) vrednostnih papirjev euroobmočja s strani vlagateljev zunaj euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2022.

K umiku vlagateljev iz euroobmočja iz portfeljskih naložb v letu 2022 so prispevali predvsem investicijski skladi – ki so navadno prociklični vlagatelji – medtem ko so zavarovalnice in pokojninski skladi delno preprečili zmanjšanje odlivov (graf B). Nova časovna vrsta statističnih podatkov o plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb euroobmočja vsebuje razčlenitev sektorja nebančnih finančnih posrednikov.²⁵ Iz razčlenitve je razviden pomen investicijskih skladov euroobmočja kot imetnikov vrednostnih papirjev nerezidentov euroobmočja v okviru portfeljskih naložb (ki so ob koncu leta 2022 predstavljali 59% vseh imetij lastniških in dolžniških

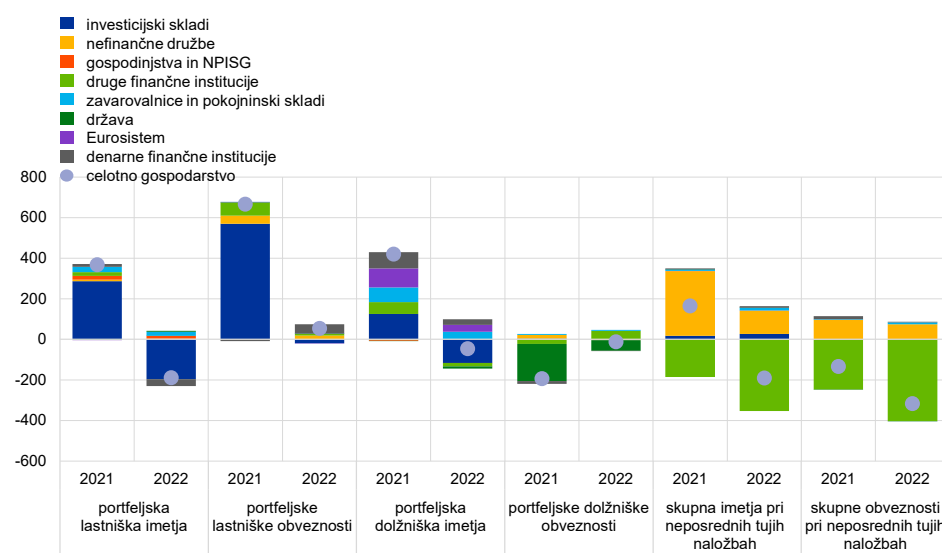
²⁵ Nova razčlenitev sektorja nebančnih finančnih posrednikov vključuje ločene podatke za investicijske sklade, zavarovalnice in pokojninske sklade in druge finančne institucije.

vrednostnih papirjev).²⁶ Skladno s tem je na spremembo vzorca portfeljskih naložb v euroobmočju iz neto nakupov (790 milijard EUR v letu 2021) v neto prodaje (235 milijard EUR v letu 2022) dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev večinoma vplival sektor investicijskih skladov. Glede na vzorce v euroobmočju v letu 2022 so investicijski skladi navadno prociklični vlagatelji, tj. v obdobjih velike nenaklonjenosti tveganju prodajajo vrednostne papirje, kar povzroči volatilitnost finančnih tokov, medtem ko zavarovalnice in pokojninski skladi ponavadi ravnajo proticiklično.²⁷ Poleg tega se je s spremembami v naložbenih vzorcih leta 2022 končala dolgotrajna faza obsežnega uravnoveževanja portfeljev v korist vrednostnim papirjem zunaj euroobmočja, ki se je začela leta 2014, ko je ECB uvedla negativne obrestne mere in začela izvajati program nakupa vrednostnih papirjev.²⁸

Graf B

Finančni račun euroobmočja: izbrane postavke po rezidenčnih sektorjih

(vsota štirih četrtletij; v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih instrumentov (tj. izdanih zunaj euroobmočja) s strani vlagateljev iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) vrednostnih papirjev euroobmočja s strani vlagateljev zunaj euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2022. Okrajšava NPISG pomeni nepridobitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva.

Z geografskega vidika je bilo skladno s poslabševanjem razpoloženja med svetovnimi vlagatelji zmanjšanje portfeljskih naložb leta 2022 v primeru lastniških vrednostnih papirjev skoncentrirano predvsem na vrednostnih

²⁶ Naložbeni vzorci investicijskih skladov v euroobmočju so pomembni za oceno izpostavljenosti osnovnih vlagateljev v te sklade, zlasti pokojninskih skladov, zavarovalnic in gospodinjstev. Glej Carvalho, D., in Schmitz, M., »Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds«, *Review of International Economics*.

²⁷ Glej Timmer, Y., »Cyclical investment behavior across financial institutions«, *Journal of Financial Economics*, 129, št. 2, 2018, str. 268–286.

²⁸ ECB je program nakupa vrednostnih papirjev začela izvajati sredi leta 2014, izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji pa marca 2020. Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru obeh programov so se prenehali izvajati leta 2022. Glej Cœuré, B., »The international dimension of the ECB's asset purchase programme«, govor na sestanku kontaktne skupine za devizni trg, 11. julij 2017; Lane, P. R., »The international transmission of monetary policy«, govor na sestanku v okviru programa CEPR za mednarodno makroekonomijo in finance, 14. november 2019; Bergant, K., Fidora, M., in Schmitz, M., »International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme«, *Working Paper Series*, št. 2388, ECB, Frankfurt na Majni, april 2020.

papirjih, ki so jih izdala visoko razvita gospodarstva, medtem ko je bilo pri dolžniških vrednostnih papirjih najizrazitejše pri vrednostnih papirjih, ki so jih izdala nastajajoča tržna gospodarstva (graf C). Nova razčlenitev držav investitoric v euroobmočje omogoča boljše zajetje podatkov o visoko razvitih gospodarstvih (dodane so Avstralija, Norveška in Južna Koreja) in o nastajajočih tržnih gospodarstvih (zdaj so vključene tudi Argentina, Indonezija, Mehika, Saudova Arabija, Južna Afrika in Turčija). Iz novih statističnih podatkov je razvidno, da so vlagatelji iz euroobmočja zmanjšali izpostavljenost do lastniških vrednostnih papirjev, ki so jih v letu 2022 izdali rezidenti ZDA, Združenega kraljestva in drugih visoko razvitih gospodarstev. Pri dolžniških vrednostnih papirjih je slika bolj niansirana: vlagatelji iz euroobmočja so na splošno prodali precejšnjo količino vrednostnih papirjev, ki so jih izdali rezidenti nastajajočih tržnih gospodarstev, eksteritorialnih finančnih središč in Združenega kraljestva. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, je na neto prodajo vplivalo dezinvestiranje vrednostnih papirjev, izdanih na Kitajskem, v Mehiki in Rusiji.²⁹ Poleg tega neto prodaja vrednostnih papirjev, ki so jih izdala eksteritorialna finančna središča, verjetno vključuje predvsem vrednostne papirje, ki so jih izdale podrejene družbe družb s sedežem na nastajajočih trgih, zlasti na Kitajskem.³⁰ Hkrati so vlagatelji iz euroobmočja opravili obsežne neto nakupe vrednostnih papirjev, ki so jih izdala druga visoko razvita gospodarstva, zlasti rezidenti Kanade in Japonske, k čemur je verjetno prispevalo močnejše zanimanje za varne naložbe.

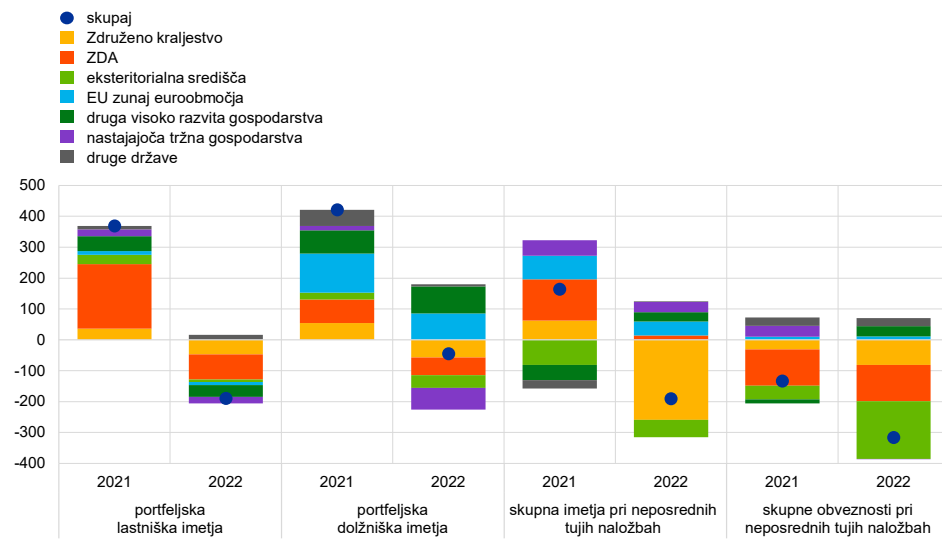
²⁹ Podrobnosti o tem, kako so se gibale naložbe euroobmočja v Rusiji, so predstavljene v Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., in Schmitz, M., »[Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2022.

³⁰ V nedavnih raziskavah je bilo ugotovljeno, da so naložbe euroobmočja v podjetniške obveznice nastajajočih trgov precej večje, kadar upoštevamo naložbe v obveznice, ki so jih izdale eksteritorialne podrejene družbe družb na nastajajočih trgih. Glej Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M., in Schreger, J., »[The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#)«, delovni dokument na voljo na SSRN; ter Bergant, K., Milesi-Ferretti, G. M., in Schmitz, M., »[Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe](#)«, *CEPR Discussion Paper*, št. 17946, 2023.

Graf C

Finančni račun euroobmočja: izbrane postavke po lokaciji nasprotne stranke

(vsota štirih četrtletij; v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih instrumentov (tj. izdanih zunaj euroobmočja) s strani vlagateljev iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) vrednostnih papirjev euroobmočja s strani vlagateljev zunaj euroobmočja. »EU zunaj euroobmočja« obsega države članice EU zunaj euroobmočja ter tiste institucije in organe EU, ki so za statistične namene zunaj euroobmočja, na primer Evropska komisija in Evropska investicijska banka. »Druga visoko razvita gospodarstva« vključujejo Avstralijo, Japonsko, Južno Korejo, Kanado, Norveško in Švico. »Nastajajoča tržna gospodarstva« vključujejo Argentino, Brazilijo, Indijo, Indonezijo, Kitajsko, Mehiko, Rusijo, Saudovo Arabijo in Turčijo. »Druge države« vključujejo vse države in skupine držav, ki niso prikazane na grafu, ter nedodeljene transakcije. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2022.

Kar zadeva tuje portfeljske naložbe v euroobmočju leta 2022, so neto nakupi delnic investicijskih skladov euroobmočja usahnili, zanimanje tujih vlagateljev za dolžniške vrednostne papirje euroobmočja pa se je ob zaostritvi naravnosti denarne politike ECB povečalo (graf B).

Zaradi obrata na strani imetij investicijskih skladov euroobmočja so vlagatelji zunaj euroobmočja ob manjši naklonjenosti tveganju, ki je na svetovnih finančnih trgih prevladovala po izbruhu vojne v Ukrajini, postali neto prodajalci delnic, ki so jih izdali investicijski skladi euroobmočja. Kombinacija obsežne aktivnosti investicijskih skladov v euroobmočju in močne baze vlagateljev zunaj euroobmočja – zlasti pri skladih s sedežem na Irskem in v Luksemburgu – je leta 2022 močno vplivala na finančne tokove v euroobmočju.³¹ Hkrati se je razpoloženje med tujimi vlagatelji glede dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja v letu 2022 izboljšalo. Medtem ko je obdobje od leta 2015 zaznamovala obsežna neto prodaja dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja (zlasti državnih obveznic, kar je bilo deloma odraz pomembne vloge nerezidentov kot nasprotnih strank v Eurosistemovih programih nakupa vrednostnih papirjev), je neto prodaja v letu 2022 upadla, ko so se ključne obrestne mere ECB začele zviševati, Eurosistem pa je prenehal izvajati neto nakupe vrednostnih papirjev. Ob zviševanju obrestnih mer so vlagatelji zunaj euroobmočja, potem ko so bili v prejšnjih letih neto prodajalci, postali neto kupci dolžniških vrednostnih papirjev,

³¹ Glej Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M., in Schreger, J., »The Geography of Capital Allocation in the Euro Area«, delovni zvezek na voljo na SSRN.

ki so jih izdali subjekti v sektorju drugih finančnih institucij euroobmočja, v katerega spadajo tudi družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev.

Upad neposrednih tujih naložb je bil predvsem posledica transakcij multinacionalnih podjetij v finančnih središčih euroobmočja, pogosto povezanih s subjekti za posebne namene, medtem ko so transakcije sektorja nefinančnih družb v zvezi z neposrednimi tujimi naložbami, ki so tesneje povezane z realnim gospodarstvom, ostale stabilnejše (graf B).³² Na strani obveznosti euroobmočja so dezinvesticije neposrednih tujih vlagateljev v letu 2022 znašale 317 milijard EUR (2,4% BDP euroobmočja). K dezinvesticijam so prispevali vlagatelji, rezidenčni v ZDA in Združenem kraljestvu, in vlagatelji v eksteritorialnih finančnih središčih (graf C), izvedene pa so bile izključno v razmerju do sektorja drugih finančnih posrednikov (403 milijard EUR), ki vključuje subjekte za posebne namene, kot so holdingi.³³ V nasprotju z bolj volatilnimi »financionaliziranimi« tokovi neposrednih tujih naložb so neposredne tuje naložbe v nefinančne družbe euroobmočja še naprej vztrajno rasle, tako da so neto naložbe dosegle 74 milijard EUR (graf B). Tudi k zmanjšanju neto nakupov v okviru neposrednih tujih naložb s strani rezidentov euroobmočja je prispeval predvsem sektor neposrednih tujih naložb. Močna pozitivna korelacija med bruto transakcijami na strani imetij in obveznosti v okviru neposrednih tujih naložb, povezanih z drugimi finančnimi posredniki, nakazuje, da ti tokovi pogosto »prečkajo« domače gospodarstvo, ne da bi jih to absorbiralo. Zmanjšanje imetij v okviru neposrednih tujih naložb je bilo predvsem posledica transakcij v razmerju do Združenega kraljestva, povezanih s prestrukturiranjem enega samega multinacionalnega podjetja.³⁴ Iz dodatnih razčlenitev, vključenih v statistiko plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb euroobmočja, je razvidno, da je za ekonomsko analizo neposrednih tujih naložb koristno podrobnejše ločevanje »financionaliziranih« tokov.³⁵

³² V zvezi z neposrednimi tujimi naložbami so bili za dolžniške vrednostne papirje objavljeni dodatni podatki, ki presegajo obravnavo v tem okvirju ter so razčlenjeni na dolžniške vrednostne papirje, posojila ter komercialne kredite in predujme.

³³ V obdobju po svetovni finančni krizi so naložbe (večinoma vlagateljev, rezidenčnih v ZDA) v holdinge (pogosto subjekte za posebne namene), rezidenčne v finančnih središčih euroobmočja, postale vse večja komponenta tokov obveznosti v okviru neposrednih tujih naložb v euroobmočju. Glej Lane, P. R., »The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges«, govor na skupni konferenci Evropske centralne banke, odbora Irving Fisher Committee in centralne banke Banco de Portugal z naslovom »Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?«, 17. februar 2020.

³⁴ Take velike transakcije so pogosto povezane s prestrukturiranjem majhnega števila multinacionalnih podjetij, prisotnih v finančnih središčih v euroobmočju, vendar lahko pomembno vplivajo na svetovne tokove neposrednih tujih naložb. Svetovni tokovi neposrednih tujih naložb so se denimo v letu 2022 glede na prejšnje leto zmanjšali za 24%, vendar pa le za 5%, če ne upoštevamo transakcij, ki zadevajo Luksemburg. Po podatkih iz poročila »FDI in Figures«, ki ga je OECD objavila aprila 2023, so bile velike dezinvesticije v Luksemburgu predvsem posledica posla posameznega multinacionalnega telekomunikacijskega podjetja.

³⁵ Taka analiza bo nadalje izboljšana z objavo statističnih podatkov o plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb euroobmočja z ločeno razčlenitvijo po subjektih za posebne namene, ki je trenutno predvidena za prvo polovico leta 2024.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 8. februarja do 9. maja 2023

Pripravila Jens Budde in Vladimir Tsonchev

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 8. februarja do 9. maja 2023 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Zaostrovanje denarne politike se je nadaljevalo tudi v obravnavanem obdobju.

Svet ECB je vse tri ključne obrestne mere na vsaki od sej, izvedenih 2. februarja 2023 in 16. marca 2023, zvišal za 50 bazičnih točk. Zvišanje je začelo veljati v prvem oziroma drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023.

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju zmanjšala. Zmanjšanje je bilo predvsem posledica predčasnih odplačil in zapadlosti v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) skupaj s postopnim zmanjševanjem portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Hkrati se je z nadaljnjim zmanjševanjem avtonomnih dejavnikov sistemu zagotavljala dodatna likvidnost. Neto avtonomni dejavniki so se od konca obdobja negativnih obrestnih mer v juliju 2022 še naprej zmanjševali.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 220,4 milijarde EUR na 2.026,6 milijarde EUR. V primerjavi z zmanjšanjem v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2022 je bilo to zmanjšanje skoraj v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 218,4 milijarde EUR na 1.861,3 milijarde EUR, h kateremu sta prispevala zmanjšanje avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A) in povečanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti. Obvezne rezerve so se malenkostno zmanjšale za 2 milijardi EUR na 165,3 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali za 136,5 milijarde EUR na 2.932 milijard EUR, k čemur je prispevalo predvsem zmanjšanje vlog države in drugih avtonomnih dejavnikov. Vloge države (glej »Pasiva« v tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povprečno zmanjšale za 62,9 milijarde EUR na 369,7 milijarde EUR, večji del zmanjšanja pa se je zgodil v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Zmanjšanje je posledica normalizacije rezerv nacionalnih zakladnic in verjetne prilagoditve njihovih strategij upravljanja denarnih sredstev v pričakovanju nižje zgornje meje pri obrestovanju vlog države pri nacionalnih centralnih bankah, ki je začela veljati 1. maja 2023. Po 1. maju so se vloge države nadalje zmanjšale na raven pod 300 milijard EUR in se

približale ravnem z začetka leta 2020, tj. pred začetkom pandemije. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 6,1 milijarde EUR na 1.557,1 milijarde EUR. Zmanjševanje imetij bankovcev in količine denarja v trezorju, ki traja od konca obdobja negativnih obrestnih mer, se je nadaljevalo tudi v obravnavanem obdobju, vendar je bilo precej počasnejše.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 81,8 milijarde EUR na 1,071 milijarde EUR. Medtem ko se je neto tuja aktiva v obravnavanem obdobju zmanjšala za 18,5 milijarde EUR, se je neto aktiva v eurih povečala za 100,3 milijarde EUR. Povečanje je bilo večinoma posledica zmanjšanja obveznosti nerezidentov euroobmočja v eurih, kar je bilo po drugih strani posledica prilagoditve strategij imetnikov računov za upravljanje denarnih sredstev v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv, saj je bilo obrestovanje vlog v okviru teh storitev prilagojeno skupaj z obrestovanjem vlog države.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov in njihovih sprememb³⁶.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 8. februar 2023–9. maj 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 2. november 2022–7. februar 2023	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 8. februar–21. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. marec–9. maj		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2932,0	(-136,5)	2.936,8	(-44,8)	2.927,8	(-8,9)	3.068,5	(-211,5)
Bankovci v obtoku	1.557,1	(-6,1)	1.553,9	(-11,6)	1.559,8	(+5,9)	1.563,2	(-11,3)
Vloge države	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	1.005,2	(-67,5)	1.002,6	(-40,6)	1.007,4	(+4,7)	1.072,7	(-87,5)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1.933,8)
Obvezne rezerve²⁾	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Odprta ponudba mejnega depozita	4.045,4	(-241,1)	4.103,0	(+51,4)	3.996,0	(-107,0)	4.286,5	+1.688,0
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

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

³⁶ 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: 8. februar 2023–9. maj 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 2. november 2022–7. februar 2023	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 8. februar–21. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. marec–9. maj		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Autonomni dejavniki povečevanja likvidnosti	1.071,0	(+81,8)	1.057,8	(+75,4)	1.082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Neto tuja aktiva	932,0	(–18,5)	916,8	(–23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(–2,5)
Neto aktiva v eurih	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(–3,6)	38,8	(+55,1)
Instrumenti denarne politike	6.093,4	(–477,6)	6.173,2	(–73,4)	6.024,9	(–148,3)	6.570,9	(–505,4)
Operacije odprtega trga	6.093,3	(–477,6)	6.173,2	(–73,4)	6.024,8	(–148,4)	6.570,9	(–505,4)
Kreditne operacije	1.172,3	(–454,5)	1.234,2	(–70,3)	1.119,2	(–115,1)	1.626,8	(–497,9)
Operacije glavnega refinanciranja	1,2	(–0,4)	0,9	(–0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(–1,2)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(–0,6)	2,4	(+1,2)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	1.168,6	(–453,3)	1.230,5	(–69,2)	1.115,5	(–115,0)	1.621,9	(–496,8)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	0,0	(–0,9)	0,0	(–0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(–1,0)
Dokončni portfelji ¹⁾	4.921,0	(–23,1)	4.939,0	(–3,1)	4.905,6	(–33,4)	4.944,1	(–7,5)
Odpri ponudba mejnega posojila	0,1	(+0,0)	0,0	(–0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 8. februar 2023–9. maj 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 2. november 2022–7. februar 2023	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 8. februar–21. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. marec–9. maj		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	2.026,6	(–220,4)	2.043,8	(–123,7)	2.011,8	(–32,0)	2.247,0	(–259,6)
Neto avtonomi dejavniki ²⁾	1.861,3	(–218,4)	1.879,2	(–120,4)	1.846,0	(–33,2)	2.079,7	(–264,0)
Presežna likvidnost ³⁾	4.066,7	(–257,2)	4.129,4	(+50,3)	4.012,9	(–116,5)	4.323,9	(–245,8)

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 8. februar 2023–9. maj 2023						Prejšnje obravnavano obdobje: 2. november 2022–7. februar 2023	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 8. februar–21. marec		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 22. marec–9. maj		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Operacije glavnega refinanciranja	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Odrpta ponudba mejnega posojila	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Odrpta ponudba mejnega depozita	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
Indeks RepoFunds Rate Euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Vir: ECB.

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

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

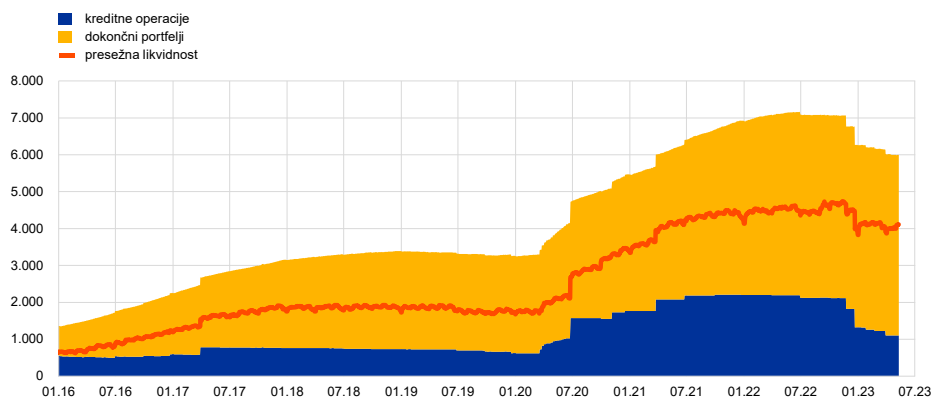
Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 477,6 milijarde EUR na 6.093,4 milijarde EUR (graf A). Zmanjšanje likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja kreditnih operacij. Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji so se prenehali izvajati konec marca 2022, od takrat pa Eurosistem zapadle zneske v celoti ponovno investira. Kar zadeva program nakupa vrednostnih papirjev, so se skladno s sklepom Sveta ECB, da se od 1. marca 2023 ne investirajo ponovno vsa plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, imetja v okviru tega programa začela postopno zmanjševati povprečno za 15 milijard EUR na mesec.³⁷

³⁷ Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe teh portfeljev.

Graf A

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

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 9. maj 2023.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 454,5 milijarde EUR. Zmanjšanje je predvsem posledica znižanja neodplačanih zneskov v okviru CUODR III zaradi predčasnih odplačil in zapadlosti. Prostovoljna predčasna odplačila v februarju in marcu 2023 so znašala 36,6 milijarde EUR oziroma 87,7 milijarde EUR, zaradi zapadlosti zneskov v okviru CUODR III marca pa so se neodplačani zneski v okviru CUODR III zmanjšali še za 32,2 milijarde EUR. K zmanjšanju so v obravnavanem obdobju prispevala tudi odplačila v okviru CUODR III v višini 499,4 milijarde EUR decembra 2022 in 62,7 milijarde EUR januarja 2023, saj se njihov polni učinek na spremembo povprečja obravnavanega obdobja pokaže šele v tekočem obravnavanem obdobju. Spremembe pri drugih kreditnih operacijah so bile zelo majhne.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je zmanjšala za 257,2 milijarde EUR na 4.066,7 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Potem ko je presežna likvidnost septembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4,8 bilijona EUR), se je predvsem po navedenih predčasnih odplačilih in zapadlosti v okviru CUODR III postopno zmanjšala, če ne upoštevamo učinkov avtonomnih dejavnikov.

Gibanje obrestnih mer

Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je zaradi zaostritve denarne politike ECB zvišala za 99,2 bazične točke, in sicer z 1,90% 7. februarja (zadnji dan prejšnjega obravnavanega obdobja) na 2,89% 9. maja (zadnji dan sedanjega obravnavanega obdobja). Prenos zvišanja ključnih obrestnih mer ECB februarja in marca 2023 na nezavarovani denarni trg se je zgodil v celoti in takoj. €STR je v sedanjem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 10 bazičnih točk manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, podobno kot v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2022.

Repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, se je zvišala za 98 bazičnih točk, in sicer z 1,90% 7. februarja na 2,88% 16. marca. Prenos zvišanja ključnih obrestnih mer ECB na zavarovani denarni trg se je zgodil v celoti in takoj. Repo trg je še vedno deloval pravilno zaradi več dejavnikov, vključno z ukrepi, ki so jih ob koncu leta 2022 sprejeli nekateri nacionalni upravljavci dolga, zvišanja zgornje meje posojanja vrednostnih papirjev, obsežnejšega neto izdajanja od začetka leta 2023 in sprostitve mobiliziranih instrumentov zavarovanja zaradi zapadlosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ter zmanjšanja imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Poleg tega je ECB 7. februarja 2023 objavila, da bo zgornja meja pri obrestovanju vlog držav euroobmočja pri Eurosistemu od 1. maja 2023 določena na ravni 20 bazičnih točk manj kot €STR in da se bo ustrezno temu prilagodilo tudi obrestovanje vlog v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv. Zaradi te objave se je zmanjšala zaskrbljenost, da bi se lahko zgornja meja pri obrestovanju po izteku veljavnosti začasne zgornje meje 30. aprila 2023 vrnila na raven 0%, s čimer se je zmanjšalo tveganje negativnih učinkov na delovanje trga zaradi nenadnega preusmerjanja denarnih naložb iz nacionalnih zakladnic in tujih centralnih bank.

Razlike v inflaciji in konkurenčnosti med državami euroobmočja

Pripravili Daniela Filip, Daphne Momferatou in Ralph Setzer

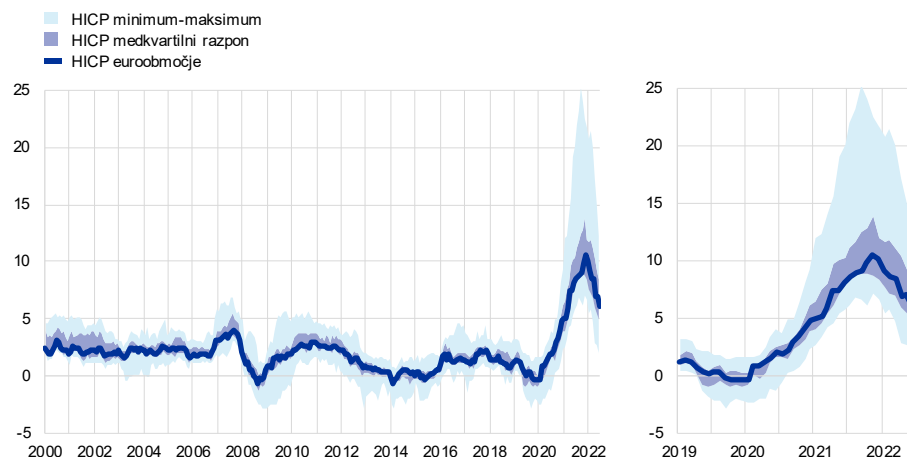
Visoke cene energentov in surovin ter ozka grla v dobavnih verigah povzročajo visoko inflacijo v euroobmočju in povečujejo razlike v inflaciji med državami euroobmočja.¹ Meddržavne razlike v inflaciji, merjene z medkvartilnim razponom, so se z rekordno nizkih ravni pred pandemijo povzpele na zgodovinsko visoke ravni, zabeležene ob koncu leta 2022, in ostajajo povišane, čeprav se od takrat zmanjšujejo. Maja 2023 je stopnja inflacije v državah euroobmočja segala od 2,0% v Luksemburgu do 12,3% v Latviji in na Slovaškem (graf A). Sedanje okolje visoke inflacije so povzročili predvsem neugodni šoki na strani ponudbe, ki so nastali zaradi naraščanja cen energentov in surovin, ozkih grl v dobavnih verigah in učinkov ponovnega odpiranja po pandemiji.

Meddržavne razlike v inflaciji, merjene z medkvartilnim razponom, so se z rekordno nizkih ravni pred pandemijo povzpele na zgodovinsko visoke ravni, zabeležene ob koncu leta 2022, in ostajajo povišane, čeprav se od takrat zmanjšujejo. Maja 2023 je stopnja inflacije v državah euroobmočja segala od 2,0% v Luksemburgu do 12,3% v Latviji in na Slovaškem (graf A). Sedanje okolje visoke inflacije so povzročili predvsem neugodni šoki na strani ponudbe, ki so nastali zaradi naraščanja cen energentov in surovin, ozkih grl v dobavnih verigah in učinkov ponovnega odpiranja po pandemiji.

Graf A

Razlike v inflaciji (HICP) med državami euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Medkvartilni razpon je razlika med 75. in 25. percentilom porazdelitve med državami, pri čemer se sestava držav euroobmočja spreminja. Interval med minimumom in maksimumom ustreza razponu med najnižjo in najvišjo stopnjo rasti inflacije v državah euroobmočja v vsakem mesecu. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2023 (prva ocena).

Dolgotrajne razlike v inflaciji lahko povzročijo zunanja neravnovesja. Razlike v inflaciji so v valutni uniji normalne, če odražajo začasno prilagajanje šokom ali so povezane s procesom gospodarskega dohitevanja. Poleg tega javnofinančne politike posameznih držav vplivajo na inflacijske razlike v euroobmočju, med drugim s spremembami davkov in plač v javnem sektorju.² Če pa te razlike niso kratkotrajne ali ne odražajo zblizevanja ravni cen, lahko kažejo na divergentna gibanja stroškov ali na strukturne neučinkovitosti, kot je nominalna ali realna togost na trgu

¹ Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »The energy shock, price competitiveness and euro area export performance«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2023.

² Glej Checherita-Westphal, C., Leiner-Killinger, N. in Schildmann, T., »Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited«, *Working Paper Series*, št. 2774, ECB, 2023.

proizvodov in trgu dela. Vztrajne razlike v inflaciji lahko povzročijo dolgotrajnejše izgube cenovne konkurenčnosti in poslabševanje salda tekočega računa.³ Takšne izgube konkurenčnosti imajo lahko zelo problematične negativne eksternalije in jih je včasih treba reševati s strukturnimi politikami.

Visoka inflacija se v številnih državah euroobmočja preliva v višje stroške dela na enoto proizvoda in hitrejšo rast dobička na enoto proizvoda. Zviševanje nominalnih stroškov dela na enoto proizvoda, ki so opredeljeni kot sredstva za zaposlene na enoto realnega BDP, na splošno velja za pomembno gonilo vztrajnega zviševanja domače osnovne inflacije. Čeprav je bilo gibanja stroškov dela na enoto proizvoda v zadnjih letih težko tolmačiti zaradi računovodske obravnave programov za ohranitev delovnih mest in sektorskih prerazporeditev, ki so vplivale na dinamiko stroškov dela na enoto proizvoda, ta kazalnik še vedno daje koristne informacije za ocenjevanje zgoraj omenjenega tveganja vse večjih razlik v cenovni konkurenčnosti držav euroobmočja in stroškovnih pritiskov s trga dela.⁴ Šok iz ponudbe energentov, ki poganja inflacijo od sredine leta 2021, sta spremljala močno povečevanje stroškov dela na enoto proizvoda in rast dobička na enoto proizvoda. Po eni strani so se stroški dela na enoto proizvoda v euroobmočju od konca leta 2019 do konca leta 2022 povečali za 8%, ker so se sredstva za zaposlene močno povečala, produktivnost pa je stagnirala. Med državami obstajajo velike razlike. Najbolj so se stroški dela na enoto proizvoda zvišali v baltskih državah (do 28% v Litvi), v Luksemburgu in na Slovaškem. Po drugi strani se je dobiček na enoto proizvoda, opredeljen kot bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek, deljeno z realnim BDP, povečeval hitreje kot stroški dela na enoto proizvoda. Iz tega sledi, da je z računovodskega vidika in glede na deflator BDP rast dobička na enoto proizvoda k domači inflaciji prispevala več kot rast stroškov dela na enoto proizvoda.⁵ Ta razlika je bila še posebej velika v Grčiji, Latviji, na Cipru, v Sloveniji, na Malti, v Nemčiji in Estoniji (graf B). To lahko pomeni, da dobički niso vsrkali dela rasti vhodnih stroškov in da ti vhodni stroški, vključno s cenami uvoženih energentov in drugih proizvodov za vmesno porabo, niso negativno vplivali na dobiček na enoto proizvoda.⁶

³ Glej Obstfeld, M. in Rogoff, K., »[The unsustainable US current account position revisited](#)«, *NBER Working Paper*, št. 10869, 2004, in Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, »[Competitiveness and external imbalances within the euro area](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 139, ECB, 2012.

⁴ Glej Giordano, C. in Zollino, F., »[Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#)«, *Working Paper Series*, št. 1789, ECB, 2015.

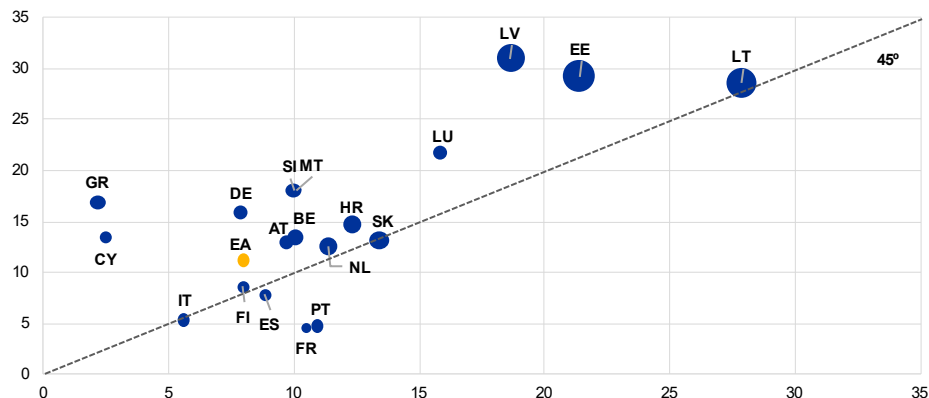
⁵ Glej Arce, O., Hahn, E. in Koester, G., »[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)«, *Blog ECB*, ECB, 30. marec 2023.

⁶ Za analizo, kako so dobički prispevali k inflaciji, glej okvir 3 z naslovom »Kako so dobički prispevali k nedavni okrepitvi cenovnih pritiskov v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf B

Rast dobička na enoto proizvoda in rast stroškov dela na enoto proizvoda

(os x: skupna odstotna sprememba stroškov dela na enoto proizvoda v obdobju 2019–2022; os y: skupna odstotna sprememba dobička na enoto proizvoda v obdobju 2019–2022; velikost krožcev: povprečna letna stopnja spremembe HICP v letu 2022)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Stroški dela na enoto proizvoda so opredeljeni kot sredstva za zaposlene, deljeno s produktivnostjo dela. Dobiček na enoto proizvoda je opredeljen kot bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek, deljeno z realnim BDP. Podatki za Irsko niso vključeni.

Gibanja na tekočem računu kažejo, da se neravnovesja niso bistveno zmanjšala.

V letih pred pandemijo je med državami euroobmočja potekal proces uravnovešanja v obliki precejšnje korekcije stroškov dela na enoto proizvoda in izboljšanja salda tekočega računa v državah z začetno nizko konkurenčnostjo in velikimi neto zunanjimi obveznostmi. To ponovno uravnovešanje so deloma pogonjale velike togosti na trgih dela in proizvodov, preden sta ga prekinila pandemija v letih 2020/2021 in zatem velik skok svetovnih cen energentov. Zaradi teh gibanj se je poslabšal saldo tekočega računa euroobmočja, ki je upadel z 2,2% BDP v letu 2019 na –1,0% BDP v letu 2022. Prizadete so bile tako države s primanjkljajem kot tudi države s presežkom. Ob koncu leta 2022 je bil zunanji položaj več držav pod pragovi, ki so bili določeni s preglednico kazalnikov iz postopka Evropske komisije v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Ciper in Grčija sta še vedno pod pragom –35% BDP za neto stanje mednarodnih naložb in pod pragom –4% BDP za saldo tekočega računa. Kar zadeva preostale države z velikimi zunanjimi obveznostmi, je tekoči račun precej negativen na Slovaškem, nekoliko negativen na Portugalskem in rahlo pozitiven v Španiji. Hkrati je tekoči račun glavnih neto upniških držav ostal izrazito pozitiven, čeprav se je v Nemčiji precej zmanjšal (graf C).

Graf C

Saldo tekočega računa in neto stanje mednarodnih naložb

(os x: neto stanje mednarodnih naložb kot odstotek BDP v četrtem četrtletju 2019; os y: saldo tekočega računa kot odstotek BDP, triletno povprečje (2020–2022))



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Harmonizirani kazalniki konkurenčnosti (HCI), ki temeljijo na deflatorju BDP, izpostavljajo približno enak sklop držav, ki so od začetka pandemije izgubile največ konkurenčnosti.

Kazalnik HCI predstavlja širše merilo cenovne konkurenčnosti, saj upošteva naslednje dejavnike: (i) gibanje deviznega tečaja eura v primerjavi z deviznimi tečaji glavnih trgovinskih partneric euroobmočja, (ii) relativna gibanja kazalnikov stroškov v trgovinskih partnericah in (iii) gibanja trgovinskih deležev.⁷ Spremembe na deflatorju BDP temelječega kazalnika HCI v obdobju 2019–2022 kažejo, da so največ konkurenčnosti v primerjavi s svojimi konkurenti izgubile baltske države in Luksemburg. Za baltske države proces dohitevanja ravni dohodka, splošno znan kot Balassa-Samuelson učinek, ne pomeni izgube konkurenčnosti in lahko deloma pojasni realno apreciacijo.⁸

Na splošno se zdi, da spremembe cenovne konkurenčnosti, ki so se zgodile od pandemije, niso niti zaostrile zunanjih neravnotežij niti jih niso dodatno ublažile.

Najnovejši podatki o kazalnikih HCI (graf D) ne dajejo jasnega odgovora, ali se bo proces ponovnega uravnovešanja, ki je potekal pred pandemijo, nadaljeval. Velike neto zunanje obveznosti nekaterih držav euroobmočja so se od leta 2019 zmanjšale zaradi višje nominalne gospodarske rasti teh držav. Vseeno je v četrtem četrtletju 2022 šest držav preseglo prag postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za neto zunanje obveznosti.⁹ Da bi se ponovno uravnovešanje lahko vzdržno nadaljevalo, so potrebne nadaljnje prilagoditve relativnih cen. Za države euroobmočja z velikimi neto zunanjimi obveznostmi to pomeni, da morajo povečati

⁷ Kazalniki HCI držav euroobmočja so konceptualno enakovredni realnemu učinkovitemu deviznemu tečaju valute. Več podrobnosti je na voljo na tej [spletni strani ECB](#). V tem okvirju se uporablja merilo kazalnika HCI, ki temelji na deflatorju BDP, ker upošteva cene vsega doma proizvedenega blaga in storitev, vključno z vplivom stroškov inputov poleg dela.

⁸ Za več informacij o Balassa-Samuelsonovem učinku na gospodarstva euroobmočja glej Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F. in Muzikarova, S., »[Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 203, ECB, 2017.

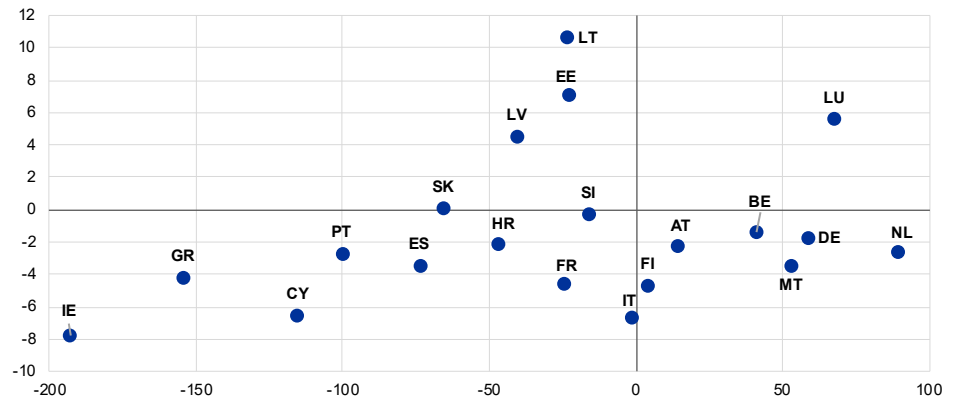
⁹ Na Irskem in Cipru na neto stanje mednarodnih naložb močno vplivajo specifične dejavnosti multinacionalnih podjetij in družb za posebne namene, ki niso neposredno povezane z domačim gospodarstvom. Brez teh dejavnosti bi bile njune neto zunanje obveznosti manjše.

svoyo cenovno konkurenčnost z upočasnitvijo rasti stroškov dela na enoto proizvoda in/ali z upočasnitvijo rasti dobička na enoto proizvoda.

Graf D

Neto stanje mednarodnih naložb in kazalniki HCI

(os x: neto stanje mednarodnih naložb kot odstotek BDP v četrtem četrtletju 2019; os y: kumulativna sprememba kazalnika HCI (temelječega na deflatorju BDP) v odstotkih (2019–2022))



Viri: Eurostat, ECB in izračuni ECB.

Opombe: Na deflatorju BDP temelječi kazalniki HCI kažejo cenovno konkurenčnost vsake države euroobmočja v primerjavi z njenimi glavnimi konkurentkami na mednarodnih trgih (euroobmočje-20 in efektivni devizni tečaj skupine 41 trgovinskih partneric). Kazalniki so izračunani na podlagi tehtanega povprečja dvostranskih deviznih tečajev glede na valute trgovinskih partneric vsake države euroobmočja in deflacirani z deflatorjem BDP, ki je v nekaterih državah pod vplivom dejavnosti multinacionalnih podjetij (Irska) ali družb za posebne namene (Ciper). Pozitivna vrednost kazalnika HCI pomeni, da se je cenovna konkurenčnost države zmanjšala, negativna vrednost pa, da se je povečala. Več informacij o kazalnikih HCI je na spletni strani ECB o [harmoniziranih kazalnikih konkurenčnosti](#).

Članek

The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area

Prepared by Roberto A. De Santis and Grigor Stoevsky

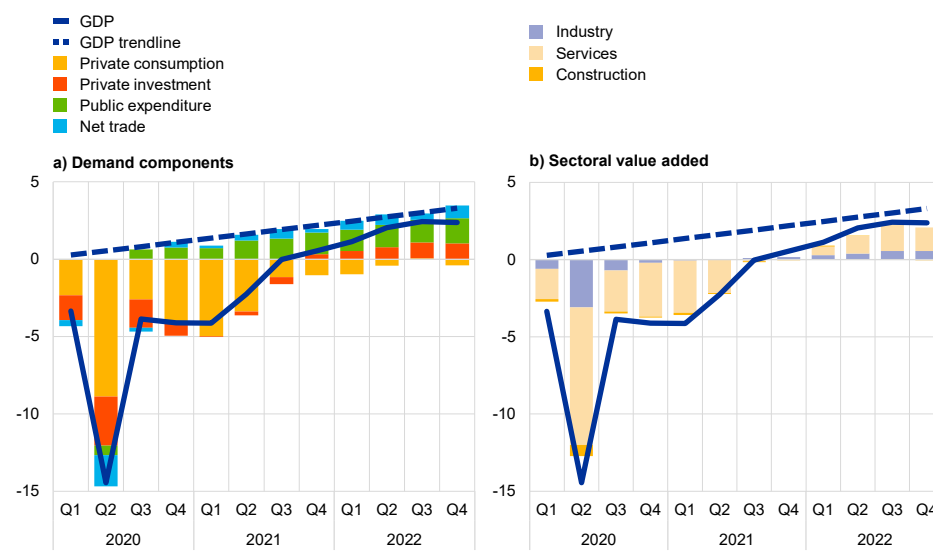
1 Introduction

This article assesses the factors that caused the sharp decline in economic activity in the euro area in 2020 and shaped the subsequent economic recovery. The widespread lockdowns which began in March 2020, implemented to contain the spread of the coronavirus (COVID-19) pandemic, caused global supply disruptions and suppressed demand. As a result, euro area output dropped and international trade plummeted. The euro area economy recovered solidly after the first strict lockdowns were lifted in 2020, despite the adverse shocks in 2021 and 2022 associated with global supply bottlenecks, the energy crisis and the uncertainty generated by Russia's invasion of Ukraine. Euro area GDP fell by 6.1% in 2020, before rebounding by 5.3% in 2021 and further increasing by 3.5% in 2022. By the end of 2022 output in the euro area was 2.4% above its pre-pandemic level, but 0.9 percentage points below its extrapolated pre-pandemic linear trend, largely thanks to strong policy support (Chart 1, panel a). The developments at sectoral level have been heterogenous. Services were mainly affected by the various containment measures, which led to a delayed recovery in services activity in 2021 (Chart 1, panel b). Industrial and construction production have been also constrained by supply chain disruptions, energy shocks and labour shortages, although the former two factors have recently eased significantly.

Chart 1

Real GDP – breakdown by demand components and sectoral value added

(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The pre-COVID-19 deterministic trend is estimated by regressing the log of real GDP on a constant and a linear trend over the period from the first quarter of 1999 to the fourth quarter of 2019. Given the disproportionate impact of highly volatile transactions in intangible assets in Ireland on euro area investment and imports (see footnote 2), euro area private investment has been depicted excluding investment in intellectual property products in Ireland, while imports are shown after netting out services imports in Ireland. Public expenditure includes government consumption and government investment. Industry excludes construction value added in panel b). Owing to statistical differences between GDP and total gross value added, contributions from industry, services and construction do not add up to total GDP in panel b).

Since 2020 activity in the euro area has been shaped by three key exogenous factors: the reopening of the economy following the lockdowns (supported by fiscal policies), global supply disruptions and Russia's war in Ukraine. After the first strict lockdowns were eased in May 2020, output rose immediately and the economy largely reopened. Demand also partially recovered, supported by considerable monetary and fiscal stimuli, although remaining containment measures and health concerns continued to restrict consumption possibilities. Subsequently, with the changing epidemiological situation, containment policies varied across the world and measures in different countries were strengthened or relaxed in an unsynchronised way. This, together with the shortages resulting from the misplacement of cargo containers globally, contributed to additional unexpected and abrupt bottlenecks in global supply chains. Rising geopolitical tensions in the autumn of 2021 and Russia's invasion of Ukraine in February 2022 caused a surge in energy prices and amplified the ongoing supply disruptions, while also contributing to a jump in economic uncertainty with negative implications for domestic activity.

This article analyses the magnitude and channels through which the above three factors have affected demand and production. Section 2 looks at the demand composition of GDP, focusing on the main factors that shaped the dynamics of household income, savings, consumption and investment. Section 3 analyses the production side, focusing on those sectors most affected by the supply bottlenecks and energy shocks. The article also compares the post-pandemic economic recoveries in the euro area and the United States (Box 1), discusses the role of fiscal policy in shaping the business cycle in 2021 and 2022 (Box 2) and offers an

assessment of the relative significance of the different shocks that have characterised the post-pandemic recovery using a structural empirical model (Box 3). While monetary policy supported the economic recovery in 2021-22, a detailed analysis of its impact is beyond the scope of this article.¹ Section 4 concludes.

2 The role of demand

The recovery of aggregate demand has not been uniform across components.

Private consumption was negatively affected by the waves of restrictions imposed to contain the spread of the pandemic, which resulted in strongly negative demand shocks in 2020 (Box 3). The recovery in private consumption was relatively slow and it did not return to its pre-pandemic level until the third quarter of 2022, i.e. four quarters after real GDP. This was, in part, because the pandemic re-occurred over several waves, with the related containment measures and health concerns restricting consumption possibilities. By contrast, public consumption and public investment supported the recovery in GDP immediately, exceeding their pre-pandemic level from the third quarter of 2020 and continuing to grow thereafter. This reflected the pandemic and energy-related support provided between 2020 and 2022 (Box 2). Housing investment also recovered relatively quickly, already exceeding its pre-pandemic level by the end of 2020. By contrast, private non-construction investment plummeted during the first wave of the pandemic and, despite the subsequent rebound, did not recover until the fourth quarter of 2021. Net exports (abstracting from the volatility related to intangible asset transactions in Ireland) also plunged during the initial lockdowns in 2020. However, the net trade component of euro area GDP recovered swiftly thereafter, already exceeding its pre-pandemic level in the fourth quarter of 2020, as exports rebounded more strongly than imports (Chart 1, panel a).²

Developments in private consumption lagged behind the resilience shown by aggregate disposable income.

Real disposable income has been strongly supported by job retention schemes since 2020. The strong fiscal policy support deployed by euro area governments during the pandemic mitigated risks for entrepreneurs and employees, and prevented widespread bankruptcies. Although compensation of employees slumped in 2020 (Chart 2), overall this was more than buffered by fiscal support, with the implemented measures, such as job retention schemes, resulting in a strongly positive contribution to disposable income of direct taxes, social contributions and transfers (Box 2). In addition, ECB monetary policy

¹ A comprehensive assessment of the role of monetary policy can be found in Lagarde, C., “[Monetary policy in the euro area](#)”, Karl Otto Pöhl Lecture, organised by Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Frankfurt, 20 September 2022; and Lane, P.R., “[The euro area hiking cycle: an interim assessment](#)”, Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research, London, 16 February 2023. See also the box entitled “[The macroeconomic impact of the ECB’s monetary policy tightening since December 2021: a model-based assessment](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

² Euro area private investment and net trade were disproportionately affected by the highly volatile evolution of Irish intellectual property products. The calculations here abstract from the resulting strong volatility. See the box entitled “[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023. For a deeper discussion on business investment after the pandemic, see the article entitled “[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

action at the time supported favourable financing conditions. Labour compensation recovered strongly in 2021-22 and was the main contributor to growth in real disposable income in these two years.³ From mid-2021 the resulting impetus to consume was partly offset by the surge in energy prices, which made a strong negative contribution to real disposable income growth in 2022 via a deterioration in the terms of trade.⁴ However, its negative impact on spending was buffered by a gradual (albeit incomplete) unwinding of the previously exceptionally high saving flows, together with the positive developments in labour and non-labour income. The pandemic restrictions, coupled with policy support for incomes, resulted in an unprecedented increase in household savings to 25% of disposable income in the second quarter of 2020.⁵ Although it fell back from its peak thereafter, the saving ratio has remained above its pre-pandemic level, resulting in an accumulation of “excess” savings amounting to around €930 billion by the fourth quarter of 2022, or about 11.4% of annual disposable income. However, these pandemic savings have been accumulated mostly in illiquid assets, are concentrated among wealthier households and have been partly eroded in real terms by the recent high inflation. These factors are all likely to limit the support stemming from these accumulated savings to consumption growth.⁶

³ Typically, an increase in labour income provides stronger support to consumption than other sources of income as it is associated with a higher marginal propensity to consume. See the article entitled “[Monetary policy and inequality](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2021; and Slačálek, J., Tristani, O. and Violante, G.L., “Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 115, Article 103879, June 2020.

⁴ See the article entitled “[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

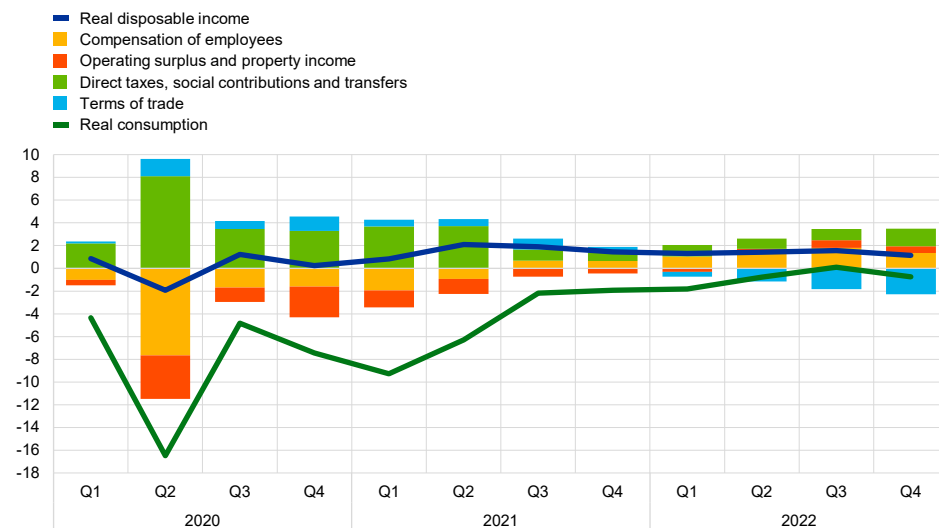
⁵ See the box entitled “[COVID-19 and the increase in household savings: an update](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021. See also the box entitled “[Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

⁶ For a deeper analysis, see the box entitled “[The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?](#)” in this issue of the *Economic Bulletin*, ECB, 2023.

Chart 2

Real disposable income components and real consumption

(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Disposable income is deflated with the private consumption deflator, whereas its components are deflated with the GDP deflator. "Terms of trade" are calculated as the ratio of GDP to the private consumption deflators. The latest observations are for the fourth quarter of 2022.

Across components, consumption of services, in particular contact-intensive activities such as travel, accommodation and food services, played a key role during the pandemic and its aftermath. Demand for contact-intensive services contributed strongly to the drop in consumption in the acute phases of the pandemic and to its subsequent recovery.⁷ Services consumption returned to its pre-pandemic level only in the third quarter of 2022 (Chart 3). The consumption of durable goods, which is typically pro-cyclical and highly volatile, rebounded quickly after the lockdowns, but was affected by tight global supply constraints in 2021-22. Meanwhile, expenditure on non-durable and semi-durable goods suffered less than that on services during the pandemic and had already recovered to pre-pandemic levels by mid-2021. However, consumption of non-durable and semi-durable goods was hit by the repercussions of Russia's invasion of Ukraine, with the ensuing high energy and food inflation contributing to a decline in this expenditure component over 2022.

⁷ See the box entitled "Economic developments and outlook for contact-intensive services in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

Chart 3

Private consumption components

(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat, European Commission (DG ECFIN) and ECB calculations.
Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2022.

During the post-pandemic reopening phase, private consumption growth was held back by the rising energy prices, increasing uncertainty and stricter financing conditions, including higher interest rates.⁸ The surge in energy costs following Russia's invasion of Ukraine translated into a jump in consumer uncertainty and price expectations, and a steep drop in consumer confidence, which reached extremely low levels in September 2022 (Chart 4). While consumer uncertainty has moderated since October 2022, it has remained elevated from a historical perspective, and its detrimental economic impact was significant in 2022.⁹ With fading concerns related to the supply of gas and declining energy prices, consumer confidence started to improve, albeit still remaining at a low level, and the consumer price trend expectations declined to below its historical average level in early 2023. Nevertheless, private consumption growth has been increasingly affected by the ongoing tightening of monetary policy and the related stricter financing conditions.

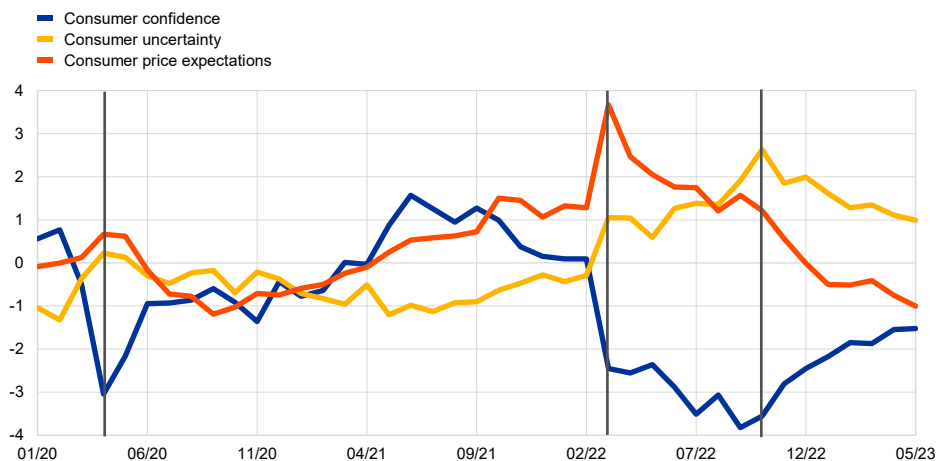
⁸ See the article entitled "[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

⁹ See the box entitled "[The impact of the Russian invasion of Ukraine on euro area activity via the uncertainty channel](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2022.

Chart 4

Consumer confidence, uncertainty and price expectations

(standardised percentage balances)



Sources: European Commission (DG ECFIN) and ECB calculations.

Notes: Consumer confidence and price expectations standardised over 1985-2019, consumer uncertainty standardised over April 2019-May 2023. The vertical lines mark turning points in April 2020, March 2022 and October 2022. The latest observations are for May 2023.

Turning to investment, the initial strong rebound of the residential component reflected pandemic-specific needs and the favourable financing environment.

Households have also allocated a small part of their above-trend savings to capital formation since the beginning of 2021.¹⁰ However, the spike in uncertainty and the gradual tightening of financing conditions in the course of 2022 resulted in increasingly steep moderation in housing investment activity (Chart 5, panel a).¹¹ By contrast, euro area non-construction investment, which dropped during the pandemic, took longer to recover in its aftermath. While its rebound has been significant, this has varied considerably across countries, firms and types of investment, and has been weaker in the euro area than in the United States (Box 1).¹² While the recovery of non-construction investment was also helped by substantial policy support, headwinds such as increased uncertainty, energy cost rises and supply bottlenecks induced a relatively high level of savings by companies and delayed investment decisions (Chart 5, panel b). Nevertheless, strengthened structural trends since the pandemic, including the further digitalisation and greening of the euro area economy, with the Next Generation EU (NGEU) funds acting as a catalyst, have recently supported growth in non-construction investment demand.

¹⁰ See the box entitled “[The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?](#)” in this issue of the *Economic Bulletin*, ECB, 2023.

¹¹ See Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. and Roma, M., “[Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions](#)”, *Working Paper Series*, No 2752, ECB, November 2022. See also the box entitled “[Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023

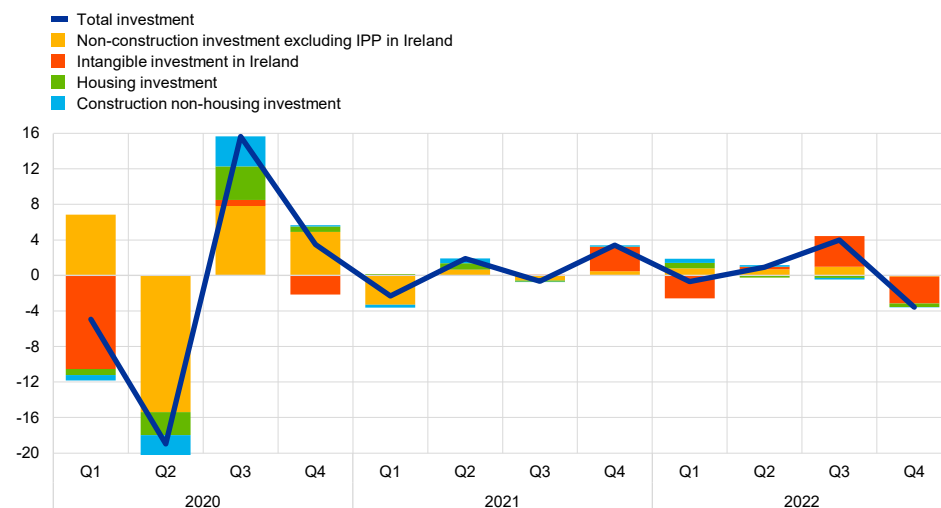
¹² See the article entitled “[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

Chart 5

Investment growth decomposition and key factors

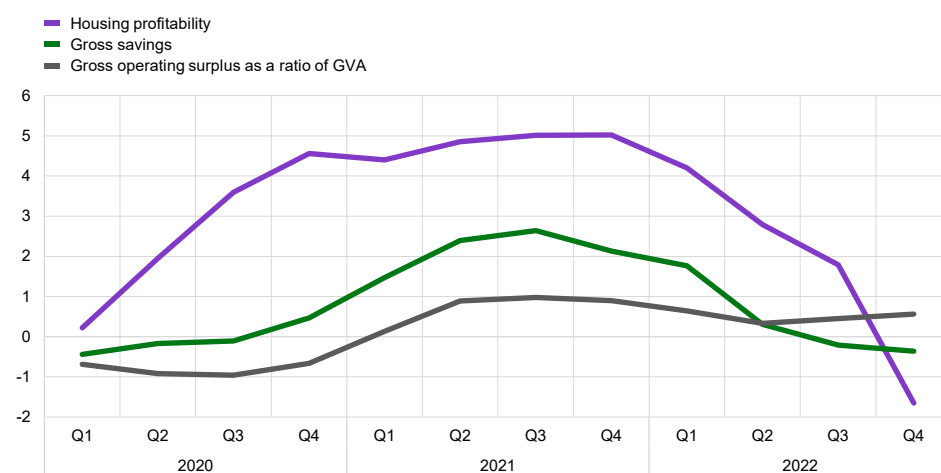
a) Decomposition

(quarter-on-quarter percentage changes and percentage point contributions)



b) Key factors

(percentage points)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: In panel b), Housing profitability is the ratio of the residential property price index and the housing investment deflator, scaled to zero in the fourth quarter of 2019. Gross savings represent the retained earnings by non-financial corporations (NFCs) divided by the sector-specific gross value added. Gross savings and the Gross operating surplus (and mixed income) of NFCs as a ratio of sector-specific gross value added (GVA) are shown as differences (in percentage points) from the historical averages over 2015-19, at 24.2% and 40.2% respectively. The latest observations are for the fourth quarter of 2022.

The net export component of GDP recovered swiftly as manufacturing exports rebounded strongly, while import growth was more contained. While the export of services, in particular tourism, benefited from the subsequent easing and eventual elimination of pandemic-related restrictions, momentum on the goods side moderated in 2021 as supply bottlenecks hit key export industries and was further held back in the first half of 2022 with the intensification of supply constraints. Supply chain disruptions eased in the second half of 2022, but euro area export growth remained subdued as global demand weakened. Import growth was supported by restocking in 2021-22 and energy stockpiling in 2022 amid heightened uncertainty about future energy prices and availability. Overall, abstracting from some volatility at

the quarterly level, net trade contributed increasingly positively to the level of GDP in 2021-22.

Box 1

A comparison of economic developments in the euro area and the United States since the pandemic

Prepared by Malin Andersson, Ryan Minasian and Michel Soudan

This box compares the post-pandemic economic recoveries in the euro area and the United States. Output contracted more strongly in the euro area than in the United States during the pandemic (Chart A). The earlier onset of the pandemic by a couple of weeks, the more severe lockdowns and the later availability of vaccines were important factors behind the stronger decline in GDP in the euro area in 2020. However, differences in economic structures, growth potential¹³ and policy responses also played a role.¹⁴ Both regions provided ample monetary policy stimulus from the start of the pandemic. Very strong fiscal support directed primarily at households in the United States led to high demand for consumer goods and a substantial positive output gap.¹⁵ While there were also significant discretionary fiscal support measures in the euro area in 2020 (Box 2), these were smaller than in the United States. They were also more targeted and directed more at supporting employment through job retention schemes.¹⁶ This led to a much larger contraction in private consumption in the euro area than in the United States in 2020 and a weaker boost in 2021. The euro area also saw a more pronounced decline in investment in 2020 following the more extensive lockdowns and reduced mobility along with the stronger fall in output. Meanwhile, a negative net trade contribution in the United States in 2021 resulted from imports driven by domestic demand (enabled by the rundown of excess savings) and weak services exports, notably tourism. By contrast, more modest imports and a rebound in goods exports led to a positive trade contribution in the euro area in 2021.

¹³ Euro area potential growth has been lower than in the United States over the past two decades owing to lower total factor productivity growth related to a slower adoption of information and communication technologies, less investment in intangibles and lower labour supply. See Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R. and Willis, R., “Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis”, *SUERF Policy Brief*, No 341, SUERF, June 2022.

¹⁴ A recent analysis found that structural differences (i.e. the share of tourism and consumption in GDP) and the technological lead (i.e. the share of the services sector where teleworking was a possibility and teleworking technology was used) explain almost 60% of the growth differential between the euro area and the United States in 2020. The rest is associated with involuntary and voluntary mobility restrictions and government support. See Chatelais, N., “Covid-19 and divergence in GDP declines between Europe and the United States”, *Eco Notepad*, No 229, Banque de France, 28 September 2021.

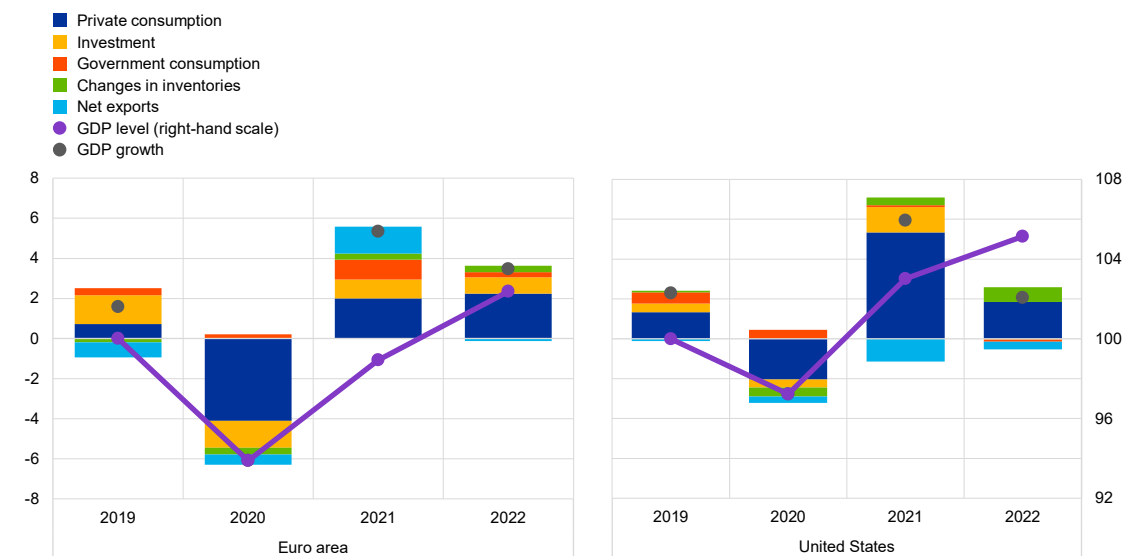
¹⁵ See Milesi-Ferretti, G.M., “A most unusual recovery: How the US rebound from COVID differs from rest of G7”, *Up Front*, Brookings, 8 December 2021.

¹⁶ While consistent data comparisons are difficult, the discretionary component of the fiscal response to the pandemic in 2020 was estimated to have amounted to about 4.25% of GDP in the euro area (after some ex post downward revision; see Box 2) and about 7.75% of GDP in the United States. If the impact of automatic stabilisers –which are assessed to be relatively larger in the euro area – is included, the total fiscal impulse in the euro area in 2020 came somewhat closer to the impulse in the United States (at about 7% of GDP compared with just below 10% in the United States). Fiscal policies also differed in design, with direct transfers to households through tax credits and an extension of unemployment benefits in the United States, while the euro area focused on job retention schemes and experienced a much milder impact from pandemic-related unemployment. For more details, see the box entitled “Economic developments in the euro area and the United States in 2020”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2021. Similar conclusions are also captured in Boone, L., “The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance”, *Ecoscope*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 18 January 2022.

Chart A

Real GDP growth in the euro area and the United States from 2019 to 2022

(left-hand scale: annual percentage changes and percentage point contributions; right-hand scale: index: 2019 = 100)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

The return to pre-pandemic levels of output took longer in the euro area than in the United States, with real GDP reaching its pre-pandemic level in the third quarter of 2021 in the euro area, while US output had already recovered in the first quarter of 2021 (Chart A). Following similar real GDP growth rates in 2021, euro area GDP growth in 2022 exceeded that of the United States. In 2022 euro area growth was boosted by the reopening of the services sector, fading supply side constraints in the manufacturing sector and fiscal support. Euro area activity was, however, gradually dampened by adverse repercussions related to the proximity of Europe to Russia's war in Ukraine, its high dependence on energy imports from Russia, the resulting energy crisis (which pushed up inflation), terms of trade losses and weakening demand. Meanwhile, tightening financial conditions and waning fiscal support took their toll on US growth. Since the start of the monetary policy tightening cycle, ten-year government bond yields have risen notably in both jurisdictions. However, this has triggered a stronger fall in residential investment in the United States, which has been found to be more sensitive to interest rates than the euro area owing to continued high house prices.¹⁷

Box 2

The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022

Prepared by Cristina Checherita-Westphal

This box summarises the discretionary response of fiscal policy in the euro area from the start of the pandemic crisis in early 2020 to 2022 and its impact on real GDP growth by means of model

¹⁷ See the box entitled "Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

simulations.¹⁸ It focuses on the typical fiscal policy instruments that have a direct impact on the budget balance. In addition, euro area governments granted various forms of liquidity support to companies, including large-scale guarantee programmes. Finally, automatic stabilisers also played an important role in income and output dynamics in 2020.¹⁹

The discretionary reaction of fiscal policy in the euro area over the period 2020-22 was significant and persistent (Chart A). Compared with the pre-pandemic period (2019), cumulative discretionary fiscal stimulus measures with an impact on the budget balance are estimated to have amounted to about 5.3% of GDP at the end of 2022. In 2020 euro area governments responded to the COVID-19 crisis with various stimulus measures estimated to amount to close to 4% of GDP. These measures were directed in particular at protecting employment through job retention schemes, but also at funding increased health spending, while direct cash support to households and other similar transfers or public investment were relatively limited. In 2021 additional measures amounting to about 1.3% of GDP were approved to support the economic recovery from the pandemic, including those funded at EU level through the Next Generation EU (NGEU) programme.²⁰ In 2022 the level of support remained broadly unchanged compared to 2021 – some pandemic-related measures started to be withdrawn, but new fiscal support measures were introduced in response to the energy crisis and war-related spending.

In terms of fiscal instruments, in 2020 the stimulus was mainly focused on transfers to firms and households, including subsidies, as well as other support for job retention schemes, such as relief on social security contributions (SSCs) and direct taxes. Government consumption, mainly in the form of health-related spending, also played an important role in 2020. Over the period 2021-22 stimulus measures financed through the NGEU – predominantly government investment and other capital support for firms – complemented the previously granted fiscal support. Finally, in 2022 reductions in indirect taxes, particularly energy taxes, became more prevalent as a response to the energy crisis. Subsidies decreased in net terms compared with 2021, mainly reflecting the end of the COVID-19 crisis and the partial withdrawal of the pandemic recovery measures. However, the share of overall subsidies directly linked to energy price relief increased in response to the surge in wholesale gas and electricity prices.

¹⁸ For more details on various fiscal support measures at country level, see the article entitled “[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021; and the box entitled “[Government expenditure in the euro area during the pandemic crisis – insights from the Classification of the Functions of Government data](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB 2023. Going beyond the COVID-19 crisis, for more details on fiscal policy measures in 2022, including their impact on real GDP growth and inflation, see the box entitled “[Euro area fiscal policy response to the war in Ukraine and its macroeconomic impact](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022; and the article entitled “[Fiscal policy and high inflation](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023.

¹⁹ Euro area governments granted liquidity support to companies in the form of tax deferral schemes and capital injections, thereby affecting government debt, as well as through substantial guarantees for loans, with an initial envelope of over 16% of euro area GDP. See the article entitled “[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)”, op. cit. Finally, automatic stabilisers also played an important role in cushioning the impact on income and output in 2020. For the role of automatic stabilisers in the euro area and a comparison with other jurisdictions, see the article entitled “[Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2020.

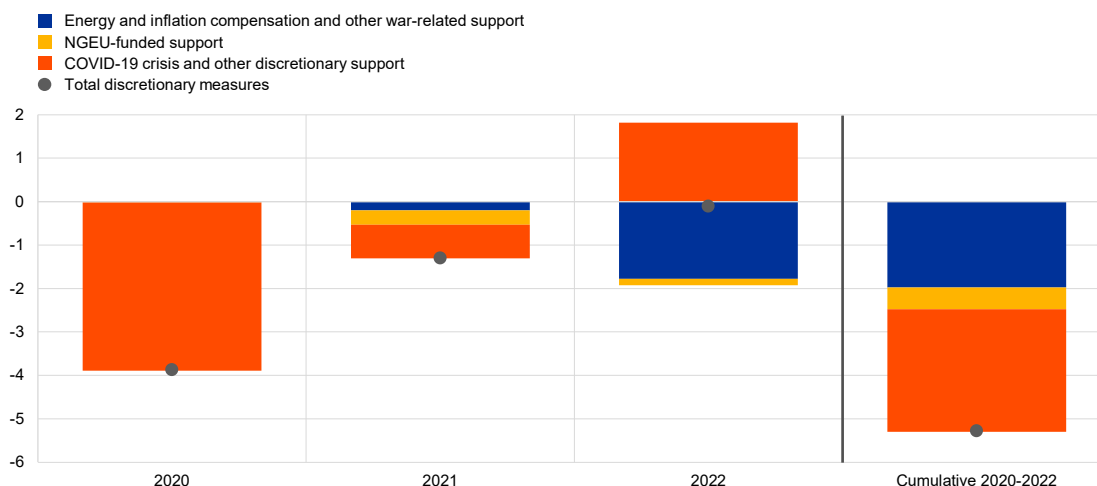
²⁰ For an in-depth analysis of NGEU plans, see Bańkowski, K. et al., “[The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective](#)”, *Occasional Paper Series*, No 291, ECB, April 2022.

Chart A

Proxy for discretionary fiscal policy measures over the period 2020-22 and their composition by programme and fiscal instrument

a) Discretionary measures by programme

(percentages of potential GDP, fiscal support in annual changes unless otherwise indicated)



b) Discretionary measures by instrument

(percentages of potential GDP, fiscal support in annual changes unless otherwise indicated)



Sources: Eurosystem and ECB calculations.

Notes: ECB staff calculations based on the assessment of measures as per the December 2022 Eurosystem staff macroeconomic projections database. Negative numbers denote fiscal stimulus (loosening); positive numbers denote fiscal tightening or withdrawal of previous stimulus. The bars depict the marginal fiscal support (i.e. fiscal support in annual changes divided by the nominal potential GDP of the previous year), apart from those labelled "cumulative", which capture the total discretionary fiscal support (sum of ratios) over 2020-22. A calculation of the marginal fiscal support as a percentage of nominal GDP would indicate a slightly higher stimulus in 2020. The proxy shown in this chart includes only fiscal policy measures with an impact on the budget balance.

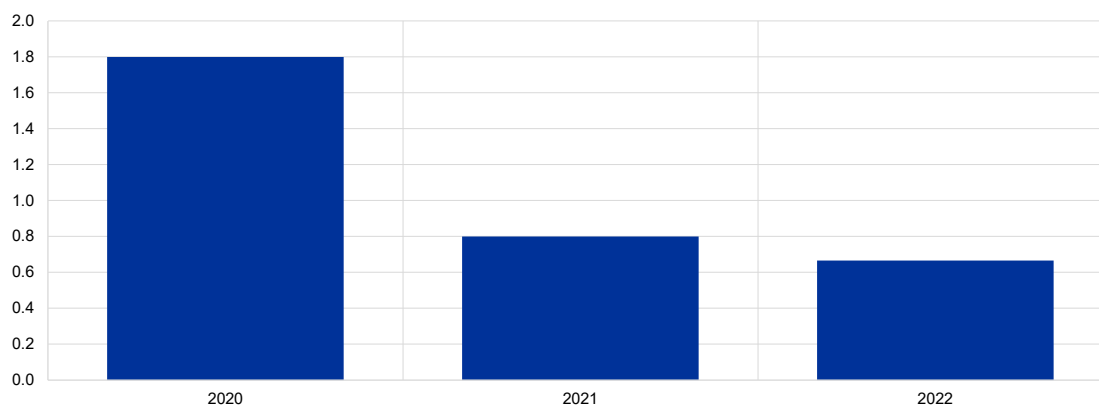
The discretionary fiscal policy measures estimated above significantly cushioned the fall in GDP in 2020 and supported the recovery over 2021-22 (Chart B). Cumulatively, the measures are estimated to have increased real GDP in the euro area over the period 2020-22 by about 3.3% compared with a counterfactual scenario with no fiscal policy support. At about 0.6, the implied fiscal multiplier of the entire fiscal package over 2020-22 mainly reflects the composition of measures, with a large part of the support taking the form of broad-based transfers and subsidies, which have a relatively low multiplier in the models. Nevertheless, as mentioned above, these

effects reflect only the discretionary stimulus measures with a direct budgetary impact, and thus do not cover the indirect effects of liquidity support and automatic stabilisers.

Chart B

Impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth over the period 2020-22

(percentage points, deviation from a counterfactual scenario with no fiscal policy support)



Sources: Eurosystem, ECB and ECB calculations.

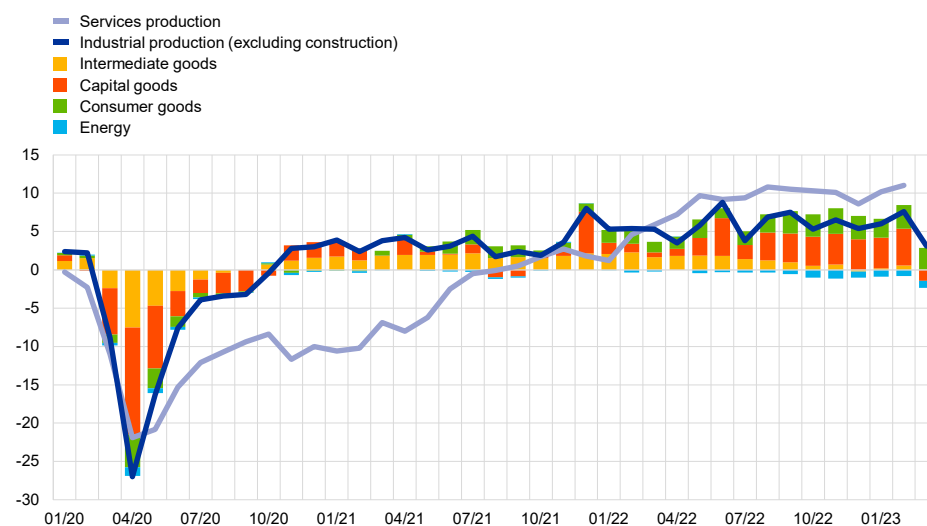
Note: ECB staff calculations are based on average simulation results from a number of ECB and Eurosystem staff macroeconomic models used in the context of the December 2022 Eurosystem staff macroeconomic projections and earlier vintages.

3 The role of supply

The evolution of pandemic restrictions and related policy responses shaped the dynamics of services and industrial production in 2020 and 2021. Services and manufacturing activity were severely restrained during the lockdowns, while policy measures prevented widespread bankruptcies and job losses, and reduced entrepreneurial financial risks. Particularly contact-intensive activities, such as trade, transport, accommodation, and food services, contributed significantly to the waves of decline and recovery in services production in 2020-21. Overall, the rebound in services production was initially much more muted relative to that in manufacturing production owing to repeated restrictions aimed at containing new waves of the pandemic (Chart 6).

Chart 6
Industrial and services production

(index: December 2019 = 0)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Note: The latest observations are for February 2023 for services production and March 2023 for industrial production and its components.

Euro area industrial production has been negatively affected during the post-pandemic recovery by global supply chain disruptions and the rise in energy prices. After the rapid recovery in the summer of 2020, industrial production stagnated in 2021 owing to the output drop in the capital goods sector and, after some positive developments around the beginning of 2022, stagnated again over the remaining period owing to the fall in activity in the intermediate goods and energy sectors. The drag from supply bottlenecks caused by shortages of materials and then from energy prices were the main factors behind these developments. Conversely, consumer goods and services production recovered steadily as the epidemiological situation improved and containment policies were relaxed.

Labour shortages have particularly affected the production of the service sectors during the recovery phase. Since the summer of 2021, labour has been perceived as a limiting factor, in particular for activity in more contact-intensive services, such as the accommodation and food and beverage subsectors. Unlike the manufacturing sector, the services sector did not experience shortages of materials in 2021 and 2022, but it was more sensitive to pandemic-related constraints. More recently, however, shortages of materials are also perceived as an increasingly limiting factor for services.

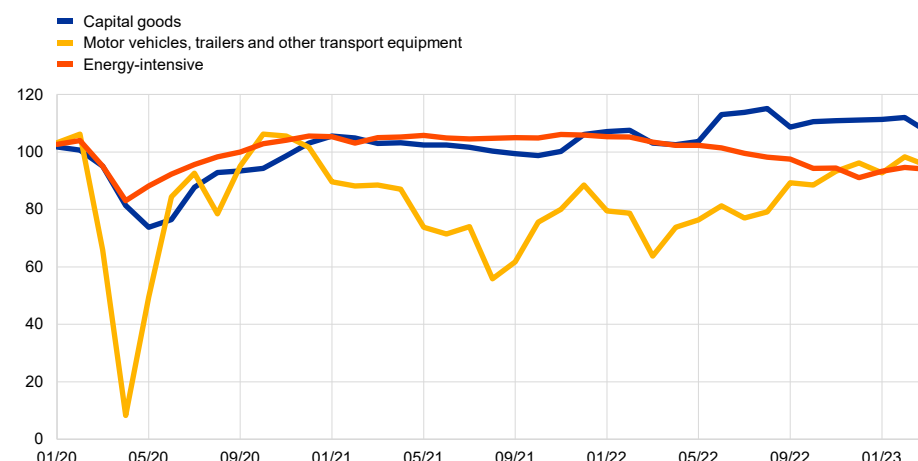
Disruptions to goods supply chains started weighing on the euro area economy following the outbreak of the pandemic and since late 2020, after the lifting of the first lockdowns (Box 3). On the supply side, the lockdowns in March and April 2020 can be interpreted as disruptions to the supply chains of businesses. Subsequently, supply bottlenecks stemmed from the interplay of three main factors. First, a shortage of microchips and other components to assemble goods affected key manufacturing sectors, such as automotive producers. Second, restrictions

adopted in several countries in the Asia-Pacific region to contain the pandemic caused a drop in exports of key goods. Third, disruptions to container vessel activities lengthened the arrival times of key intermediate inputs, further exacerbating supply bottlenecks.²¹ The capital goods sector was adversely affected by supply bottlenecks, which caused a decline in sector output during the course of 2021 (Chart 7), while other manufacturing activities registered positive growth over the same period. Within the capital goods sector, vehicle production, which has one of the longest supply chains across manufacturing sectors, was severely affected by the supply bottlenecks.²² The vehicle sector almost halted in March and April 2020, dropped by about 50% in the first half of 2021 and then fluctuated heavily before returning to growth in March 2022 as supply disruptions started to dissipate. The impact of supply chain disruption shocks on the automotive sector was very strong. The shortage of microchips and other components needed to assemble new motor vehicles led to an unprecedented reduction in supply in the period 2020-22. The energy-intensive sector was also adversely affected by supply chain bottlenecks, but to a much lesser extent.

Chart 7

Euro area production in the capital goods, vehicle and energy-intensive sectors

(index: December 2019 = 100)



Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Notes: The energy-intensive sector is defined by aggregating the production of chemicals, chemical products and basic metals, which account on average for about 10% of euro area industrial production. Time-varying weights are used to construct the index. Capital goods are shown as three-month moving averages. The latest observations are for March 2023.

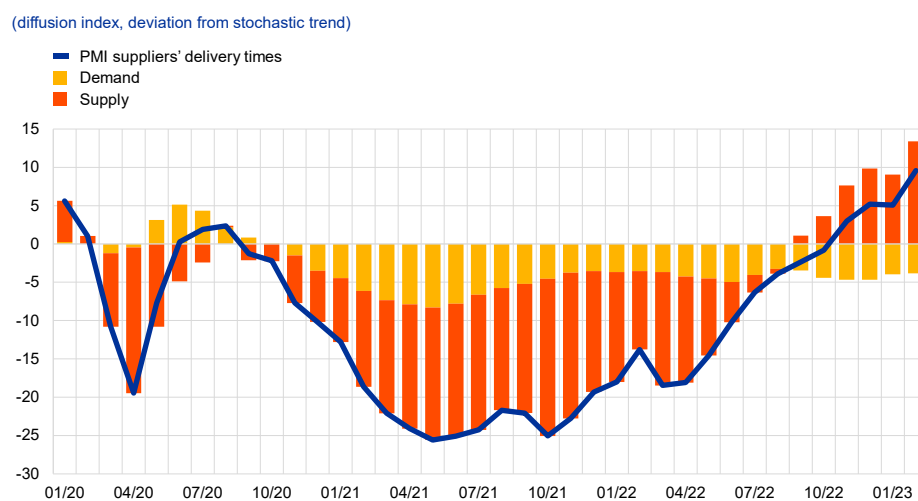
Supply factors explain a large portion of the increase in the time taken to deliver finished and intermediate goods in the euro area. The Purchasing Managers' Index (PMI) suppliers' delivery times index shows the percentage of

²¹ For a detailed analysis of these factors and their economic impact, see Lane, P.R., "Bottlenecks and monetary policy", *The ECB Blog*, ECB, 10 February 2022; and the boxes entitled "What is driving the recent surge in shipping costs?", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021; "The semiconductor shortage and its implication for euro area trade, production and prices", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2021; "The impact of supply bottlenecks on trade", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021; and "Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2021.

²² For a detailed discussion of the drivers behind reduced activity in the automotive sector, see the box entitled "Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2022.

companies reporting an improvement, deterioration or no change in delivery times for intermediate and finished goods. It captures the extent of supply chain delays in an economy. Readings of 50 indicate no change in delivery times relative to the preceding month, readings above 50 indicate that delivery times have improved (become shorter or faster) and readings below 50 indicate that delivery times have deteriorated (become longer or slower). The PMI suppliers' delivery times index fell sharply in March and April 2020, swiftly reverted to its trend by the summer 2020, fell again up to mid-2021, recovered slowly until mid-2022, before finally improving quickly. A model-based analysis shows that supply shocks, particularly the supply chain disruption shocks, were largely responsible for the fall in the indicator (Chart 8).²³ In addition, the pandemic-driven rotation of demand away from services towards goods also contributed to the lengthening of delivery times by mid-2021. At the beginning of 2023 the PMI suppliers' delivery times index (in a deviation from its trend) turned positive, mainly driven by improvements on the supply side. This is corroborated by the ECB's regular survey of contacts in the corporate sector, which indicated that supply issues had eased significantly by early 2023.²⁴

Chart 8
Supply chain pressures in the euro area – factor contributions to the PMI manufacturing suppliers' delivery times index



Sources: Eurostat, S&P Global and ECB staff calculations.
 Notes: For details of the underlying models, see the box entitled “Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2021. The latest observations are for February 2023.

The surge in energy prices since the autumn of 2021 is another adverse supply force which has constrained output, in particular industrial production, owing to the higher energy use in manufacturing relative to services.²⁵ Gas supplies from Russia to the European Union were cut significantly at the beginning of autumn 2021, contributing to the sluggish replenishment of gas inventories in Europe ahead

²³ For a discussion of the model, see the box entitled “Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2021.

²⁴ See the box entitled “Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

²⁵ For a detailed analysis, see the box entitled “Natural gas dependence and risks to euro area activity”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

of the 2021/22 winter season. At the end of February 2022 Russia invaded Ukraine, which caused an additional and sudden surge in energy prices. The energy crunch led to a significant decline in the production of chemicals and basic metals, which are relatively energy-intensive sectors (Chart 7). In the acute phase of the energy crisis, from October 2021 to October 2022, euro area consumer energy prices increased by 49.5% and euro area industrial production excluding construction grew by 3%, while the output of the energy-intensive sectors, such as chemicals and basic metals, dropped by 10.2% (Chart 8). After the energy price trend reversed, euro area consumer energy prices decreased by 8.8% between October 2022 and February 2023. Over the same period, euro area industrial production excluding construction grew by 2.4%, and the output of the energy-intensive sectors first stabilised and then began to grow, increasing by 0.6% overall. The surge in energy prices recorded between the autumn of 2021 and October 2022 is mainly attributable to adverse supply forces, which undermined economic activity (Box 3).

Box 3

A model-based assessment of the drivers of economic activity

Prepared by Roberto A. De Santis

A model-based analysis is used to shed light on the importance of the different factors for GDP growth since the beginning of 2020. A Bayesian structural vector autoregression (SVAR) model is used which disentangles demand, supply chain disruptions and energy supply shocks. The analysis is based on real GDP, motor vehicle output, energy-intensive sector output, the PMI vehicle suppliers' delivery times index, the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) excluding food and energy, motor vehicle prices, retail energy prices and two-year inflation expectations from the Survey of Professional Forecasters (SPF). Motor vehicle output, the PMI vehicle suppliers' delivery times index and motor vehicle prices are used to identify supply chain disruption shocks; the energy-intensive sector output and retail energy prices are used to identify retail energy supply shocks; real GDP and HICP excluding food and energy are used to identify aggregate demand shocks. The eight variables of the SVAR are endogenous to the system of equations and the identified shocks therefore affect all variables jointly.

After the drop in demand during the first lockdown, the unwinding of previous negative demand forces in 2021 and positive demand shocks in 2022 strongly supported economic activity. Focusing on the period following the last quarter of 2020, when economic activity rebounded, empirical results suggest that demand forces, driven by the desire of households to normalise consumption after the easing of pandemic-related restrictions and supported by favourable fiscal policies, have contributed positively to economic growth since the start of 2021. As documented in Section 2, the recovery of labour income, supported by fiscal policies, and the normalisation of savings in 2021-22 played a key role in explaining the strength of demand. Our estimates suggest that favourable demand shocks raised real GDP by 3.6% between the fourth quarter of 2020 and the fourth quarter of 2022 (Chart A).

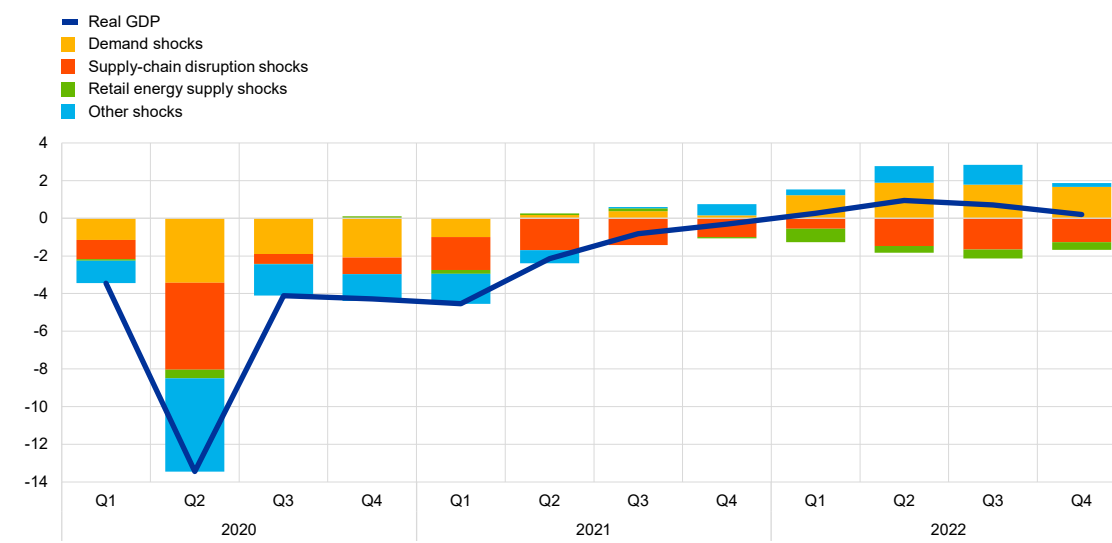
The shock decomposition also highlights the strong negative impact of supply chain disruption shocks since the first lockdown in 2020. Initially, when the first lockdown measures were introduced, the model interprets the temporary closures of businesses as a combination of adverse demand and supply chain disruption shocks. The latter captures the disrupted supply conditions stemming from the strict lockdowns, which contributed to the unprecedented drop in real GDP in the second

quarter of 2020. The easing of containment measures in the summer of 2020, allowed production to resume briskly, explaining most of the resilience of economic activity. However, subsequently, the shortage of chips, COVID-19 restrictions in Asia and disruptions in container vessel activities, as well as labour shortages, again negatively affected real GDP. Starting from the end of the third quarter of 2020, the cumulated loss of GDP amounted to 1.1% in the third quarter of 2022 owing to supply chain disruption shocks. This cumulated loss declined to 0.7% by the end of 2022 as these shocks started to ease.

Chart A

Contributions of drivers to real GDP

(percentage deviations from stochastic trend, index: December 2019 = 0)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The model is based on euro area aggregate data from January 1999 to December 2022. Shocks are identified using the method used in Antolin-Díaz, J. and Rubio-Ramírez, J.F., "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, Vol. 108, No 10, October 2018, pp. 2802-29, but with sign contribution restrictions as in De Santis, R.A. and Van der Veken, W., "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation", *Working Paper Series*, No 2727, ECB, September 2022. The assumed sign restrictions at impact are as follows: demand shocks imply core HICP (+), HICP energy (+), real GDP (+) and PMI motor vehicle suppliers' delivery times index (-); energy supply shocks imply HICP energy (+) and energy-intensive sector production (-); supply chain disruption shocks imply vehicle prices (+), vehicle production (-) and PMI vehicle suppliers' delivery times index (-). The assumed narrative restrictions are as follows: the largest contribution to forecast errors in the PMI suppliers' delivery times index in March-May 2020 is attributed to supply chain disruption shocks; the largest contribution to forecast errors in HICP energy in October 2021, November 2021 and March 2022 is attributed to energy supply shocks. It is also assumed that demand shocks have a negative sign in March and April 2020 and a positive sign in May 2020, March 2021, June 2021 and May 2022. The stochastic trend provides the dynamics of real GDP in absence of shocks.

Adverse energy supply shocks also negatively affected real GDP, albeit to a lesser extent than other supply disruptions. The reduced availability of gas imports from Russia in the autumn of 2021 and Russia's invasion of Ukraine in February 2022 caused a sharp rise in energy prices owing to the fall in Russian gas supplies to the euro area. The largest negative impact on aggregate economic activity is recorded in March 2022. However, we estimate that the initial adverse impact on real GDP had been partly absorbed by the end of 2022, as energy prices declined rather sharply in the fourth quarter. It is likely that the impact of the energy crunch on aggregate economic activity was mitigated because governments introduced energy subsidies and/or price caps after the surge in wholesale gas and electricity prices to contain the rise in retail energy prices. Finally, other shocks, probably capturing the extraordinary nature of the pandemic-related restrictions, also contributed to the collapse of economic activity in 2020. With the ensuing targeting of restrictions, and learning and behavioural adjustments by firms and households, the adverse effects of these shocks subsided, which supported the economic recovery.

4 Conclusions

The post-pandemic economic recovery in the euro area has been solid, supported by resolute policy responses. Strong fiscal and monetary policy support reduced entrepreneurial risk and prevented widespread bankruptcies and job losses following the outbreak of the pandemic. The resilient labour market supported households' purchasing power and aggregate demand, and helped the euro area economy weather well the extraordinary adverse supply shocks that have hit it over the past three years.

The economic recovery has been challenged by supply bottlenecks, the energy crunch and heightened uncertainty triggered by Russia's war in Ukraine. This article shows that supply chain disruptions have been weighing on the euro area economy, although these have been fading since mid-2022. Vehicle production, which has one of the longest supply chains across manufacturing sectors, has been heavily affected by these bottlenecks. In addition, the surge in energy prices since the autumn of 2021 has constrained output, particularly industrial production in 2022, owing to the higher energy intensity of manufacturing relative to services. Finally, heightened uncertainty in the euro area triggered by Russia's invasion of Ukraine also adversely affected economic activity in 2022. However, the resilient disposable income of households, thanks to policy stimuli and a robust labour market, the boost from the reopening of the economy and the ongoing normalisation of savings have all supported the recovery of aggregate demand. In addition, the adverse supply shocks have largely dissipated lately. Receding energy supply concerns and energy prices have reduced economic uncertainty and improved households' confidence, albeit from low levels, providing support to economic growth. However, the monetary policy tightening by the ECB and the related stricter financing conditions are likely to dampen consumption spending on durable goods and private investment.

Statistics

Contents

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

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/
Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Methodological definitions can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,3	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3	
2021	6,3	5,9	7,6	2,2	8,1	5,3	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2022	3,2	2,1	4,1	1,0	3,0	3,5	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4	
2022 Q2	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-2,3	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,1	8,0	
Q3	1,4	0,8	-0,1	-0,4	3,9	0,4	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,6	9,3	
Q4	0,4	0,6	0,1	0,1	0,6	-0,1	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0	
2023 Q1	0,9	0,3	0,1	0,7	2,2	-0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0	
2022 Dec.	-	-	-	-	-	-	9,4	7,2	6,5	10,5	4,0	1,8	9,2	
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	9,2	7,2	6,4	10,1	4,3	2,1	8,6	
Feb.	-	-	-	-	-	-	8,8	7,3	6,0	10,4	3,3	1,0	8,5	
Mar.	-	-	-	-	-	-	7,7	7,2	5,0	10,1	3,2	0,7	6,9	
Apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0	
May ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	4,0	.	.	0,2	6,1	

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
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-4,1	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,4	0,9
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,0	3,2	-1,3
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,1	-0,2	0,1
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,3	-0,5	1,3
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,9	-2,1	-1,7
2022 July	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,5	2,0
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	0,8	-0,7	2,4
Sep.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,3	-0,5	1,3
Oct.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,3	-0,9	0,4
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,4	-0,6
Dec.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,9	-2,1	-1,7

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
		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	
Current prices (EUR billions)												
2020	11.514,8	11.108,5	5.954,6	2.577,8	2.527,5	1.228,4	687,8	604,5	48,7	406,3	5.208,4	4.802,1
2021	12.379,2	11.902,1	6.317,7	2.730,9	2.723,3	1.383,3	766,0	566,8	130,2	477,1	6.102,7	5.625,6
2022	13.399,0	13.190,9	7.046,9	2.883,4	3.041,5	1.560,4	845,9	627,4	219,2	208,1	7.350,8	7.142,7
2022 Q2	3.323,4	3.257,2	1.740,3	713,6	747,9	389,3	207,4	149,2	55,4	66,2	1.844,8	1.778,6
Q3	3.370,0	3.366,8	1.795,7	722,5	788,1	393,7	217,4	175,0	60,5	3,2	1.899,2	1.896,0
Q4	3.438,3	3.368,1	1.819,0	741,1	772,0	396,5	217,5	156,1	35,9	70,2	1.889,5	1.819,3
2023 Q1	3.492,2	3.371,8	1.841,9	729,0	785,1	406,8	222,9	153,3	15,9	120,3	1.872,4	1.752,1
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,6	1,6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0,8	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,0	1,5	2,5	-	-	1,8	1,8
Q3	0,4	1,8	1,3	0,0	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,2	4,1
Q4	-0,1	-1,2	-1,0	0,8	-3,5	-0,9	-1,4	-11,5	-	-	-0,2	-2,5
2023 Q1	-0,1	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,8	-2,5	-	-	-0,1	-1,3
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,3	4,1	3,7	4,3	3,9	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,5	1,4	3,7	2,0	4,2	7,2	-	-	7,2	8,3
2022 Q2	4,4	4,4	5,8	1,0	3,0	2,1	2,2	6,0	-	-	8,3	8,9
Q3	2,5	4,1	2,7	0,6	7,8	1,6	8,1	23,2	-	-	7,7	11,7
Q4	1,8	1,2	1,4	0,9	0,6	0,2	5,2	-3,8	-	-	4,6	3,4
2023 Q1	1,0	0,5	0,8	-0,9	1,9	-0,5	5,2	3,6	-	-	2,7	2,0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q2	0,8	0,7	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-
Q3	0,4	1,7	0,6	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,3	-	-
Q4	-0,1	-1,2	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,0	1,1	-	-
2023 Q1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,6	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,2	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,3	0,3	0,8	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 Q2	4,4	4,3	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	-	-
Q3	2,5	4,0	1,4	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,5	-	-
Q4	1,8	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,7	-	-
2023 Q1	1,0	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,4	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10.376,4	177,2	2.007,3	549,6	1.802,1	547,1	485,5	1.214,7	1.201,3	2.067,8	324,0	1.138,4
2021	11.094,9	189,5	2.174,9	595,3	2.004,2	589,0	501,7	1.251,0	1.289,7	2.162,3	337,3	1.284,3
2022	12.059,0	222,9	2.407,5	659,1	2.315,1	622,5	515,7	1.302,5	1.390,5	2.251,0	372,2	1.340,0
2022 Q2	2.982,0	54,8	597,9	163,3	574,5	155,2	126,3	320,3	345,6	552,3	91,9	341,4
Q3	3.035,5	57,7	599,3	165,6	592,6	155,7	129,2	325,7	350,1	564,6	95,1	334,5
Q4	3.114,5	58,7	634,5	170,4	596,5	158,4	134,8	333,9	356,7	576,1	94,6	323,8
2023 Q1	3.170,8	59,7	654,4	179,6	602,1	161,0	137,5	342,0	361,3	577,4	95,8	321,3
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,3	10,8	11,5	18,7	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,6	-0,2	1,9	1,9	0,1	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,1
Q3	0,6	0,8	0,7	-0,9	1,0	0,1	-0,1	-0,1	0,4	1,1	3,2	-2,1
Q4	-0,2	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,5	-0,3	0,2	0,1	0,3	-2,8	0,9
2023 Q1	0,2	0,9	-0,8	2,6	0,4	0,7	-1,3	0,7	0,5	0,1	1,7	-3,1
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,1	-5,1	-14,1	2,0	0,4	-0,7	-5,8	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,2	-0,6	7,2	3,6	7,7	7,1	3,6	1,7	6,1	3,5	3,8	6,6
2022	3,6	0,0	2,0	1,6	7,8	5,9	-0,5	1,8	4,8	1,6	12,2	2,0
2022 Q2	4,5	-0,3	2,3	2,0	11,1	7,0	-0,1	2,1	5,7	1,2	17,1	3,0
Q3	2,7	0,5	2,4	1,1	4,6	5,4	-0,8	1,3	3,9	1,3	7,6	0,3
Q4	2,2	-0,3	2,0	-0,1	2,6	4,6	-0,9	1,1	3,1	1,9	7,2	-1,1
2023 Q1	1,5	1,4	0,5	0,9	2,0	4,3	-1,6	1,0	2,1	1,3	6,2	-3,2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
Q3	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
Q4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 Q1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 Q2	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,2	0,7	0,2	0,5	-
Q3	2,7	0,0	0,5	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
Q4	2,2	0,0	0,4	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,0	6,6
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,1	6,4	24,4	3,2	2,4	1,0	14,2	24,8	6,6
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,6	-1,9	0,7	-3,7	2,0	0,4	0,6	-2,1	1,0	-3,0
2021	1,5	1,6	0,4	0,0	-0,3	3,3	0,5	4,8	1,1	1,1	3,0	2,1	1,0
2022	2,3	2,5	1,1	-0,8	1,3	3,1	3,3	5,7	0,1	3,1	3,1	1,5	1,6
2022 Q2	2,8	3,0	1,1	-0,2	1,3	3,4	4,8	6,0	0,4	2,8	3,4	1,6	1,8
Q3	1,8	1,9	1,1	-1,1	1,4	3,1	1,9	6,2	-0,3	4,1	2,5	1,4	0,8
Q4	1,6	1,7	0,7	-1,1	1,1	2,0	1,7	4,6	0,4	3,4	2,2	1,3	1,0
2023 Q1	1,6	1,7	1,3	-1,2	1,2	1,4	2,2	4,5	1,2	2,5	2,1	1,2	0,8
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,8	23,0	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,5	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,9	14,6	7,2	25,3	3,5	2,5	1,1	14,1	21,9	6,0
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,0	-3,4	-7,5	-6,3	-14,6	-1,6	-2,0	-5,1	-8,2	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	-0,1	4,6	9,1	6,8	7,4	2,8	6,9	7,5	3,2	5,9
2022	3,5	3,6	3,0	-1,6	1,1	3,2	7,4	5,7	-0,1	4,9	4,1	0,7	6,0
2022 Q2	3,7	3,9	2,9	-1,9	0,3	2,7	9,9	5,4	-0,9	5,1	3,9	-0,2	6,8
Q3	2,5	2,8	1,3	-1,1	2,0	3,3	3,2	7,3	0,3	4,9	3,8	1,2	2,4
Q4	2,2	2,3	2,1	-1,1	1,4	3,1	3,0	4,9	1,2	3,7	3,2	1,1	2,8
2023 Q1	1,9	2,1	1,1	-0,4	1,7	1,5	2,6	4,0	1,4	1,5	2,4	1,2	1,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,0	-0,9	-5,7	-6,9	-11,4	-3,6	-2,4	-5,7	-6,3	-3,2	-9,3
2021	4,0	3,6	6,1	0,0	4,9	5,6	6,3	2,5	1,7	5,8	4,4	1,1	4,9
2022	1,1	1,1	1,9	-0,9	-0,2	0,1	4,0	0,0	-0,2	1,7	1,0	-0,8	4,3
2022 Q2	0,9	0,8	1,8	-1,8	-0,9	-0,7	4,9	-0,6	-1,3	2,2	0,5	-1,7	4,9
Q3	0,7	0,9	0,2	0,0	0,6	0,2	1,3	1,1	0,6	0,8	1,2	-0,2	1,6
Q4	0,7	0,6	1,4	0,0	0,4	1,0	1,3	0,3	0,8	0,3	1,0	-0,2	1,8
2023 Q1	0,3	0,4	-0,3	0,9	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	-1,0	0,3	0,0	0,9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2020	162,755	3,5	12,964	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,047	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,484	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,811	3,1	11,340	6,8	2,7	9,082	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 Q2	167,811	3,1	11,299	6,7	2,7	9,040	5,9	2,259	14,6	5,706	6,4	5,593	7,1	3,2
Q3	167,941	3,0	11,427	6,8	2,5	9,054	5,9	2,373	15,2	5,743	6,4	5,684	7,2	3,1
Q4	168,560	3,0	11,222	6,7	2,5	8,967	5,9	2,255	14,3	5,592	6,2	5,630	7,1	3,1
2023 Q1	.	.	11,106	6,6	.	8,833	5,8	2,273	14,1	5,522	6,3	5,584	7,0	3,1
2022 Nov.	-	-	11,282	6,7	-	9,002	5,9	2,280	14,5	5,656	6,3	5,627	7,1	-
Dec.	-	-	11,278	6,7	-	9,036	5,9	2,242	14,2	5,662	6,3	5,616	7,1	-
2023 Jan.	-	-	11,249	6,6	-	9,007	5,9	2,242	14,2	5,663	6,3	5,586	7,0	-
Feb.	-	-	11,189	6,6	-	8,961	5,8	2,228	14,1	5,630	6,3	5,559	7,0	-
Mar.	-	-	11,121	6,6	-	8,907	5,8	2,214	14,0	5,613	6,2	5,508	6,9	-
Apr.	-	-	11,088	6,5	-	8,882	5,8	2,206	13,9	5,605	6,2	5,483	6,9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
annual percentage changes													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,6	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,4	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,1	0,3	6,3	-1,4	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,5	12,4	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,6	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,7	13,3	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,0	-1,3	0,9	-0,5	-1,6	-0,6	3,3	9,1	1,5
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,0	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,1	6,2	15,3
2022 Nov.	3,9	5,6	-3,4	11,1	9,9	-11,3	1,3	-2,4	-4,5	-1,9	3,6	6,1	18,2
Dec.	-2,0	-1,2	-7,0	-1,5	7,0	-7,3	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	3,8	5,3	14,4
2023 Jan.	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,7	-1,8	-4,7	0,0	4,9	6,8	12,1
Feb.	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,1	-2,4	-4,6	-0,8	0,4	4,8	11,6
Mar.	-1,4	-0,8	-4,5	-1,6	5,3	-6,7	-1,5	-3,3	-6,4	-1,7	2,6	5,6	30,8
Apr.	0,2	0,9	-6,2	8,3	0,0	-7,4	.	-2,6	-4,4	-1,1	-1,8	.	19,4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 Nov.	1,3	1,7	0,4	0,9	1,3	-1,1	0,1	0,7	-0,6	1,1	0,8	-	3,6
Dec.	-1,3	-1,9	-2,9	-0,4	-1,4	3,4	-2,2	-1,6	-1,7	-1,6	0,8	-	3,6
2023 Jan.	0,6	0,0	1,2	0,3	-1,7	-1,1	3,7	0,9	1,8	1,0	-1,6	-	-8,6
Feb.	1,4	1,2	0,8	1,8	1,2	0,8	1,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,3	-	3,3
Mar.	-3,8	-5,8	-1,0	-15,2	-0,7	-1,4	-2,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,1	-	-1,6
Apr.	1,0	3,7	-1,0	14,7	-2,0	1,0	.	0,0	-0,5	0,5	-2,3	-	-1,1

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,8	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q2	103,9	6,7	82,4	-22,7	5,4	-5,0	12,6	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	97,1	1,8	81,9	-27,0	2,8	-6,8	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,3	0,1	81,1	-19,6	1,3	-1,0	9,5	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 Dec.	96,9	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,8	7,4	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Jan.	99,6	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,9	10,2	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
Feb.	99,4	0,1	-	-19,0	1,6	-0,4	9,2	-	48,5	50,1	52,7	52,0
Mar.	98,9	-0,7	-	-19,1	0,9	-1,8	9,0	-	47,3	50,4	55,0	53,7
Apr.	99,0	-2,8	81,2	-17,5	0,9	-0,9	9,9	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
May	96,5	-5,2	-	-17,4	0,2	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,1	2,0	2,6	3,9	6,6	4,6	47,7	24,2	74,4	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,5	-0,1	4,1	-2,6	5,5	4,8	46,2	24,7	81,3	3,5	-12,2	2,4
2021	17,7	95,8	1,5	3,7	18,2	8,0	8,4	49,1	26,3	79,0	4,9	8,0	3,1
2022 Q1	16,1	95,6	0,4	3,0	18,3	6,4	9,8	49,0	26,0	77,9	4,6	15,1	3,0
Q2	14,9	95,3	0,3	2,7	16,8	4,0	10,2	49,1	24,5	76,6	4,5	-5,5	3,1
Q3	14,4	94,6	-0,3	2,7	11,1	2,6	9,2	49,3	24,0	76,6	4,4	29,8	3,2
Q4	14,0	93,1	-0,6	2,5	5,9	1,2	6,8	49,1	23,8	74,7	3,1	5,5	2,1

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q2	1.276,5	1.317,5	-41,0	717,0	747,3	306,5	270,6	212,5	215,4	40,5	84,2	116,2	11,7
Q3	1.327,7	1.420,6	-92,9	752,5	804,2	312,0	310,4	223,4	220,8	39,8	85,1	20,2	16,6
Q4	1.354,1	1.370,0	-15,8	745,8	750,6	310,4	268,0	255,7	268,9	42,3	82,5	55,8	35,5
2023 Q1	1.371,5	1.297,7	73,8	772,9	690,5	325,3	293,9	234,1	239,2	39,1	74,0	31,6	30,3
2022 Oct.	454,1	468,3	-14,2	249,8	259,4	105,0	91,0	85,2	91,1	14,2	26,8	10,0	4,8
Nov.	456,7	459,3	-2,6	254,2	251,5	104,6	89,4	83,6	90,1	14,2	28,3	7,6	4,9
Dec.	443,3	442,4	0,9	241,8	239,7	100,8	87,6	86,9	87,7	13,9	27,4	38,2	25,8
2023 Jan.	459,9	441,7	18,2	256,5	243,1	108,6	95,2	80,5	80,0	14,2	23,5	11,8	13,3
Feb.	453,1	428,6	24,5	255,8	228,0	108,3	95,4	75,7	80,5	13,2	24,7	6,6	4,2
Mar.	458,5	427,3	31,2	260,6	219,5	108,3	103,3	77,9	78,8	11,7	25,8	13,3	12,7
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Mar.	5.329,7	5.405,7	-76,0	2.988,2	2.992,5	1.254,2	1.142,9	925,7	944,3	161,6	325,9	223,8	94,1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Mar.	39,1	39,7	-0,6	21,9	22,0	9,2	8,4	6,8	6,9	1,2	2,4	1,6	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q2	20,3	45,4	715,1	359,5	126,8	217,6	575,9	812,1	511,9	112,0	164,2	520,2	108,2
Q3	20,2	47,6	730,2	366,6	134,1	218,2	588,9	854,8	529,5	116,9	168,9	532,9	108,0
Q4	14,9	20,1	738,5	363,5	140,7	222,9	604,7	795,5	479,9	113,7	169,3	515,7	97,1
2023 Q1	8,5	0,0	728,9	.	.	.	595,9	722,3	.	.	.	495,4	.
2022 Oct.	18,2	31,5	247,8	123,0	45,5	73,2	204,2	275,0	165,8	39,6	57,6	177,0	34,2
Nov.	17,3	21,0	250,3	123,1	48,4	74,6	203,8	265,1	160,2	38,7	56,4	173,5	32,4
Dec.	9,2	8,6	240,5	117,4	46,8	75,1	196,7	255,5	153,8	35,4	55,3	165,2	30,5
2023 Jan.	11,0	10,2	242,2	115,6	45,1	75,1	196,8	252,4	148,7	39,0	53,5	168,4	29,9
Feb.	7,5	1,4	243,5	116,0	45,7	75,6	199,4	243,6	142,3	37,0	54,2	167,6	24,2
Mar.	7,5	-9,9	243,3	.	.	.	199,7	226,2	.	.	.	159,4	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q2	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,7	121,8	124,6	120,7	123,2	143,6
Q3	2,7	14,8	106,4	104,7	105,7	114,5	106,2	124,0	121,6	123,5	121,2	123,0	140,3
Q4	1,5	3,5	107,2	104,0	109,3	114,7	106,9	119,7	115,8	119,7	121,4	120,5	144,7
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Sep.	6,4	14,8	108,7	106,3	107,7	117,0	109,0	123,7	120,7	125,4	121,7	123,0	140,0
Oct.	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,1	107,2	122,3	118,0	124,8	123,1	123,5	147,4
Nov.	2,6	4,2	108,3	105,0	112,6	114,0	108,1	119,6	115,7	121,5	121,0	121,3	139,9
Dec.	-1,1	-3,4	105,7	100,9	107,6	115,9	105,3	117,1	113,8	112,8	119,9	116,7	146,9
2023 Jan.	2,8	4,1	106,1	101,8	103,4	117,1	104,9	117,7	114,5	121,6	116,7	118,3	150,4
Feb.	-0,6	-0,8	106,8	101,4	104,9	119,0	106,7	116,8	113,7	116,9	117,2	118,1	141,8

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
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,5	4,5	1,4	7,1	0,9	8,2	7,1
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,7	1,9	4,4	1,1	9,5	7,8
Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,5	10,0	9,5
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,4	2,7	1,8	-6,0	1,2	8,1	7,3
2022 Dec.	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,6	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4
2023 Jan.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,3	0,7	0,6	0,3	8,7	8,2
Feb.	121,2	8,5	5,6	11,1	4,8	0,6	1,0	3,1	0,6	-1,1	0,6	8,6	7,8
Mar.	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,3	0,2	-2,2	0,4	7,0	5,9
Apr.	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,8	0,6	7,0	6,4
May ³⁾	123,2	6,1	5,3	.	5,0	-0,1	0,4	-0,3	0,2	-2,2	0,1	.	.

	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
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2022 Q2	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7	
Q3	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1	
Q4	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8	
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8	
2022 Dec.	13,8	14,3	12,0	12,0	6,4	25,5	3,1	2,3	5,4	-0,6	7,2	3,0	
2023 Jan.	14,1	15,0	11,3	10,4	6,7	18,9	3,4	2,3	5,4	0,2	6,5	3,7	
Feb.	15,0	15,4	13,9	8,9	6,8	13,7	3,6	2,6	6,0	0,2	7,3	3,8	
Mar.	15,5	15,7	14,7	4,3	6,6	-0,9	3,7	2,7	5,9	0,3	7,8	3,9	
Apr.	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,4	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0	
May ³⁾	12,5	13,4	9,6	.	5,8	-1,7	.	.	.	.	.	.

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	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,8
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	-0,1
2022 Q2	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,5	9,2	0,6
Q3	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	-1,2
Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,9
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,3	8,6	11,6	9,6	.	.
2022 Nov.	160,8	26,9	14,4	13,1	15,2	7,6	15,4	20,1	9,3	55,5	-	-	-
Dec.	162,6	24,5	13,0	12,3	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,6	-	-	-
2023 Jan.	157,7	14,8	11,7	11,1	11,2	7,3	14,8	18,8	8,8	20,1	-	-	-
Feb.	156,5	12,7	9,8	10,3	9,4	7,4	14,6	18,2	8,7	15,9	-	-	-
Mar.	154,4	5,5	5,7	8,0	5,8	6,7	12,9	15,1	8,2	0,0	-	-	-
Apr.	149,5	1,0	3,1	5,1	1,3	6,1	10,5	11,2	7,2	-8,9	-	-	-

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	
															3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,2	1,5	3,7	5,8	7,9	59,8	.	.	37,2	.	.	37,1
2022	114,5	4,6	6,8	6,8	4,2	7,7	12,4	17,4	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 Q2	113,7	4,5	6,9	6,3	3,6	8,3	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
Q3	114,9	4,5	7,4	7,5	4,6	7,5	13,4	19,4	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
Q4	117,4	5,8	6,9	8,5	5,6	7,6	9,7	12,4	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 Q1	119,3	6,2	5,4	8,1	4,1	6,4	5,4	3,7	75,8	-9,8	-3,8	-15,1	-10,2	-4,5	-16,4
2022 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,1	1,4	-8,9	-5,2	-0,2	-10,4
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,4	-0,5	-13,4	-7,8	-1,4	-14,7
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-16,9	-11,1	-22,1	-16,8	-10,9	-23,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-18,2	-12,8	-23,1	-17,8	-12,1	-24,2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-18,0	-15,3	-20,7	-17,6	-14,4	-21,7

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
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q2	56,4	57,2	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
Q3	46,1	54,2	27,5	40,8	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	40,2	51,6	28,9	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,8	43,8	26,2	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 Dec.	36,8	48,5	27,8	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Jan.	30,6	46,0	28,6	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
Feb.	22,9	43,7	26,1	25,9	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
Mar.	17,8	41,8	23,8	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
Apr.	11,6	35,4	19,9	15,5	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
May	6,6	30,9	18,9	12,7	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1

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	
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,4	0,9	1,1	1,5	1,3
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,9
2022 Q2	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,6
Q3	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	3,0
Q4	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	3,1
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	4,3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110,2	4,5	-0,9	2,0	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,9	6,2	16,6
2021	110,4	0,1	3,1	-2,8	4,4	-1,6	2,9	0,6	4,2	1,0	0,7	0,2
2022	113,8	3,1	3,9	2,8	5,2	1,7	3,0	4,2	4,7	3,3	3,5	-3,8
2022 Q2	112,6	2,6	4,7	3,1	4,8	1,0	1,7	4,4	4,5	2,6	3,0	-6,7
Q3	114,0	3,1	3,2	1,4	5,3	2,0	3,8	3,9	6,3	3,4	3,7	-1,8
Q4	116,3	4,5	4,7	2,3	6,8	4,3	3,6	4,9	4,1	5,1	4,7	-1,5
2023 Q1	118,9	5,8	3,9	6,3	4,7	6,6	4,7	7,4	4,9	6,4	3,9	-0,1
Compensation per employee												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,4	4,5	4,7	5,5	5,3	3,1	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	116,0	4,3	4,6	3,5	3,7	6,0	3,2	3,6	3,5	5,0	3,6	6,3
2022 Q2	115,0	4,3	4,6	4,1	3,4	7,1	2,7	3,9	3,8	4,8	2,7	7,3
Q3	116,4	3,8	4,8	2,6	3,3	4,5	3,0	3,3	3,5	4,8	3,6	4,8
Q4	118,3	4,8	5,5	3,4	4,6	5,2	3,6	3,5	1,8	6,0	5,4	4,5
2023 Q1	120,1	5,2	6,7	5,5	4,1	6,3	4,4	4,4	3,3	6,4	4,0	5,2
Labour productivity per person employed												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,3	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,8	-3,7	-15,2
2021	100,8	3,8	-0,7	7,4	0,3	7,2	2,3	2,4	0,7	3,1	1,4	2,8
2022	101,9	1,1	0,7	0,7	-1,5	4,2	0,2	-0,6	-1,2	1,7	0,1	10,5
2022 Q2	102,1	1,6	-0,2	0,9	-1,3	6,1	1,0	-0,5	-0,7	2,1	-0,3	15,0
Q3	102,1	0,6	1,5	1,1	-1,9	2,5	-0,8	-0,6	-2,7	1,3	-0,1	6,7
Q4	101,7	0,3	0,8	1,0	-2,1	0,9	0,0	-1,3	-2,2	0,8	0,6	6,2
2023 Q1	101,1	-0,6	2,6	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-2,8	-1,5	0,0	0,1	5,3
Compensation per hour worked												
2020	113,8	5,8	4,3	2,9	5,0	7,0	3,1	1,8	4,4	5,9	5,3	6,8
2021	114,3	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	2,8	1,6	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	118,0	3,2	5,4	3,8	3,9	1,7	3,4	3,7	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 Q2	116,6	3,4	6,4	4,9	5,3	1,6	3,8	5,0	3,1	4,1	4,5	3,4
Q3	118,2	2,9	4,8	2,0	3,0	2,6	2,3	2,3	3,0	3,1	3,8	3,9
Q4	120,5	4,2	6,5	3,0	3,3	3,7	3,6	3,0	1,3	5,1	5,7	3,3
2023 Q1	122,1	4,8	5,3	5,2	4,0	5,4	4,7	4,3	4,0	5,8	4,0	4,5
Hourly labour productivity												
2020	104,6	2,0	3,5	1,3	1,1	0,4	3,9	2,5	4,6	2,6	-0,6	-6,6
2021	104,5	-0,1	-0,7	2,5	-5,1	0,9	-0,2	0,7	-4,8	-1,2	0,3	-1,9
2022	104,5	0,0	1,5	1,0	-1,6	0,3	0,2	-0,4	-2,9	0,7	0,9	5,9
2022 Q2	104,4	0,7	1,6	1,9	-0,7	1,2	1,7	0,8	-2,8	1,7	1,4	9,7
Q3	104,7	-0,1	1,6	0,5	-2,1	1,2	-1,8	-1,1	-3,4	0,0	0,1	5,0
Q4	104,3	-0,4	0,8	0,7	-3,0	-0,4	-0,3	-2,1	-2,5	-0,2	0,8	4,2
2023 Q1	103,6	-0,9	1,7	-1,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,0	-0,5	-0,3	0,1	4,4

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⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2022 Nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	3,72	-0,07
Dec.	1,57	1,72	2,06	2,56	3,02	4,05	-0,07
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,30	-0,02
Feb.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
Mar.	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
Apr.	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022 Nov.	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01
Dec.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Jan.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41
Feb.	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77
Mar.	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
Apr.	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65
May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 Nov.	414,2	3.840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3.917,5	27.903,3
Dec.	418,3	3.884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3.912,4	27.214,7
2023 Jan.	439,8	4.092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3.960,7	26.606,3
Feb.	455,8	4.238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4.079,7	27.509,1
Mar.	448,5	4.201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3.968,6	27.693,2
Apr.	460,9	4.358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4.121,5	28.275,8
May	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5

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
2022 May	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,88	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
June	0,00	0,45	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,16	2,51	1,69	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
July	0,01	0,46	0,30	0,88	4,84	15,86	6,18	5,75	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
Aug.	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,68	5,92	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
Sep.	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Oct.	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
Nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,43	6,55	7,13	3,96	2,93	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dec.	0,07	0,80	1,40	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,07	3,16	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 Jan.	0,10	0,86	1,58	2,08	6,34	15,98	7,44	6,97	7,60	4,27	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb.	0,12	1,17	1,89	2,20	6,59	16,07	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar.	0,15	1,21	2,09	2,26	6,76	16,06	7,84	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Apr. ⁶⁾	0,18	1,24	2,26	2,41	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,89	4,03	3,81	3,51	3,13	3,76	3,44

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022 May	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
June	-0,05	-0,14	1,05	1,72	1,84	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
July	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
Aug.	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,30	1,55	1,88	2,22	1,87
Sep.	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Oct.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,88	3,30	3,29	3,10
Dec.	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb.	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,85
Mar.	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,31	3,88	4,22
Apr. ⁶⁾	0,44	2,79	3,06	4,39	4,86	4,73	4,89	4,60	4,58	3,93	4,32	4,37	3,67	4,38

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1.489,2	429,7	127,0	52,6	96,4	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.412,4	427,9	132,1	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8
2022	1.361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,8	48,0	47,8	133,9	97,2
2022 Dec.	1.361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	428,3	162,7	137,8	61,3	43,5	84,2	71,1
2023 Jan.	1.378,9	513,0	135,2	48,5	89,5	641,2	594,2	512,1	221,6	108,2	40,3	50,2	132,1	112,5
Feb.	1.367,1	526,3	137,9	51,2	89,6	613,4	569,4	495,0	224,5	98,8	35,3	48,9	122,8	96,2
Mar.	1.414,4	533,6	135,9	50,6	90,2	654,6	603,5	583,3	239,6	122,3	38,7	53,1	168,3	131,1
Apr.	1.443,1	560,6	133,5	47,5	96,6	652,5	603,5	510,8	218,8	100,6	31,9	60,2	131,2	103,2
May	1.438,5	577,8	130,1	47,1	92,5	638,2	604,1	504,4	241,6	112,7	35,0	46,8	103,3	90,2
Long-term														
2020	19.289,9	4.075,4	3.104,9	1.261,8	1.549,3	10.560,4	9.773,2	.	67,6	84,3	34,2	22,9	141,8	128,3
2021	19.927,5	4.182,7	3.388,2	1.343,2	1.599,1	10.757,4	9.936,5	316,6	78,4	73,8	28,9	16,1	130,6	121,1
2022	17.902,8	3.974,3	3.277,6	1.331,9	1.385,5	9.265,4	8.553,9	298,9	48,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2022 Dec.	17.902,8	3.974,3	3.277,6	1.331,9	1.385,5	9.265,4	8.553,9	196,8	48,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2023 Jan.	18.273,4	4.085,8	3.298,7	1.319,6	1.417,0	9.471,9	8.746,8	377,5	153,5	46,0	10,1	26,5	151,4	135,6
Feb.	18.188,3	4.082,2	3.300,9	1.323,6	1.407,0	9.398,2	8.675,3	354,3	99,1	54,0	12,8	18,2	182,9	165,8
Mar.	18.407,6	4.106,0	3.289,1	1.319,4	1.405,1	9.607,4	8.872,3	332,4	82,5	69,8	28,9	15,5	164,7	152,2
Apr.	18.405,2	4.116,8	3.287,6	1.315,8	1.408,6	9.592,2	8.872,3	311,4	73,9	74,9	22,1	16,5	146,0	140,1
May	18.571,5	4.187,1	3.345,9	1.350,4	1.418,0	9.620,5	8.903,5	363,1	98,8	95,1	52,2	27,7	141,5	133,2

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares				
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government						
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount												
2020	20.779,1	4.505,1	3.231,9	1.314,3	1.645,6	11.396,5	10.495,7	8.518,5	473,6	1.318,5	6.725,5	
2021	21.339,9	4.610,6	3.520,3	1.393,3	1.686,9	11.522,1	10.611,3	10.415,2	599,8	1.553,9	8.260,5	
2022	19.264,5	4.437,3	3.421,1	1.381,8	1.473,8	9.932,3	9.175,6	8.780,1	524,7	1.353,6	6.901,2	
2022 Dec.	19.264,5	4.437,3	3.421,1	1.381,8	1.473,8	9.932,3	9.175,6	8.780,1	524,7	1.353,6	6.901,2	
2023 Jan.	19.652,4	4.598,8	3.434,0	1.368,1	1.506,4	10.113,1	9.341,0	9.528,6	595,9	1.460,2	7.471,9	
Feb.	19.555,5	4.608,5	3.438,8	1.374,8	1.496,5	10.011,6	9.244,6	9.660,3	630,0	1.486,2	7.543,6	
Mar.	19.822,0	4.639,6	3.425,0	1.370,1	1.495,4	10.262,0	9.475,8	9.681,3	558,5	1.439,5	7.682,8	
Apr.	19.848,3	4.677,3	3.421,1	1.363,3	1.505,2	10.244,7	9.475,7	9.692,5	566,2	1.432,3	7.693,5	
May	20.010,0	4.764,9	3.476,0	1.397,5	1.510,4	10.258,7	9.507,6	9.454,9	545,2	1.391,9	7.517,3	
Growth rate ¹⁾												
2022 Oct.	3,3	4,6	4,5	1,1	0,5	2,8	3,3	0,3	-1,4	2,3	0,1	
Nov.	3,8	5,4	5,2	1,3	0,2	3,2	3,7	0,1	-1,5	1,8	-0,1	
Dec.	3,6	4,8	4,5	-0,3	0,6	3,2	3,8	0,2	-1,8	1,6	0,0	
2023 Jan.	3,9	7,1	3,7	-0,5	0,4	3,1	3,7	0,1	-2,2	1,0	0,1	
Feb.	4,0	7,8	2,7	-1,1	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,4	1,1	0,2	
Mar.	3,6	7,0	2,0	-2,1	-0,4	3,4	4,0	0,1	-2,4	0,9	0,2	
Apr.	4,2	8,0	1,2	-2,9	0,4	4,0	4,8	-0,1	-2,2	0,9	-0,1	
May	4,3	9,1	2,1	0,0	0,2	3,6	4,5	0,0	-2,6	0,9	0,0	

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,7	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,3	81,4	116,8	90,8
2022 Q2	95,6	90,3	93,2	83,4	66,6	81,1	116,5	90,2
Q3	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,8	114,5	88,9
Q4	95,9	91,8	94,6	84,5	65,3	81,8	117,3	91,7
2023 Q1	97,4	92,6	96,4	.	.	.	120,2	93,1
2022 Dec.	97,0	92,3	95,4	-	-	-	119,2	92,6
2023 Jan.	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9
Feb.	97,3	92,6	96,4	-	-	-	120,1	93,1
Mar.	97,5	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3
Apr.	98,6	93,6	97,9	-	-	-	122,3	94,5
May	98,1	92,9	97,7	-	-	-	121,7	93,6
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 May	-0,4	-0,8	-0,2	-	-	-	-0,5	-0,9
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 May	2,7	2,8	4,7	-	-	-	4,6	3,9

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	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 Q2	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
Q3	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
2022 Dec.	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	4,9224	10,986	0,986	1,059
2023 Jan.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	4,9242	11,205	0,996	1,077
Feb.	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	4,9087	11,172	0,990	1,072
Mar.	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	4,9263	11,228	0,991	1,071
Apr.	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
May	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 May	0,5	0,7	0,0	-0,8	1,6	-2,1	-1,2	0,2	0,3	-1,0	-0,9
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 May	7,2	-4,7	0,1	-3,1	9,3	-2,5	2,4	0,0	8,3	-5,8	2,7

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q1	34.374,4	34.199,6	174,9	11.998,6	9.931,6	12.335,5	13.992,7	-56,4	6.850,8	8.131,4	1.102,0	16.351,9
Q2	34.621,2	34.203,6	417,6	12.364,3	10.175,0	11.510,6	13.097,5	-18,1	7.032,8	8.320,5	1.120,9	16.445,2
Q3	35.380,7	34.905,8	474,9	12.679,9	10.483,3	11.188,1	12.779,6	-6,0	7.144,4	8.402,9	1.134,3	16.561,5
Q4	33.589,3	33.324,0	265,3	12.067,9	9.891,1	11.100,5	12.722,1	20,6	6.580,7	8.003,8	1.112,6	15.755,2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q4	250,7	248,7	2,0	90,1	73,8	82,8	94,9	0,2	49,1	59,7	8,3	117,6
<i>Transactions</i>												
2022 Q2	-32,9	-62,0	29,0	64,0	-47,2	-126,8	-86,5	28,8	-1,2	71,7	2,3	-
Q3	2,4	55,2	-52,8	68,0	86,7	-184,0	-8,3	43,9	67,1	-23,3	7,4	-
Q4	-639,0	-686,4	47,3	-377,9	-398,7	93,6	108,4	-8,3	-355,4	-396,1	9,1	-
2023 Q1	436,4	350,6	85,8	66,8	31,1	36,5	148,0	26,8	324,8	171,6	-18,5	-
2022 Oct.	-30,2	-47,0	16,8	-122,5	-120,9	1,4	21,2	0,8	86,2	52,7	3,9	-
Nov.	-32,8	-3,0	-29,8	7,4	4,5	39,3	93,5	0,0	-80,0	-101,0	0,5	-
Dec.	-576,1	-636,4	60,3	-262,8	-282,3	52,9	-6,3	-9,1	-361,6	-347,8	4,6	-
2023 Jan.	231,5	218,6	12,9	-2,1	16,0	50,6	40,4	9,8	181,8	162,1	-8,6	-
Feb.	75,9	79,0	-3,2	43,5	6,8	7,7	48,0	11,0	25,0	24,3	-11,4	-
Mar.	129,1	53,0	76,1	25,4	8,3	-21,8	59,5	6,0	117,9	-14,8	1,6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Mar.	-233,1	-342,6	109,5	-179,1	-328,1	-180,7	161,7	91,2	35,2	-176,1	0,3	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Mar.	-1,7	-2,5	0,8	-1,3	-2,4	-1,3	1,2	0,7	0,3	-1,3	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1.363,7	8.876,3	10.240,0	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.716,1	101,8	627,0	4,4	733,1	14.449,2
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	916,1	2.506,4	3.422,5	14.676,2	118,0	647,2	21,5	786,7	15.462,9
2022	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2022 Q2	1.528,0	10.051,8	11.579,7	972,9	2.530,6	3.503,5	15.083,2	115,9	609,1	64,6	789,7	15.872,9
Q3	1.538,2	10.177,5	11.715,7	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.444,1	120,4	598,0	48,8	767,3	16.211,4
Q4	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2023 Q1	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16.064,8
2022 Nov.	1.541,3	9.908,0	11.449,2	1.328,0	2.551,5	3.879,4	15.328,7	138,8	638,8	38,3	815,9	16.144,6
Dec.	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2023 Jan.	1.540,7	9.729,3	11.270,0	1.458,2	2.560,6	4.018,8	15.288,8	133,8	634,5	49,8	818,2	16.107,0
Feb.	1.539,6	9.593,3	11.132,9	1.544,7	2.557,5	4.102,2	15.235,2	124,2	651,9	80,8	856,9	16.092,1
Mar.	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16.064,8
Apr. ^(p)	1.536,8	9.375,5	10.912,3	1.704,6	2.537,5	4.242,0	15.154,3	105,8	687,4	84,9	878,2	16.032,4
Transactions												
2020	139,2	1.243,9	1.383,2	-33,8	86,3	52,5	1.435,7	19,6	111,0	1,2	131,7	1.567,4
2021	107,4	898,7	1.006,0	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,5	67,3	427,3	56,7	484,1	551,3	3,7	3,0	77,9	84,7	636,0
2022 Q2	7,6	111,4	118,9	30,6	10,5	41,1	160,0	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,4
Q3	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,7	30,3	340,7
Q4	0,3	-360,9	-360,6	212,5	13,9	226,4	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2023 Q1	4,3	-377,3	-373,1	261,1	-11,8	249,3	-123,8	-20,6	31,2	49,5	60,1	-63,7
2022 Nov.	-0,1	-99,5	-99,6	79,0	-4,6	74,4	-25,1	14,6	16,2	16,8	47,6	22,5
Dec.	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,4	-45,1	-14,8	11,1	10,6	6,9	-38,2
2023 Jan.	0,9	-99,5	-98,6	74,9	-0,9	74,0	-24,6	9,9	-15,5	4,5	-1,1	-25,8
Feb.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,7	36,1	-22,6
Mar.	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	16,3	25,1	-15,3
Apr. ^(p)	-7,3	-67,5	-74,8	59,0	-12,2	46,8	-28,0	2,8	6,2	-8,1	0,9	-27,2
Growth rates												
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,3	371,3	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2022 Q2	7,8	7,2	7,3	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,2	115,6	2,9	5,8
Q3	6,5	5,5	5,7	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	331,2	7,4	6,3
Q4	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Q1	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
2022 Nov.	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	239,8	8,3	4,8
Dec.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Jan.	3,8	-1,5	-0,8	49,6	2,1	15,2	2,9	2,6	5,7	245,3	13,4	3,4
Feb.	2,9	-3,5	-2,7	59,1	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,6	459,9	21,0	2,9
Mar.	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
Apr. ^(p)	1,0	-6,1	-5,2	73,5	0,8	21,1	0,9	-10,0	14,9	344,6	21,9	1,9

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2.966,0	2.514,2	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.090,4	235,3	497,3
2021	3.231,5	2.807,0	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.228,4	227,8	546,3
2022	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2022 Q2	3.312,2	2.866,1	304,4	131,0	10,8	8.255,4	5.540,2	354,0	2.360,5	0,7	1.301,9	231,3	570,3
Q3	3.368,1	2.837,4	388,3	133,7	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.490,5	243,9	551,9
Q4	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2023 Q1	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
2022 Nov.	3.393,4	2.764,9	488,3	132,1	8,1	8.379,1	5.582,2	413,4	2.382,5	1,0	1.345,6	250,5	557,7
Dec.	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2023 Jan.	3.375,9	2.697,2	536,6	134,6	7,4	8.439,1	5.563,9	485,3	2.389,1	0,8	1.271,1	237,0	558,9
Feb.	3.380,1	2.663,2	573,2	134,5	9,2	8.419,4	5.511,0	521,9	2.385,8	0,7	1.223,4	225,0	571,9
Mar.	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
Apr. (p)	3.337,1	2.572,1	623,2	131,6	10,1	8.376,6	5.398,8	608,0	2.368,9	0,9	1.222,2	227,0	560,5
Transactions													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	138,6	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,5	7,6	14,7
2022 Q2	15,3	1,8	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	49,8	-0,6	16,5
Q3	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	150,3	11,4	-18,5
Q4	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,3	-7,4	8,4
2023 Q1	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-95,5	-2,1	12,7
2022 Nov.	8,3	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,7	-3,9	0,7
Dec.	-24,8	-35,2	9,4	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,3	-14,9	2,4
2023 Jan.	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-28,0	1,0	-2,4
Feb.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,1	-10,2	12,6
Mar.	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
Apr. (p)	-3,8	-27,7	23,0	-0,9	1,8	-13,9	-44,1	40,0	-9,7	-0,1	22,8	-4,4	-18,6
Growth rates													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,9	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,0	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2022 Q2	6,1	6,8	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,0	2,7	16,0
Q3	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
Q4	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Q1	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
2022 Nov.	5,4	-0,8	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,4	8,7	6,9
Dec.	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Jan.	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,7	2,2	-3,1	-0,5	-0,1	3,4
Feb.	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,9	1,8	-25,6	-5,1	-2,9	4,7
Mar.	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
Apr. (p)	1,2	-10,1	108,2	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,6	0,9	-7,0	-4,1	1,0	-1,4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents 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												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,7	12.332,1	12.716,3	4.861,3	6.373,6	937,6	159,7	1.582,4	888,1
2022	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2022 Q2	6.503,0	1.000,6	5.478,2	15.182,4	12.790,2	12.928,3	5.020,2	6.553,3	1.053,1	163,6	1.561,3	830,9
Q3	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.421,7	13.051,1	13.186,1	5.165,6	6.613,7	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
Q4	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 Q1	6.358,3	995,7	5.337,6	15.415,4	13.014,0	13.180,2	5.131,2	6.665,9	1.078,3	138,5	1.552,0	849,5
2022 Nov.	6.423,3	994,6	5.403,7	15.441,4	13.043,0	13.193,2	5.162,9	6.632,2	1.098,1	149,7	1.561,1	837,4
Dec.	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 Jan.	6.379,3	996,3	5.358,1	15.422,7	13.028,2	13.200,3	5.141,3	6.655,4	1.084,4	147,0	1.557,9	836,6
Feb.	6.347,5	997,3	5.325,3	15.417,3	13.023,1	13.190,5	5.140,1	6.660,0	1.074,4	148,6	1.548,5	845,7
Mar.	6.358,3	995,7	5.337,6	15.415,4	13.014,0	13.180,2	5.131,2	6.665,9	1.078,3	138,5	1.552,0	849,5
Apr. ^(p)	6.316,0	981,7	5.309,2	15.433,0	13.007,6	13.182,1	5.124,2	6.666,7	1.072,1	144,6	1.565,0	860,4
Transactions												
2020	1.040,0	13,5	1.026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,1	9,9	166,4	634,5	623,2	678,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5
2022 Q2	68,6	-0,9	69,5	211,5	230,2	238,7	100,7	84,5	34,8	10,3	-13,9	-4,8
Q3	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,8	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
Q4	44,4	4,1	39,7	3,4	-31,7	10,0	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023 Q1	-80,3	-19,8	-60,3	-5,8	7,0	3,7	-2,6	14,1	3,4	-7,8	-20,8	7,9
2022 Nov.	7,7	-2,0	9,0	38,4	17,0	32,8	-18,0	13,0	31,5	-9,5	19,5	1,9
Dec.	25,3	12,1	13,3	-30,1	-45,4	-20,9	-25,1	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,5
2023 Jan.	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,8	1,6	1,5	9,3	0,6	-15,2	-1,2
Feb.	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-8,1	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
Mar.	-24,9	-3,2	-21,7	6,7	2,0	4,1	-1,9	8,2	5,7	-10,0	2,7	2,0
Apr. ^(p)	-37,6	-13,9	-23,8	19,7	-3,0	6,9	-4,6	2,0	-6,5	6,2	12,7	10,0
Growth rates												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 Q2	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,3	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7
Q3	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,1	8,0	4,4	14,9	10,0	3,4	-3,0
Q4	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Q1	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2022 Nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,3	7,2	4,0	12,4	-6,4	2,8	-0,9
Dec.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Jan.	1,4	-0,6	1,8	3,8	4,4	4,9	5,3	3,4	9,7	-12,6	1,0	-0,7
Feb.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
Mar.	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
Apr. ^(p)	-0,9	-2,9	-0,5	2,5	3,0	3,3	3,8	2,6	3,5	-9,5	-1,2	3,6

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	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,3	4.993,1	885,3	1.005,5	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	703,9
2022	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2022 Q2	5.020,2	4.995,6	949,8	1.028,1	3.042,2	6.553,3	6.742,9	709,0	5.139,2	705,1
Q3	5.165,6	5.136,5	1.008,0	1.068,1	3.089,5	6.613,7	6.802,4	714,0	5.195,4	704,2
Q4	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 Q1	5.131,2	5.127,3	940,2	1.093,0	3.098,1	6.665,9	6.867,2	723,6	5.236,0	706,3
2022 Nov.	5.162,9	5.142,9	993,0	1.071,2	3.098,7	6.632,2	6.826,4	716,9	5.211,3	704,0
Dec.	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 Jan.	5.141,3	5.135,0	955,0	1.086,3	3.100,0	6.655,4	6.860,0	720,1	5.223,1	712,3
Feb.	5.140,1	5.132,1	945,3	1.092,0	3.102,9	6.660,0	6.864,1	721,7	5.228,3	710,0
Mar.	5.131,2	5.127,3	940,2	1.093,0	3.098,1	6.665,9	6.867,2	723,6	5.236,0	706,3
Apr. ^(p)	5.124,2	5.122,5	929,9	1.094,2	3.100,1	6.666,7	6.866,6	725,2	5.237,4	704,2
Transactions										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	306,7	78,5	77,6	112,5	242,3	249,4	22,7	218,5	1,1
2022 Q2	100,7	106,5	40,5	22,4	37,7	84,5	74,0	7,4	75,9	1,2
Q3	139,1	139,4	55,4	39,9	43,8	58,7	59,4	4,9	55,6	-1,8
Q4	-17,4	6,2	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 Q1	-2,6	3,5	-20,8	10,8	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2022 Nov.	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
Dec.	-25,1	-12,3	-24,9	10,2	-10,3	4,2	6,2	1,5	4,7	-1,9
2023 Jan.	1,6	-0,5	-7,9	3,0	6,4	1,5	10,3	0,0	2,1	-0,7
Feb.	-2,3	-1,8	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
Mar.	-1,9	5,8	-2,5	2,2	-1,6	8,2	5,3	2,6	7,5	-2,0
Apr. ^(p)	-4,6	-1,8	-9,2	2,1	2,5	2,0	1,8	2,1	1,7	-1,9
Growth rates										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 Q2	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
Q3	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
Q4	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2022 Nov.	7,2	8,3	14,1	9,8	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
Dec.	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Jan.	5,3	6,1	7,5	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,1
Feb.	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
Mar.	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Apr. ^(p)	3,8	4,6	1,6	8,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6.886,1	1.837,3	37,1	1.997,2	3.014,4	1.372,0	394,3	128,5	136,8
2022	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2022 Q2	757,5	6.789,1	1.843,9	30,6	2.008,5	2.906,0	1.313,6	420,6	166,5	157,3
Q3	642,5	6.764,5	1.801,9	30,6	2.096,5	2.835,6	1.318,8	518,2	148,0	146,7
Q4	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6.895,2	1.792,7	35,0	2.171,1	2.896,5	1.436,0	330,4	152,1	165,8
2022 Nov.	692,2	6.777,9	1.788,3	30,9	2.109,6	2.849,2	1.316,0	434,1	161,2	170,6
Dec.	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Jan.	564,5	6.842,3	1.784,4	32,5	2.158,3	2.867,1	1.350,7	361,0	155,5	157,0
Feb.	553,6	6.818,9	1.785,7	33,8	2.177,0	2.822,3	1.336,3	363,4	154,6	159,6
Mar.	580,0	6.895,2	1.792,7	35,0	2.171,1	2.896,5	1.436,0	330,4	152,1	165,8
Apr. ^(p)	586,5	6.902,4	1.807,4	35,9	2.163,7	2.895,5	1.436,0	336,3	153,3	161,9
Transactions										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-59,7	117,3	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-116,4	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,9	-89,8	-5,2	14,7	112,2	-65,9	-153,8	10,5	17,9
2022 Q2	17,2	12,5	-8,0	-4,2	-16,0	40,7	-61,1	-3,0	7,2	-7,1
Q3	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-26,3	55,9	-18,6	-10,6
Q4	40,8	64,5	-15,2	0,3	57,9	21,5	52,2	-72,9	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,1	8,3	4,0	63,8	8,9	72,7	-75,3	15,0	18,9
2022 Nov.	15,4	39,0	2,0	0,1	33,2	3,7	18,9	11,9	16,9	14,5
Dec.	-8,5	35,4	-5,4	0,1	12,1	28,6	24,7	-31,1	-23,4	-22,9
2023 Jan.	-125,1	45,6	0,2	1,6	48,4	-4,5	1,8	-46,0	17,7	9,4
Feb.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,1	8,3	-18,5	-0,2	3,0
Mar.	26,2	22,7	8,0	1,1	9,2	4,3	62,6	-10,8	-2,5	6,5
Apr. ^(p)	6,4	18,4	15,4	0,9	-0,9	3,1	16,1	-0,6	1,2	-4,0
Growth rates										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 Q2	12,2	-0,3	-3,0	-21,5	-1,5	2,7	-	-	26,0	21,7
Q3	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
Q4	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2022 Nov.	-2,8	-0,1	-4,4	-15,8	-0,7	3,2	-	-	11,3	18,5
Dec.	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Jan.	-23,0	1,2	-4,4	-9,0	2,9	3,6	-	-	-7,2	-1,8
Feb.	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
Mar.	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
Apr. ^(p)	-23,9	2,3	-2,3	4,0	4,8	3,2	-	-	-16,0	-5,3

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	
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,3	-5,3	-0,1	0,0	0,0	-3,9
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-2,0
2022 Q1	-4,2	.	.	.	.	-2,8
Q2	-3,2	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,7
Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9

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

Note: Euro area data include Croatia.

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure		
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,3	46,5	13,2	13,2	15,2	0,8	52,6	47,5	10,3	6,0	1,5	24,1	5,1
2022	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 Q1	47,2	46,5	13,3	13,2	15,1	0,8	51,5	46,5	10,1	5,9	1,5	23,7	5,0
Q2	47,4	46,6	13,5	13,2	15,0	0,8	50,6	45,7	10,0	5,9	1,5	23,3	4,9
Q3	47,4	46,7	13,7	13,2	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
Q4	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	23,0	5,1

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

Note: Euro area data include Croatia.

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
2019	84,0	3,0	13,2	67,8	45,7	30,9	38,3	7,8	76,3	15,6	27,8	40,7	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,2	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,4	95,5	1,7
2021	95,4	3,0	13,9	78,5	55,6	41,7	39,8	9,9	85,5	17,6	30,3	47,5	94,0	1,4
2022	91,5	2,7	13,3	75,5	53,8	40,8	37,7	8,7	82,8	16,4	29,0	46,0	90,5	0,9
2022 Q1	95,2	2,9	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94,2	2,9	13,6	77,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,9	2,9	13,6	76,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,5	2,7	13,3	75,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

Note: Euro area data include Croatia.

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,6	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,5
2021	-1,7	3,9	-0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,8	-5,3	5,1
2022	-4,0	2,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,6	2,8
2022 Q1	-4,5	2,8	0,1	0,8	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,6	-7,4	4,4
Q2	-3,8	1,6	0,5	1,0	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,6	-6,0	3,6
Q3	-4,5	1,7	-0,2	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-5,9	2,8
Q4	-4,0	1,9	-0,3	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,6	2,8

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

Note: Euro area data include Croatia.

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption			
	1											2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8	
2021	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2022 Q1	13,5	12,4	4,6	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,4	
Q2	13,6	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
Q3	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4	
Q4	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2022 Nov.	13,4	12,1	3,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5	
Dec.	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2023 Jan.	13,2	11,9	4,3	1,3	0,3	8,0	1,7	1,2	0,6	1,9	1,9	1,4	0,6	
Feb.	13,3	12,0	4,6	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7	
Mar.	13,6	12,4	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7	
Apr.	13,4	12,1	3,9	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,3	0,9	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,7	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,6	-7,1	-6,9	-6,5	-2,5	-9,0	-2,0
2022	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 Q1	-4,7	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,5	-5,2	-1,7	-8,3	-0,3
Q2	-4,0	-1,7	-0,5	0,6	-2,8	-4,9	-4,1	-0,3	-7,4	0,9
Q3	-3,7	-2,2	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
Q4	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
Government debt										
2019	97,6	59,6	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	71,0	134,1	90,8
2020	112,0	68,7	18,5	58,4	206,3	120,4	114,6	87,0	154,9	113,8
2021	109,1	69,3	17,6	55,4	194,6	118,3	112,9	78,4	149,9	101,2
2022	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
2022 Q1	109,0	67,9	17,2	53,1	189,4	117,4	114,6	76,0	151,4	102,0
Q2	108,5	67,7	16,8	51,2	183,0	116,1	113,1	73,2	149,3	95,4
Q3	106,5	67,0	15,9	49,1	175,8	115,6	113,4	70,4	145,9	91,4
Q4	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0,6	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,7	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,6
2021	-7,1	-1,2	0,7	-7,8	-2,4	-5,8	-2,9	-4,6	-5,4	-2,8
2022	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,9
2022 Q1	-5,3	-0,1	0,8	-7,7	-1,4	-3,8	-1,7	-3,7	-4,6	-1,9
Q2	-4,4	0,8	1,0	-6,5	0,1	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,2
Q3	-4,1	0,8	0,8	-5,7	0,3	-2,5	1,0	-3,0	-2,8	-0,9
Q4	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,1	-0,9
Government debt										
2019	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	125,4	74,5	61,0	72,6
2022	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	57,8	73,0
2022 Q1	41,8	39,8	22,6	56,1	50,9	83,4	124,6	74,6	61,6	72,5
Q2	41,7	39,6	25,3	53,8	51,0	82,6	123,1	73,5	60,3	72,8
Q3	40,0	37,3	24,6	52,9	49,1	81,3	119,9	72,4	58,6	72,0
Q4	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	58,8	73,0

Source: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2023**

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 14. junij 2023.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-23-010-SL-N (pdf)