

## Ekonomski bilten

številka 4 / 2024

# Vsebina

<b>Ekonomski, finančni in denarni gibanji</b>	<b>3</b>
<b>Povzetek</b>	<b>3</b>
1 Zunanje okolje	8
2 Gospodarska aktivnost	14
3 Cene in stroški	22
4 Gibanja na finančnih trgih	28
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	34
6 Javnofinančna gibanja	41
<b>Okvirji</b>	<b>44</b>
1 Okrevanje po pandemiji – zakaj euroobmočje raste počasneje kot ZDA?	44
2 Ugotovitve na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov – kaj nam lahko povesta dojemanje tveganj in poslovna klima v podjetjih?	51
3 Višje profitne marže so prispevale h kopiranju delovne sile v podjetjih	55
4 Dejavniki rasti zaposlenosti v euroobmočju po pandemiji – pogled na podlagi modela	60
5 Bo avtomobilski sektor v euroobmočju okreval?	66
6 Kazalniki dobička pri analizi inflacije, ki upoštevajo vlogo skupnih stroškov	72
7 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. januarja do 16. aprila 2024	77
8 Kreditno tveganje in pogoji bančnega kreditiranja	84
<b>Članka</b>	<b>90</b>
1 Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area	90
<b>Box 1 Disentangling the business cycle implications of cross-sectoral shifts in activity between and within countries</b>	<b>97</b>
2 Longer-term challenges for fiscal policy in the euro area	107

**Box 1** Methodology of the fiscal gap indicator

118

**Statistični podatki**

**S1**

# Ekomska, finančna in denarna gibanja

## Povzetek

Svet ECB je na seji 6. junija 2024 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Na podlagi najnovejše ocene inflacijskih obetov, dinamike osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike je bilo primerno, da omilimo stopnjo restriktivnosti denarne politike, potem ko smo devet mesecev ohranjali obrestne mere nespremenjene. Od seje Sveta ECB, ki je potekala septembra 2023, se je inflacija znižala za več kot 2,5 odstotne točke, inflacijski obeti pa so se izrazito izboljšali. Umirila se je tudi osnovna inflacija, s čimer so se okrepili znaki, da so cenovni pritiski oslabili, zmanjšala pa so se tudi kratkoročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja. Denarna politika je ohranjala restriktivne pogoje financiranja. To je z zaviranjem povpraševanja in dobro zasidranimi inflacijskimi pričakovanji pomembno prispevalo k zniževanju inflacije.

Obenem domači cenovni pritiski kljub napredku v zadnjih četrletjih ostajajo močni, saj je rast plač povisana, inflacija pa bo verjetno ostala nad ciljno ravnijo tudi precejšen del naslednjega leta. Zadnje projekcije strokovnjakov Eurosistema glede skupne in osnovne inflacije za leti 2024 in 2025 so bile popravljene navzgor v primerjavi z marčnimi projekcijami. Strokovnjaki sedaj napovedujejo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,5% v letu 2024, 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. Inflacija brez emergentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 2,8% v letu 2024, 2,2% v letu 2025 in 2,0% v letu 2026. Gospodarska rast se bo po pričakovanjih okreplila na 0,9% v letu 2024, 1,4% v letu 2025 in 1,6% v letu 2026.

Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija čimprej vrnila na 2-odstotni srednjeročni cilj. Obrestne mere denarne politike bo ohranjal dovolj restriktivne tako dolgo, kot bo potrebno, da doseže ta cilj. O ustrejni ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

Svet ECB je tudi potrdil, da bo Eurosistemova imetja vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v drugi polovici leta zmanjšal za povprečno 7,5 milijarde EUR na mesec. Načini zmanjševanja imetij v okviru programa PEPP bodo večinoma skladni z zmanjševanjem imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP).

## Gospodarska aktivnost

Po petih četrtletjih stagnacije se je gospodarstvo v euroobmočju v prvem četrtletju 2024 povečalo za 0,3%. Storitveni sektor raste, medtem ko predelovalne dejavnosti kažejo znake stabilizacije na nizki ravni.

Zaposlenost se je v prvem letošnjem četrtletju povečala za 0,3%, pri čemer je bilo ustvarjenih približno 500.000 novih delovnih mest, ankete pa nakazujejo nadaljevanje rasti števila delovnih mest v bližnji prihodnosti. Stopnja brezposelnosti se je aprila rahlo spustila na 6,4%, kar je najnižja stopnja od uvedbe eura. Podjetja še vedno oglašujejo veliko prostih delovnih mest, čeprav nekoliko manj kot prej.

Gospodarstvo euroobmočja je v začetku leta 2024 okrevalo bolj, kot je bilo pričakovano v letošnjih marčnih projekcijah strokovnjakov ECB, in sicer zaradi krepitve neto trgovinske menjave in povečevanja trošenja gospodinjstev. Najnovejše informacije kažejo, da se bo rast kratkoročno nadaljevala, in to hitreje, kot je bilo sprva predvideno. Realni razpoložljivi dohodek naj bi se še naprej zviševal zaradi močne rasti plač, postopnega povečevanja zaupanja in izboljševanja pogojev menjave, zato bo med letom 2024 okrevanje poganjala potrošnja. Prispevek neto trgovinske menjave na začetku leta deloma odraža volatilnost po začasnom upadu na koncu leta 2023. Zunanje povpraševanje se bo predvidoma še naprej povečevalo in tako podpiralo rast izvoza euroobmočja. V srednjeročnem obdobju naj bi negativen vpliv preteklega zaostrovanja denarne politike postopoma popustil, pri čemer bo aktivnost podpirala predpostavljena ublažitev pogojev financiranja v skladu s tržnimi pričakovanji o prihodnjem gibanju obrestnih mer. Na rast bo ugodno vplival tudi odporen trg dela, pri čemer se bo stopnja brezposelnosti pozneje v obdobju projekcij znižala na zgodovinsko nizko raven. Ker nekateri ciklični dejavniki, zaradi katerih se je v bližnji preteklosti znižala rast produktivnosti, popuščajo, se bo produktivnost v obdobju projekcij po pričakovanjih okreplila. Gledano v celoti naj bi povprečna letna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,9%, nato pa se bo okreplila na 1,4% v letu 2025 in 1,6% v letu 2026. V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili obeti za rast BDP za leto 2024 popravljeni navzgor zaradi pozitivnega presenečenja na začetku leta in boljših najnovejših informacij. Obeti za rast BDP so bili za leto 2025 popravljeni zelo malo navzdol, za leto 2026 pa ostajajo nespremenjeni.

Nacionalne javnofinančne in strukturne politike bi morale biti oblikovane s ciljem, da povečajo produktivnost in konkurenčnost gospodarstva, kar bi prispevalo k temu, da se bo potencialna rast povečala in da se bodo cenovni pritiski v srednjeročnem obdobju zmanjšali. Učinkovito, hitro in polno izvajanje programa »EU naslednje generacije«, napredek v smeri unije kapitalskih trgov, dokončanje bančne unije ter utrjevanje enotnega trga bi pospešilo inovacije ter spodbudilo naložbe v zeleni in digitalni prehod. Če bodo vlade v celoti in brez odlašanja začele izvajati revidirani okvir ekonomskega upravljanja v EU, bodo lažje vzdržno zmanjšale proračunski primanjkljaj in javni dolg.

## Inflacija

Medletna inflacija se je po Eurostatovi prvi oceni zvišala z 2,4% v aprilu na 2,6% v maju. Inflacija v skupini hrane se je znižala na 2,6%. Inflacija v skupini emergentov se je zvišala na 0,3%, potem ko so bile eno leto zabeležene negativne medletne stopnje. Inflacija v skupini blaga se je še naprej zniževala in maja dosegla 0,8%. Nasprotno se je inflacija v skupini storitev izrazito zvišala s 3,7% v aprilu na 4,1% v maju.

Večina merit osnovne inflacije se je aprila nadalje znižala (to je zadnji mesec, za katerega so bili na voljo podatki), kar potrjuje sliko o postopnem umirjanju cenovnih pritiskov. Vseeno pa domača inflacija ostaja visoka. Plače še vedno rastejo s povečano dinamiko, s čimer se kompenzira pretekli skokovit porast inflacije. Ker proces prilagajanja plač poteka z zamikom in enkratna plačila igrajo pomembno vlogo, bodo stroški dela v bližnji prihodnosti najverjetneje nihali, kot se denimo kaže v okrepliti dogovorjenih plač v prvem četrtletju. Obenem kazalniki, ki nakazujejo prihodnja gibanja, kažejo, da se bo rast plač tekom leta umirjala. Dobički absorbirajo del izrazitega naraščanja stroškov dela na enoto proizvoda, kar zmanjšuje inflacijske učinke. Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala približno stabilna in se večinoma gibajo okrog 2%.

Skupna inflacija se bo po projekcijah med letom 2025 nadalje umirila na raven blizu ciljne vrednosti. To odraža popuščanje stroškovnih pritiskov, tudi s strani stroškov dela, in zapoznel vpliv preteklega zaostrovanja denarne politike, ki se postopoma preliva v cene živiljenjskih potrebščin. Skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen živiljenjskih potrebščin (HICP), bo v preostanku leta 2024 po pričakovanjih nekoliko volatilna zaradi baznih učinkov in višjih cen energetskih surovin. V srednjeročnem obdobju naj bi se inflacija v skupini emergentov ustalila na nizkih pozitivnih stopnjah ob tržnih pričakovanjih o prihodnjem gibanju cen nafte in plina ter načrtovanih javnofinančnih ukrepov v zvezi s podnebnimi spremembami. Inflacija v skupini hrane se je v zadnjih četrtletjih močno znižala, ko so se pritiski iz proizvodne verige sprostili zaradi nižjih cen emergentov in prehrambenih surovin. V prihodnjem obdobju bo inflacija v skupini hrane po pričakovanjih nihala okrog sedanje ravni, nato pa se bo od konca leta 2025 še dodatno umirila. Inflacija brez emergentov in hrane naj bi večino obdobja projekcij ostala višja od skupne inflacije, vseeno pa se bo v tej skupini predvidoma nadaljevala dezinflacija – predvsem v letih 2025 in 2026 – ki pa bo počasna. Osrednji element junajske projekcije je pričakovano postopno umirjanje nominalne rasti plač s prvotno še vedno povisane ravni, ko bodo popustili pritiski na rast plač, povezani s kompenziranjem inflacije, ob pomanjkanju ustrezne delovne sile. Pričakovano okrevanje rasti produktivnosti naj bi prispevalo k umirjanju pritiskov s strani stroškov dela. Obenem naj bi rast dobička oslabela in delno absorbirala prenos stroškov dela v cene, zlasti v letu 2024. Gledano v celoti se bo medletna povprečna skupna inflacija predvidoma znižala s 5,4% v letu 2023 na 2,5% v letu 2024, 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila inflacija v letih 2024 in 2025 popravljena za 0,2 odstotne točke navzgor. To odraža predvsem više cene energetskih surovin in rahlo višje najnovejše podatke o inflaciji brez emergentov in hrane, kot je bilo pričakovano. Poleg tega bodo pritiski s strani stroškov dela predvidoma nekoliko močnejši zaradi

višje rasti plač in malce previdnejših obetov za rast produktivnosti. Obeti za skupno inflacijo in inflacijo brez emergentov in hrane so za leto 2026 nespremenjeni.

## Ocena tveganj

Tveganja, povezana z gospodarsko rastjo, so v bližnji prihodnosti uravnotežena, v srednjeročnem obdobju pa so še vedno usmerjena navzdol. Rast v euroobmočju bi lahko zaviralo šibkejše svetovno gospodarstvo ali eskalacija trgovinskih napetosti med glavnimi gospodarstvi. Ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu sta glavna vira geopolitičnih tveganj. To bi lahko povzročilo upad zaupanja med podjetji in gospodinjstvi glede prihodnosti ter motnje v svetovni trgovinski menjavi. Rast bi lahko bila nižja tudi v primeru, da bodo učinki denarne politike močnejši, kot se pričakuje. Nasprotno bi bila gospodarska rast lahko višja, če se bo inflacija znižala hitreje, kot je pričakovano, in se bo zaradi zviševanja zaupanja in realnih dohodkov potrošnja povečala bolj, kot je predvideno, ali če bo svetovno gospodarstvo raslo močneje, kot je pričakovano.

Inflacija bi bila lahko višja od pričakovane, če se bodo plače in dobički povečali bolj, kot se pričakuje. Tveganja, da bo inflacija višja, izhajajo tudi iz povišanih geopolitičnih napetosti, zaradi katerih bi se lahko kratkoročno zvišale cene emergentov in stroški ladijskega prevoza ter bi prišlo do motenj v svetovni trgovinski menjavi. Poleg tega bi lahko ekstremni vremenski pojavi ter splošnejše napredovanje podnebne krize potisnili cene hrane navzgor. Nasprotno bi bila inflacija lahko nižja od pričakovane, če bo denarna politika bolj zavrla povpraševanje, kot je pričakovano, ali če se bo gospodarsko okolje v drugih delih sveta nepričakovano poslabšalo.

## Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se od seje Sveta ECB, ki je potekala 11. aprila 2024, zvišale. Stroški financiranja so dosegli restriktivne ravni, saj so pretekli dvigi obrestnih mer denarne politike učinkovali na finančni sistem. Povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem in nova hipotekarna posojila so ostale aprila nespremenjene na ravni 5,2% oziroma 3,8%.

Kreditna dinamika ostaja šibka. Obseg bančnih posojil podjetjem se je aprila medletno povečal za 0,3%, kar je rahlo manj kot v prejšnjem mesecu. Obseg posojil gospodinjstvom pa je medletno še naprej rasel po 0,2-odstotni stopnji. Medletna rast širokega denarja – ki se meri z agregatom M3 – se je povečala z 0,9% v marcu na 1,3% v aprilu.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Banke v euroobmočju ostajajo odporne. Vse boljši gospodarski obeti prispevajo k finančni stabilnosti, toda povišana geopolitična tveganja zamegljujejo obzorja. Nepričakovano zaostrovjanje globalnih pogojev financiranja bi lahko povzročilo prevrednotenje finančnega in nefinančnega

premoženja, kar bi negativno vplivalo na širše gospodarstvo. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti. Ukrepi, ki so trenutno v veljavi ali bodo kmalu začeli učinkovati, prispevajo k ohranjanju odpornosti finančnega sistema.

## Sklepi o denarni politiki

Obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja se je znižala na 4,25%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 4,50%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa na 3,75%. Nove obrestne mere so začele veljati 12. junija 2024.

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

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

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

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

## Zaključek

Svet ECB je na seji 6. junija 2024 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija čimprej vrnila na 2-odstotni srednjeročni cilj. Obrestne mere denarne politike bo ohranjalo dovolj restriktivne tako dolgo, kot bo potrebno, da doseže ta cilj. O ustrezni ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz svoje ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

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.

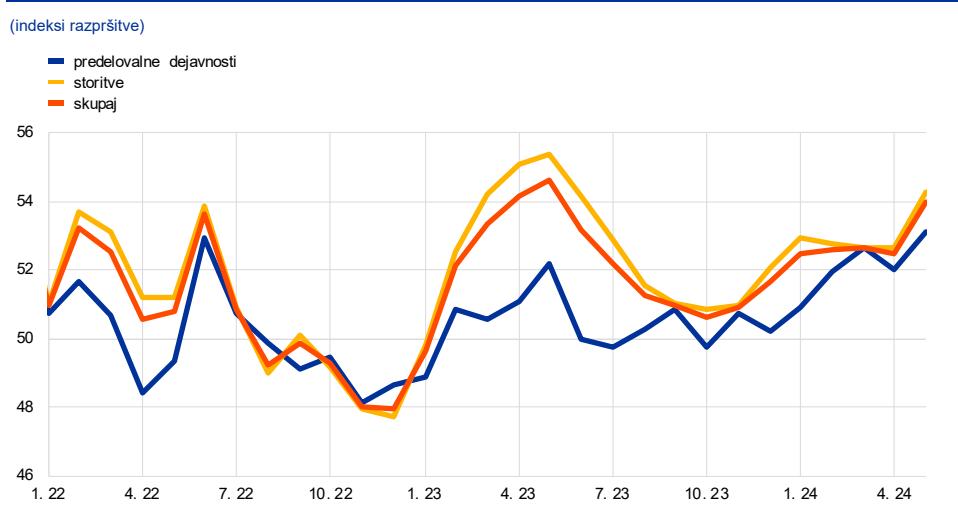
## Zunanje okolje

Svetovna gospodarska aktivnost kaže znake krepitve, čeprav nekateri dejavniki še naprej zavirajo rast. Najnovejši podatki o svetovni gospodarski aktivnosti (brez euroobmočja) potrjujejo zelo postopno izboljševanje od začetka leta, pri čemer so kvantitativni podatki vse bolj skladni s pozitivnim signalom, ki prihaja iz kvalitativnih podatkov. Obeti za svetovno gospodarsko rast, kot se kažejo v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, so v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB večinoma nespremenjeni, z napovedano rahlo upočasnitvijo svetovne gospodarske rasti v letošnjem letu. Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos okrevala in zatem rasla bolj skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo, vendar bo v obdobju projekcij ostala pod zgodovinskим trendom in večinoma nespremenjeno v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB. Inflacija na svetovni ravni se bo v obdobju projekcij predvidoma postopno zniževala.

**Najnovejši podatki potrjujejo zagon rasti svetovne gospodarske aktivnosti, saj so se signali iz anket in kvantitativnih podatkov tesneje uskladili.** Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) se je maja 2024 zvišal, saj se je gospodarska aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih izboljšala (graf 1).<sup>1</sup> To je skladno z informacijami iz kazalnika ECB za svetovno gospodarsko aktivnost, ki kaže boljši zagon, ki ga podpirajo pozitivni rezultati tako iz kvalitativnih kot tudi kvantitativnih podatkov. Kazalnik kaže na postopno izboljšanje svetovne gospodarske aktivnosti od začetka tega leta, saj so najnovejši kvantitativni podatki vse bolj usklajeni s pozitivnimi signali iz kvalitativnih podatkov. Kljub temu zaviralni dejavniki za svetovno rast ostajajo, med katerimi so najpomembnejši zmanjšanje obsega presežnih prihrankov v razvitih gospodarstvih in šibko domače povpraševanje na Kitajskem zaradi težav v sektorju stanovanjskih nepremičnin. Poleg tega se trgi dela v ključnih razvitih gospodarstvih postopno ohlajajo, nominalna rast plač pa se umirja, kar manj spodbuja rast razpoložljivega dohodka. Zato ostaja svetovna zasebna potrošnja, ki je podpirala okrevanje gospodarske aktivnosti po pandemiji COVID-19, umirjena. Svetovna realna rast BDP se je po ocenah v prvem četrletju 2024 rahlo upočasnila na 0,8%, potem ko je v četrtem četrletju 2023 znašala 0,9%.

---

<sup>1</sup> Ker v tem delu obravnavamo gibanja v zunanjem okolju euroobmočja, je euroobmočje izključeno iz vseh svetovnih in/ali globalnih agregatnih gospodarskih kazalnikov.

**Graf 1****Svetovni indeks PMI – gospodarska aktivnost**

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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2024.

**Obeti za svetovno gospodarsko rast ostajajo večinoma nespremenjeni v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB.**

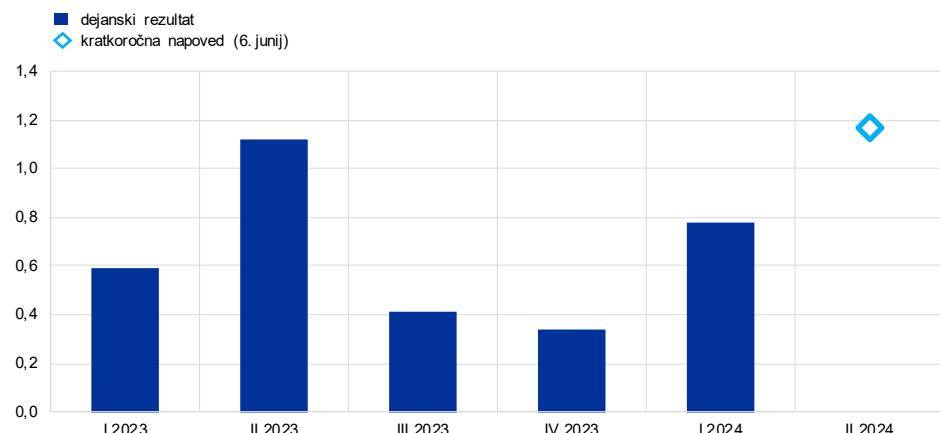
Skromno znižanje rasti v letošnjem letu je posledica prej omenjenih zaviralnih dejavnikov, nadaljnje restriktivne denarne politike in povečane negotovosti v okolju geopolitičnih napetosti. Gledano v celoti bo svetovna realna rast BDP po projekcijah letos znašala 3,3%, v primerjavi s 3,5% v letu 2023. Svetovna realna rast BDP bo po projekcijah v letu 2025 znašala 3,3%, v letu 2026 pa 3,2%, kar je rahlo pod povprečno stopnjo svetovne rasti v preteklem desetletju.

**Svetovna trgovinska menjava bo po pričakovanjih postopno okrevala, ko se bo dinamika povpraševanja po pandemiji normalizirala.** V prvem četrletju 2024 se je rast svetovne trgovinske menjave pospešila, saj so popandemični vplivi na sestavo trgovinske menjave začeli popuščati. Živahno povpraševanje po storitvah, ki je bilo na svetovni ravni zabeleženo celotno lansko leto, se zdaj preusmerja v močnejše povpraševanje po blagu. V prihodnjem obdobju se bo svetovna rast uvoza po pričakovanjih še povečala, kar je v skladu s signali iz orodja ECB za kratkoročno napovedovanje, ki vsebuje kvantitativne in kvalitativne podatke o svetovni trgovinski menjavi (graf 2). Svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila namreč kaže, da se bo zagon rasti postopoma okreplil. Poleg tega podatki iz sektorskih anket kažejo na bolj dinamično okrevanje v trgovinskih intenzivnih sektorjih, kot sta turizem in tehnološka oprema. Kot zadnje, vpliv motenj v Rdečem morju na svetovno trgovinsko menjavo ostaja omejen in je v skladu z marčnimi projekcijami, čeprav morebitno stopnjevanje teh motenj še naprej predstavlja navzdol usmerjeno tveganje za svetovno trgovinsko menjavo v bližnji prihodnosti.

## Graf 2

### Svetovni uvoz

(četrletne spremembe v odstotkih)



Viri: Nacionalni viri (na podlagi Haver Analytics), in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Svetovni agregat ne vključuje euroobmočja. Kratkoročno napovedovanje se nanaša na dinamični faktorski model, ki temelji na 30 mesečnih spremenljivkah za industrijsko proizvodnjo, prodajo v trgovini na drobno, trgovinsko menjavo, trg dela, ankete in stanovanja. Zadnji podatki za kratkoročno napovedovanje se nanašajo na maj 2024.

**Onkraj kratkoročnega obdobja bo svetovna trgovinska menjava v obdobju projekcij predvidoma še naprej postopno okrevala in rasla bolj skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.** Gledano v celoti se bo svetovna rast uvoza po projekcijah letos povečala na 2,6% v primerjavi z 1,0% v letu 2023, nato pa naj bi se v obdobju 2025–2026 postopno zvišala na letno raven 3,3%, kar je približno v skladu s prejšnjim krogom projekcij. K okrevanju trgovinske menjave bo letos predvidoma prispevalo okrevanje uvoza na nastajajočih trgih in v glavnih razvitih gospodarstvih, zlasti v ZDA. Vseeno bo zaradi upočasnjenje realne rasti BDP in sedanjih strukturnih sprememb v trgovinskih odnosih, ki jih povzročajo vse večje geopolitične napetosti, svetovna trgovinska menjava po pričakovanjih ostala pod trendno ravnjo obdobja 2012–2019. Okrevanje zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja bo letos predvidoma manj dinamično in bo znašalo 2,1%. To odraža predvsem šibkejši uvoz v nekaterih glavnih trgovinskih partnericah euroobmočja, kot so Združeno kraljestvo ter srednje- in vzhodnoevropske države, v drugi polovici leta 2023 in prvem četrletju 2024. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo v obdobju projekcij predvidoma povečalo za 3,4% v letu 2025 in 3,3% v letu 2026, kar bo bolj usklajeno z dinamiko rasti svetovnega uvoza.

**Inflacija v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj se bo predvidoma v obdobju projekcij postopno zniževala.** Skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) je aprila 2024 znašala 3,4%, kar je rahlo manj kot v mesecih od začetka letošnjega leta.<sup>2</sup> Osnovna inflacija (brez hrane in energentov) se je aprila znižala na 3,8%, potem ko je marca znašala 4,0%. Videti je, da je upočasnjen dinamika dezinflacije v državah OECD predvsem

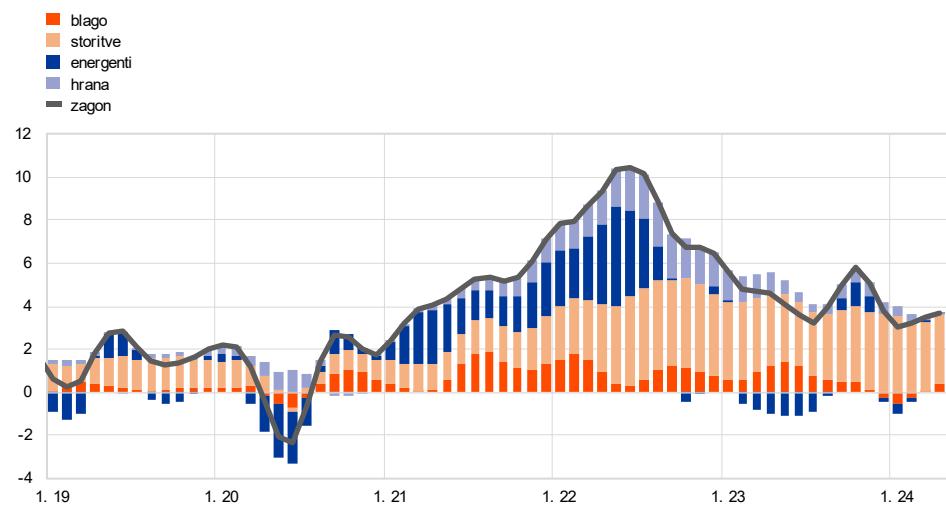
<sup>2</sup> Turčija ni vključena v aggregate OECD o skupni in osnovni inflaciji, saj je njena inflacija ostala na visokih dvomestnih ravneh. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD, vključno s Turčijo, bi sicer marca 2024 znašala 5,8% (februarja 5,7%), osnovna inflacija pa 6,4% (februarja 6,4%).

posledica vztrajne rasti cen storitev v okolju, kjer se trgi dela v večjih gospodarstvih zelo postopno prilagajajo na pomanjkanje ustrezone delovne sile. Močnejši zagon skupne inflacije po indeksu CPI, merjen s 3-mesečno spremembou v odstotkih na letni ravni, nakazuje, da bi se inflacija v državah OECD v bližnji prihodnosti lahko povečala (graf 3). To potrjujejo tudi najnovejši signali iz anketnih podatkov. Indeks PMI za vhodne cene v predelovalnih dejavnostih kaže, da bi se inflacija v blagu v bližnji prihodnosti lahko odbila s trenutno zelo nizkih ravnih, medtem ko indeks PMI za vhodne cene storitev nakazuje, da bi se lahko rast cen storitev, ki predstavlja skoraj dve tretjini merila osnovne inflacije po CPI, še naprej postopoma umirjala proti dolgoročnemu povprečju. Kar zadeva zunanje cenovne pritiske, bo rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja – v nacionalnih valutah in medletno – letos predvidoma postala pozitivna in v preostanku obdobja projekcij ostala blizu ocenjenega dolgoročnega povprečja. Ti obeti so bili rahlo popravljeni navzdol v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB, ker je bila rast izvoznih cen šibkejša od pričakovane, kar odtehta vpliv višjih predpostavk glede cen surovin v tem krogu projekcij.

### Graf 3

#### Zagon skupne inflacije, merjene s cenami živiljenjskih potrebščin, v državah OECD

(trimesečna sprememb glede na prejšnje tri mesece na letni ravn v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah)



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 blaga je izračunana kot prispevek vsega blaga minus prispevek emergentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na april 2024.

#### Kar zadeva cene surovin, so se evropske cene plina in hrane od zadnje seje

**Sveti ECB zvišale, cene nafte pa so se znižale.** Čeprav so se evropske cene plina zvišale, so še vedno nizke v primerjavi z ravnimi po ruski invaziji na Ukrajino. Višje cene plina so posledica motenj v oskrbi, povezanih z izvozom utekočinjenega zemeljskega plina iz ZDA in Katarja, obsežnejšim vzdrževanjem plinovodov na Norveškem in russkimi napadi na ukrajinske objekte za shranjevanje plina. Cene surove nafte so se znižale, saj so napetosti na Bližnjem vzhodu še naprej le kratkotrajno vplivale na cene nafte, svetovna ponudba nafte pa je ostala večinoma nespremenjena. Poleg tega je svetovno povpraševanje po nafti, ki je bilo manjše od pričakovanega, nevtraliziralo vpliv zmanjšane ponudbe nafte in vpliv tveganj v

ponudbi na cene. Mednarodna agencija za energijo za leti 2024 in 2025 napoveduje skromen primanjkljaj v svetovni ponudbi nafte, vendar se zdi, da so rezerve, potrebne za absorpcijo nadalnjih šokov, večje, kot so bile pred rusko invazijo na Ukrajino. Cene nafte so še vedno izpostavljene navzgor usmerjenim tveganjem, zlasti če bi se napetosti na Bližnjem vzhodu zaostrike. Cene prehrambnih surovin so se precej zvišale, kar je bilo v veliki meri posledica gibanja cen kakava zaradi hudih motenj v dobavi iz Zahodne Afrike. Cene kakava so se v zadnjem času znižale z najvišjih vrednosti, doseženih konec aprila 2024, vendar ostajajo volatilne. Cene žit so se zvišale zaradi neugodnih gibanj na strani ponudbe.

**V ZDA je zvezni odbor za odprti trg (FOMC) zaradi nadaljnje močne gospodarske aktivnosti in vztrajne inflacije odložil prvo znižanje obrestne mere.** Realna rast BDP se je v prvem četrtletju 2024 upočasnila na 0,3%, potem ko je v zadnjem četrtletju lani znašala 0,5%. Vseeno je domače povpraševanje ostalo močno, saj je bil negativen prispevek neto trgovinske menjave posledica velikega povečanja uvoza. Rast realnega razpoložljivega dohodka se je upočasnila, stopnja varčevanja pa se je v prvem četrtletju še nadalje znižala. Po razpoložljivih ocenah, ki temeljijo na visokofrekvenčnih podatkih, bi se realna rast BDP v drugem četrtletju 2024 lahko rahlo povečala, a bo ostala nižja od dinamike rasti, zabeležene v drugi polovici leta 2023. Trg dela v ZDA sicer ostajajo zelo napet, vendar še naprej kaže določene znake ohlajanja. Medtem ko se je zaposlenost v nekmetijskem sektorju aprila povečala, je bila izrazito pod povprečjem prvega četrtletja 2024, stopnja brezposelnosti pa se je rahlo povečala. Tako razmerje med prostimi delovnimi mesti in brezposelnostjo kot tudi rast plač ostajata visoka, vendar se zmanjšujeta, čeprav le počasi. Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je aprila rahlo znižala, pri čemer je skupna inflacija znašala 3,4%, osnovna inflacija pa 3,6%.<sup>3</sup> Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo inflacija po pričakovanjih še naprej počasi zniževala, vseeno pa bo še dalj časa ostala nad 2-odstotnim ciljem ameriške centralne banke. V takšnih makroekonomskih razmerah je odbor FOMC nedavno v svojih sporočilih poudaril, da bodo obrestne mere ostale »visoke dlje časa«.

**Domače povpraševanje na Kitajskem ostaja šibko, čeprav je bila rast v prvem četrtletju 2024 močnejša od pričakovane.** Četrtletna rast realnega BDP se je okrepila na 1,6%, potem ko je v prejšnjem četrtletju znašala 1,2%. To je posledica povečevanja javnih naložb iz javnofinančnih spodbud, ki so bile konec leta 2023 prenesene iz popravka proračuna, medtem ko so zasebni viri domačega povpraševanja, zlasti potrošnja, ostali šibki in so se aprila 2024 upočasnili. Nasprotno se je v industrijski proizvodnji ponovno začela visoka rast, naložbe pa se še naprej vztrajno izboljšujejo zaradi spodbud v infrastrukturnih projektih. Zdi se, da se na nepremičinskem trgu kažejo nekateri negotovi znaki stabilizacije. Medtem ko skupni stanovanjski trg še vedno bolj ali manj stagnira, se je pri prodaji stanovanj in investicijah v zadnjem času pokazalo povečanje, ki ga spremlja počasnejše upadanje aktivnosti v gradbeništvu. Na področju državnih politik so uradne izjave iz aprila 2024 kazale na povečanje vladne podpore stanovanjskemu trgu z neposrednim nakupom nedokončanih stanovanjskih projektov od razvijalcev, kar je

<sup>3</sup> Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, ki je bila objavljena po presečnem datumu za to izdajo Ekonomskega biltena, se je maja 2024 znižala bolj, kot je bilo pričakovano. Skupna medletna inflacija se je znižala na 3,3% (aprila 3,4%), osnovna medletna inflacija pa na 3,4% (aprila 3,6%).

ustvarilo nekaj optimizma med udeleženci na trgu. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je aprila zvišala na 0,3%, potem ko je mesec prej znašala 0,1%, osnovna inflacija po CPI pa se je v istem obdobju prav tako rahlo zvišala z 0,6% na 0,7%. Nadaljnja šibka gibanja cen pri proizvajalcih skupaj s skromnim domaćim povpraševanjem kažejo, da inflacijski pritiski v kitajskem gospodarstvu ostajajo šibki.

**Gospodarska rast v Združenem kraljestvu se je v prvem četrletju 2024 ponovno okreplila, razmere na trgu dela pa kažejo znake umirjanja.** Po tehnični recesiji v drugi polovici leta 2023 se je realni BDP v prvem četrletju 2024 glede na prejšnje četrletje povečal za 0,6%, kar je precej nad uradnimi in tržnimi pričakovanji. Prispevek neto trgovinske menjave je bil pozitiven zaradi velikega krčenja uvoza, ki je več kot odtehtalo zmanjšanje izvoza. Medtem ko najnovejši podatki kažejo dober začetek drugega četrletja, se pričakuje, da bo gospodarska aktivnost v preostanku leta rasla po bolj zmerni stopnji. Poleg tega ostaja zasebna potrošnja relativno šibka v skladu z zavrito rastjo realnih plač, visokimi obrestnimi merami ter restriktivno denarno in javnofinančno politiko. Skupna inflacija se je še dodatno znižala, vendar pritiski iz cen storitev ostajajo. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, je aprila 2024 še naprej upadala in se z marčnih 3,2% spustila na 2,3%. Vseeno je inflacija v storitvenih dejavnostih presenetila z višjo stopnjo od pričakovane, saj je aprila znašala 5,9%, kar je le malenkostno znižanje v primerjavi s 6,0% v prejšnjem mesecu in odraža visoko rast plač, pa tudi vztrajno pomanjkanje delovne sile. Napetost trga dela je še vedno nad povprečjem pred pandemijo. Rast nominalnih plač – ključni dejavnik, ki poganja vztrajno inflacijo v skupini storitev – se je v prvem četrletju letosnjega leta še naprej zniževala, vendar ostaja na zelo visoki ravni. Britanska centralna banka napoveduje, da se bodo plačni pritiski v prihodnjih mesecih še naprej zmanjševali.

## 2

## Gospodarska aktivnost

*Realni BDP euroobmočja se je v prvem četrtletju 2024 medčetrtletno povečal za 0,3%. Okrepitev rasti po petih četrtletjih, ko je gospodarska aktivnost bolj ali manj stagnirala, je bila posledica pozitivnega prispevka neto trgovinske menjave in domačega povpraševanja ter negativnega prispevka sprememb zalog. Rezultati anket kažejo, da se rast v drugem četrtletju nadaljuje. Medtem ko na proizvodnjo v industriji še vedno vpliva šibko povpraševanje, zlasti v energetsko intenzivnih sektorjih, se pri storitvenih dejavnostih kažejo jasnejši znaki splošnega izboljšanja. Na strani ponudbe je k okrejanju v prvem četrtletju v celoti prispevala zaposlenost, medtem ko je produktivnost stagnirala. Gospodarstvo euroobmočja bo letos po pričakovanjih še naprej okrevalo, k čemur naj bi poleg postopnega popuščanja vpliva zaostrovanja denarne politike prispevalo zviševanje realnega dohodka zaradi nižje inflacije, višjih plač in boljših pogojev menjave. Poleg tega naj bi se izvoz v prihodnjih mesecih še naprej povečeval skladno s svetovnim povpraševanjem, čeprav izzivi v zvezi z zunanjim konkurenčnostjo še vedno pomenijo tveganje, da bi se zmanjšal.*

*Take obete na splošno kažejo junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,9%, v letu 2025 naj bi se povečala na 1,4%, v letu 2026 pa na 1,6%.<sup>4</sup>*

**Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je na začetku leta 2024 povečala,** potem ko je prej več kot leto stagnirala. Po Eurostatovi prvi oceni se je realni BDP v prvem četrtletju 2024 medčetrtletno povečal za 0,3%, kar je največje medčetrtletno povečanje od tretjega četrtletja 2022 (graf 4).<sup>5</sup> Iz kratkoročnih kazalnikov in razpoložljivih podatkov za posamezne države je ob negativnem prispevku sprememb zalog razviden pozitiven prispevek domačega povpraševanja in neto trgovinske menjave.<sup>6</sup> Videti je, da so k izboljšanju agregatnega povpraševanja prispevale predvsem storitvene dejavnosti. To potrjujejo razpoložljivi podatki o dodani vrednosti za posamezne države in mesečni podatki o proizvodnji.

<sup>4</sup> Glej »Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 6. junija 2024 na spletnem mestu ECB.

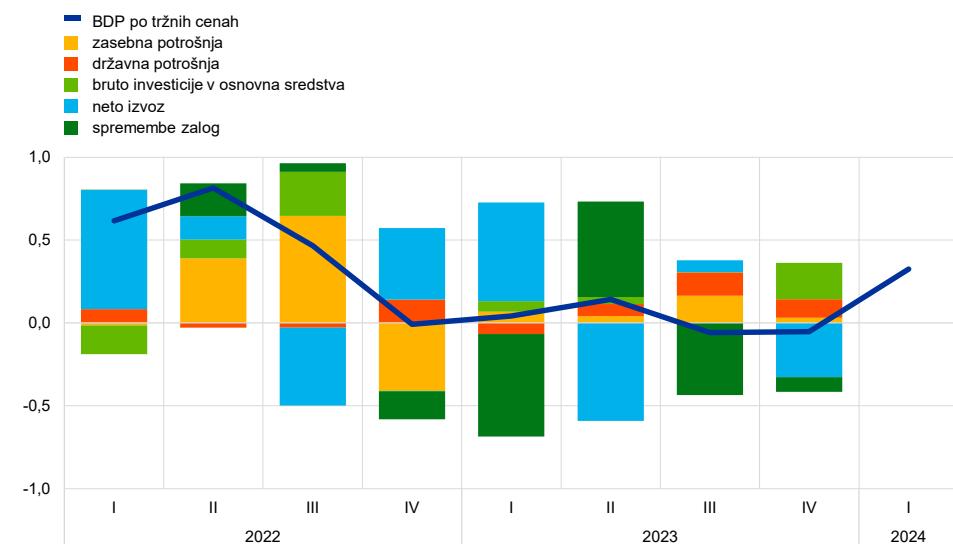
<sup>5</sup> Glej okvir z naslovom »Okrevanje po pandemiji – zakaj euroobmočje raste počasneje kot ZDA?« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

<sup>6</sup> Razčlenitev BDP po izdatkovnih komponentah za prvo četrtletje 2024 je bila objavljena 7. junija, tj. po presečnem datumu (5. junij) za podatke v tej številki *Ekonomskega biltena*.

#### Graf 4

#### Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



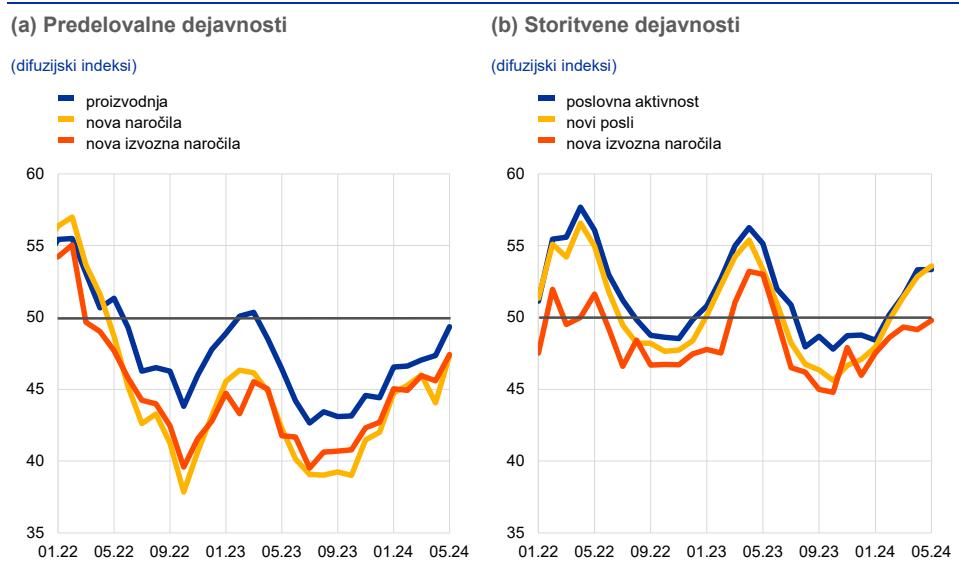
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opoomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2024 pri BDP in na zadnje četrtletje 2023 pri vseh drugih postavkah.

**Anketni podatki kažejo, da so rast v drugem četrtletju 2024 še naprej poganjale storitve.** Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti je aprila in maja v povprečju znašal 51,9, v prvem četrtletju 2024 pa 49,2. Indeks, ki zdaj označuje pozitivno rast, se torej neprekiniteno zvišuje vse od oktobra 2023. Kar zadeva posamezne sektorje, je bil indeks PMI za predelovalne dejavnosti maja še vedno v območju krčenja, potem ko se je od lanskega poletja vztrajno zviševal (graf 5, slika a). Indeks o novih naročilih, ki naj bi bil bolj usmerjen v prihodnost, se je zvišal podobno, čeprav nekoliko močneje. Ti kazalniki na splošno pomenijo, da se je zmanjševanje aktivnosti v predelovalnih dejavnostih ustavilo. Okrevanje gospodarske aktivnosti v storitvenih dejavnostih je bilo izrazitejše, kar pomeni, da bo tudi za rezultate v drugem četrtletju značilna rast, ki temelji na storitvenih dejavnostih (graf 5, slika b). Oceno za drugo četrtletje potrjujejo podatki, predstavljeni v okvirju 2, ki kažejo, da naj bi se na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov poslovna klima glede povpraševanja in ponudbe po letu 2022 večinoma vrnila na običajno raven. Hkrati se je naklonjenost tveganju nekoliko zmanjšala, čeprav je bila glede na pretekle ravni še vedno velika.

### Graf 5

#### Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2024.

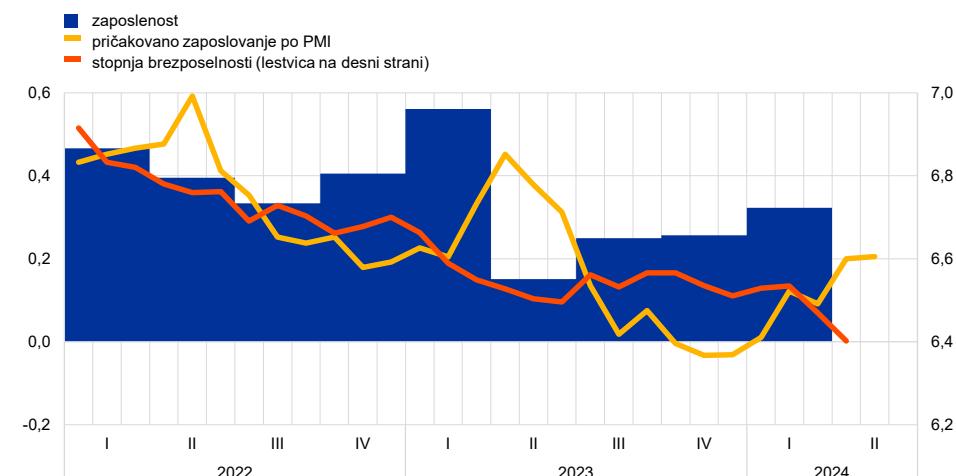
**Rast zaposlenosti je bila v prvem četrtletju 2024 skladna z gospodarsko aktivnostjo.** Zaposlenost se je v prvem četrtletju leta povečala za 0,3% (graf 6, slika a) predvsem zaradi nadaljnje rasti obsega delovne sile. Za 0,3% se je povečala tudi implicitna delovna sila, določena na podlagi stopnje brezposelnosti in števila brezposelnih. Produktivnost na zaposlenega je v prvem četrtletju leta zaradi podobne rasti BDP in zaposlenosti ostala nespremenjena. Z vidika stopnje intenzivnosti prvi začasni podatki kažejo, da se je v prvem četrtletju 2024 število opravljenih delovnih ur povečalo. Stopnja brezposelnosti se je malenkostno znižala, s 6,5% v marcu na 6,4% v aprilu, s čimer je doseglaj najnižjo raven od uvedbe eura. Povpraševanje po delavcih je še vedno veliko, čeprav se je stopnja prostih delovnih mest v prvem četrtletju 2024 rahlo znižala (na 2,8%), kar je 0,1 odstotne točke manj kot v prejšnjem četrtletju.

## Graf 6

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

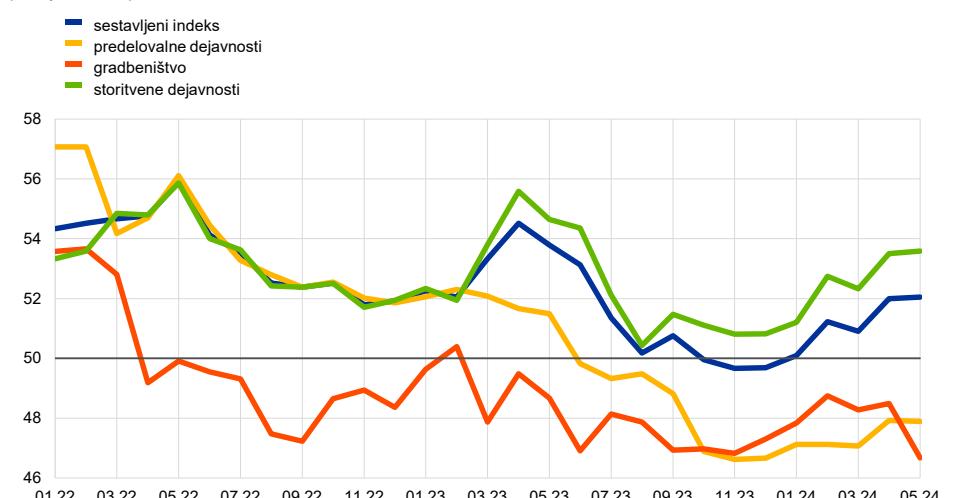
### (a) Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti

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



### (b) Sektorski PMI o zaposlovanju

(difuzijski indeksi)



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

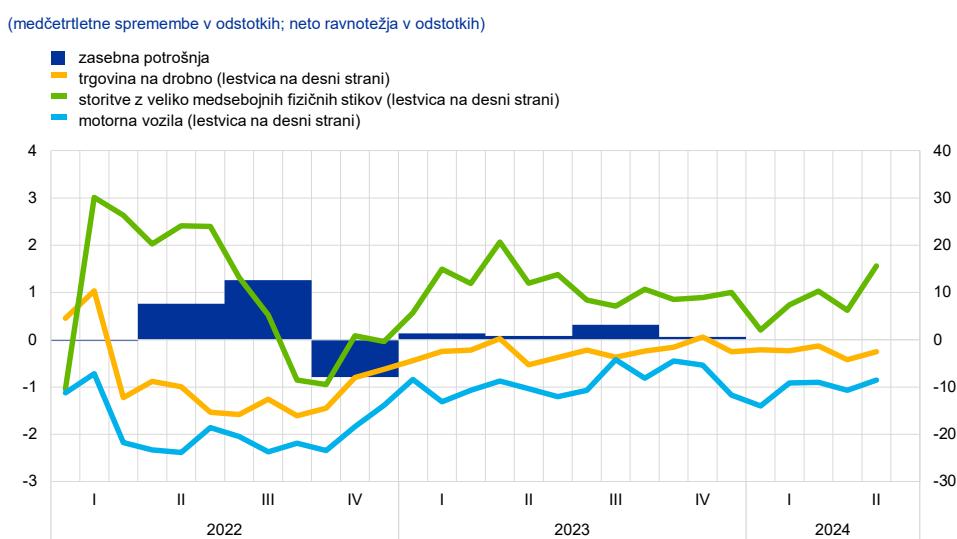
Opombe: Na sliki a črti označujejo mesečno gibanje, stolpc pa prikazujejo četrtletne podatke. Indeks vodil nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, za oceno medčetrtletne rasti zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2024 pri zaposlenosti, na maj 2024 pri pričakovanim zaposlovanju po PMI in na april 2024 pri stopnji brezposelnosti. Na sliki b se zadnji podatki pri vseh postavkah nanašajo na maj 2024.

**Kratkoročni kazalniki trga dela še naprej nakazujejo rast zaposlenosti v drugem četrtletju 2024.** Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je povečal z 52,0 v aprilu na 52,1 v maju, kar pomeni, da se je zaposlenost povečala. Ta kazalnik se je od aprila 2023, ko je dosegel najvišjo vrednost, precej zmanjšal, vendar se je nato v zadnjih dveh mesecih znova povečal, k čemur so prispevale storitvene dejavnosti (graf 6, slika b). Kazalnik PMI za storitvene dejavnosti se je zvišal s 53,5 v aprilu na 53,6 v maju, medtem ko je kazalnik PMI za predelovalne dejavnosti ostal v območju krčenja.

**Zasebna potrošnja naj bi se v prvem četrtletju 2024 po ocenah povečala, v kratkoročnem obdobju pa naj bi se še okreplila.** Iz agregiranih podatkov za posamezne države, ki so bili na voljo v času junijске seje Svetega ECB, je razvidno, da se je zasebna potrošnja v prvem četrtletju leta rahlo povečala, pri čemer je potrošnja izdelkov verjetno ostala umirjena, potrošnja storitev pa dinamična.<sup>7</sup> Umirjena potrošnja izdelkov se kaže v še naprej skromnem obsegu prodaje v trgovini na drobno, ki je bil v prvem četrtletju 2024 le za 0,1% večji kot v zadnjem četrtletju 2023. Kar zadeva potrošnjo storitev, je bila storitvena proizvodnja januarja in februarja v povprečju za 1,6% večja kot v zadnjem četrtletju 2023. Čeprav najnovejši anketni podatki kažejo, da bi lahko potrošnja blaga v bližnji prihodnosti ostala šibka, obstajajo nekateri znaki postopnega okrevanja. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je povečeval tudi v maju. Hkrati so se kazalniki Komisije o pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno in prodaje motornih vozil povečali, čeprav so še vedno manjši od dolgoročnega povprečja. Pričakovanja glede poslovanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov so ostala v območju rasti in se v maju močno povečala (graf 7). Vztrajno razliko med potrošnjo izdelkov in potrošnjo storitev na splošno potrjuje najnovejša anketa ECB o pričakovanjih gospodinjstev, iz katere sta razvidna vztrajno pričakovano povpraševanje po počitniških rezervacijah in le postopno povečevanje nagnjenosti k potrošnji večjih dobrin.

### Graf 7

**Zasebna potrošnja ter pričakovanja glede trgovine na drobno, storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in motornih vozil**



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračun ECB.

Opombe: Pričakovanja glede poslovanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil), pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in pričakovana prodaja motornih vozil za naslednje tri mesece se nanašajo na neto ravnotežja v odstotkih; »storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov« so nastanitve storitve, storitve potovanj in storitve prehrane. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2023 pri zasebni potrošnji ter na maj 2024 pri pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno, v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in na področju motornih vozil.

**Podjetniške naložbe, ki so se ob koncu leta 2023 močno zmanjšale, naj bi se na začetku leta 2024 po ocenah povečale, okrevanje pa naj bi se nadaljevalo tudi v prihodnje.** Glede na agregirane razpoložljive podatke iz nacionalnih računov

<sup>7</sup> Razpoložljivi podatki za izračun izdatkovne razčlenitve BDP zajemajo okrog 85% držav.

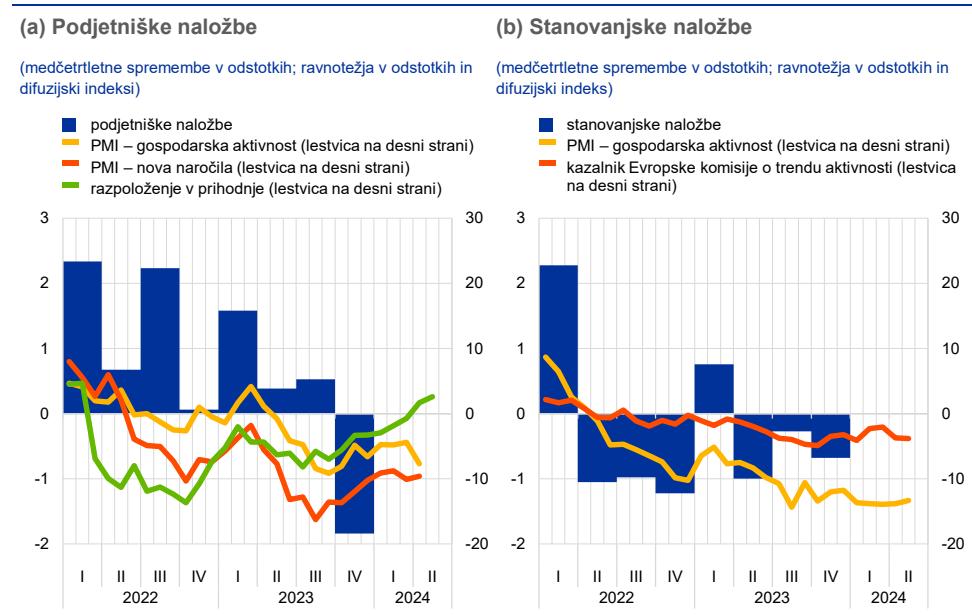
naj bi negradbene naložbe (brez neopredmetenih naložb na Irskem) v prvem četrtletju 2024 ponovno začele rasti, s čimer pa naj bi se le delno izničilo močno zmanjšanje s konca lanskega leta. Povečanje v prvem četrtletju je bilo večinoma skladno z anketnimi podatki, iz katerih je razvidno, da so se naložbe, potem ko so v zadnjem četrtletju 2023 dosegle najnižjo raven, povečale. Vendar pa se je v prvem četrtletju letos zviševanje indeksa PMI za sektor proizvodov za investicije ustavilo. Podatki indeksa PMI kažejo nadaljnjo umirjeno rast podjetniških naložb v bližnji prihodnosti, saj je bilo zaupanje v aprilu in maju šibko, pri čemer se je proizvodnja ponovna zmanjšala, nova naročila pa so še vedno globoko v negativnem območju (graf 8, slika a). Iz anket Evropske komisije je razvidno tudi nadaljnje povečevanje števila proizvajalcev proizvodov za investicije, ki kot razlog za manjšo proizvodnjo v sektorju navajajo majhno povpraševanje. Iz polletne ankete o naložbah, ki jo je marca in aprila izvedel Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve pri Evropski komisiji, je razvidno, da se bo medletna stopnja rasti podjetniških naložb leta 2024 znižala, in sicer na raven, skladno z medletno stabilizacijo, čeprav so naložbeni nameni običajno bolj pozitivni v državah, ki so prejеле največ novo izplačanih sredstev iz sklada »EU naslednje generacije«.<sup>8</sup> Prvi začasni podatki iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov kažejo, da se poslovna klima glede dobička in naložb za drugo polovico leta 2024 izboljšuje, kar pomeni, da bodo naložbe na daljši rok okrevale. Podobno se je kazalnik Sentix o zaupanju vlagateljev v euroobmočju za naslednjih šest mesecev v aprilu prvič po februarju 2022 pomaknil v območje rasti, v maju pa se je še okrepil, kar pomeni večjo nagnjenost k naložbam tudi v drugi polovici leta.

---

<sup>8</sup> Glej tudi Evropska komisija, »European Economic Forecast – Spring 2024«, *Institutional Paper*, št. 286, maj 2024, str. 31–32.

## Graf 8

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



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

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negrabenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Črte, ki označujejo indeks PMI, se nanašajo na odgovore sektorja proizvodov za investicije. »Razpoloženje v prihodnje« se nanaša na podindeks kazalnika Sentix o razpoloženju vlagateljev v euroobmočju (prilagojenega za faktor tri) za naslednjih šest mesecev. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2023 pri podjetniških naložbah, na maj 2024 pri indeksu Sentix in na april 2024 pri vseh drugih postavkah. Na sliki b se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na tehtano povprečje ocene sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, prilagojeno tako, da ima enak standardni odklon kot indeks PMI. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2023 pri stanovanjskih naložbah ter na maj 2024 pri PMI o gospodarski aktivnosti in kazalniku Evropske komisije o trendu aktivnosti.

### **Stanovanjske naložbe so se v prvem četrletju 2024 verjetno povečale kljub šibki osnovni dinamiki, ki naj bi v kratkoročnem obdobju vztrajala.**

Iz agregiranih razpoložljivih podatkov iz nacionalnih računov je razvidno, da so se stanovanjske naložbe v euroobmočju v prvem četrletju 2024 v primerjavi s prejšnjim četrletjem izrazito povečale. K temu so večinoma prispevali izredno milo vreme v Nemčiji in močni, čeprav pojemajoči učinki preteklih fiskalnih spodbud v Italiji. To je bilo tudi bolj ali manj skladno z obsegom opravljenih del v gradnji stavb in opravljenih specializiranih gradbenih del, ki se je v prvem četrletju 2024 v primerjavi s prejšnjim četrletjem povečal za 0,8%. Vendar pa je iz najnovejših anketnih kazalnikov razvidno, da so se stanovanjske naložbe v drugem četrletju zmanjšale, pri čemer sta indeks PMI o aktivnosti na stanovanjskem trgu in kazalnik Evropske komisije o aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del v prvih mesecih drugega četrletja ostala v območju krčenja (graf 8, slika b). V celoti gledano je zmanjševanje stanovanjskih naložb posledica precejšnjega zvišanja hipotekarnih obrestnih mer in umiritev rasti cen stanovanj zaradi preteklega zaostrovanja denarne politike, ki je negativno vplivalo na cenovno dostopnost in dobičkonosnost stanovanj. Vztrajno visoka raven obrestnih mer bo verjetno povzročila, da stanovanja še vedno ne bodo ustrezno cenovno dostopna in dobičkonosna, kar bo še naprej zaviralo dinamiko stanovanjskih naložb.

**Rast izvoza euroobmočja, ki je pred tem skoraj eno leto zaostajala za rastjo svetovnega uvoza, se je začela v prvem četrletju 2024 normalizirati.** Obseg izvoz blaga v države zunaj euroobmočja se je v prvem četrletju le rahlo povečal, in sicer za 0,1%, saj ga je še naprej zaviralo skromno svetovno povpraševanje. Izvoz blaga je bil verjetno manj uspešen od izvoza storitev, kar je bilo še vedno posledica določenega zaviralnega vpliva evropske plinske krize na konkurenčnost. K skromni uspešnosti izvoza euroobmočja so v zadnjih letih verjetno pomembno prispevale visoke cene energentov, saj se zdi, da so spremembe deležev izvoznih trgov v sektorjih, ki so se pojavile po letu 2019, negativno povezane z energetsko intenzivnostjo posameznih sektorjev. Ta povezava je močnejša pri Kitajski, pri kateri so bile izgube deleža izvoznih trgov euroobmočja precejšnje. Gledano dolgoročneje naj bi bila uspešnost izvoza še naprej skladna s tujim povpraševanjem. Vendar pa je iz anketnih kazalnikov razvidno, da bo rast obsega izvoza v bližnji prihodnosti še naprej šibka. Nova izvozna naročila v kategorijah blaga in storitev so se maja 2024 povečala, a so še vedno pod pragom rasti (graf 5, sliki a in b). Kljub močnejši domači potrošnji v euroobmočju je bilo okrevanje uvoza majhno, obseg uvoza blaga pa se je še naprej zmanjševal, tako da je v prvem četrletju 2024 upadel za 1,7%. V prvem četrletju 2024 je neto izvoz pozitivno prispeval k BDP, ker je bila uspešnost izvoza večja od uspešnosti uvoza. Skupni učinek znižanja uvoznih cen in zvišanja izvoznih cen bo verjetno povzročil ponovno povečanje pogojev menjave.

**Gospodarstvo euroobmočja naj bi med letom 2024 predvsem zaradi zasebne potrošnje po pričakovanjih okrevalo.** K temu bo prispevalo zviševanje realnega dohodka zaradi nižje inflacije, višjih plač in boljših pogojev menjave. Medtem ko je spodbujevalni vpliv neto trgovinske menjave na začetku leta 2024 večinoma odraz volatilnosti po začasnom upadu konec leta 2023, naj bi se tuje povpraševanje še naprej povečevalo in podpiralo rast izvoza euroobmočja. V srednjeročnem obdobju naj bi k okrejanju prispevalo tudi postopno pojemanje negativnega vpliva preteklega zaostrovanja denarne politike in predpostavljenega ublažitev pogojev financiranja, kar je v skladu s tržnimi pričakovanji glede prihodnjega gibanja obrestnih mer. Poleg tega bo rast podpiral odporen trg dela, pri čemer se bo brezposelnost v nadaljevanju obdobja projekcij še naprej zmanjševala in doseglja rekordno nizko raven.

**Po junijskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,9%, v letu 2025 1,4% in v letu 2026 1,6%.** V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili zaradi pozitivnega presenečenja na začetku leta in boljših najnovejših informacij obeti za rast BDP v letu 2024 popravljeni navzgor. Obeti za rast BDP so bili za leto 2025 popravljeni malenkostno navzdol, za leto 2026 pa ostajajo nespremenjeni.

### 3

## Cene in stroški

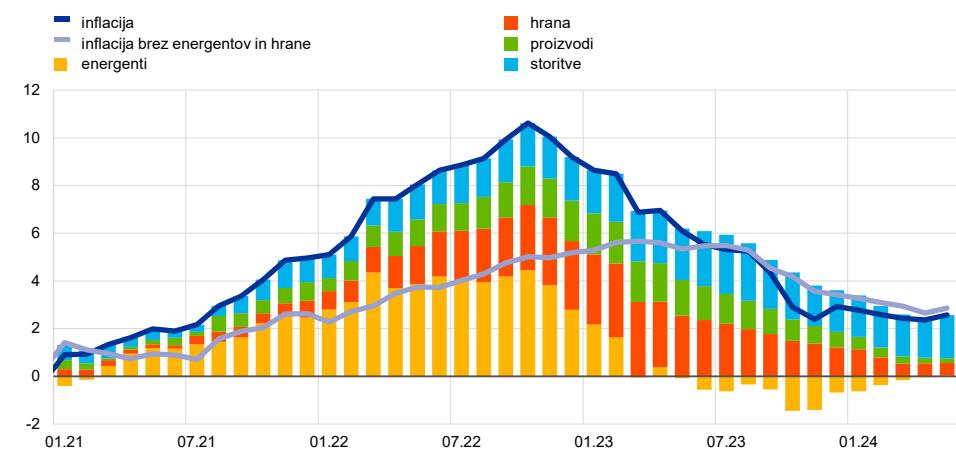
Skupna inflacija v euroobmočju se je maja 2024 rahlo zvišala na 2,6%, potem ko je marca in aprila znašala 2,4%. Večina meril osnovne inflacije se je aprila še nadalje znižala. Domači cenovni pritiski so se v prvem četrtletju letosnjega leta zmanjšali zaradi šibkejšega dobička. Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala približno stabilna in se večinoma gibajo okrog 2%. Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se bo skupna inflacija postopoma zniževala z 2,5% v letu 2024 na 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026.

**Skupna inflacija v euroobmočju se je (po Eurostatovi prvi oceni) zvišala z 2,4% v aprilu na 2,6% v maju (graf 9).<sup>9</sup>** Zvišanje je bilo posledica višje stopnje inflacije v skupini energentov in storitev, medtem ko se je inflacija v skupini hrane in industrijskih proizvodov razen energentov umirila. Medletna stopnja rasti cen energentov se je maja zvišala na 0,3%, potem ko je bila stopnja rasti predhodnih dvanajst mesecov negativna. Zvišanje odraža navzgor deluječi bazni učinek zaradi precejnega znižanja v maju 2023. Inflacija v skupini hrane se je še naprej umirjala in je upadla z 2,8% v aprilu na 2,6% v maju. Znižanje je odražalo nižjo medletno stopnjo rasti cen predelane hrane, medtem ko se je medletna stopnja rasti cen nepredelane hrane zvišala. Inflacija brez energentov in hrane se je zvišala z 2,7% v aprilu na 2,9% v maju zaradi zvišanja inflacije v skupini storitev (4,1% v maju, potem ko je aprila znašala 3,7%). Zniževanje stopnje rasti cen predelane hrane in industrijskih proizvodov razen energentov odraža nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige, medtem ko je bolj vztrajna inflacija v skupini storitev poleg drugih dejavnikov povezana tudi z večjo vlogo stroškov dela pri nekaterih njenih postavkah.

### Graf 9

#### Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Proizvodi se nanašajo na industrijske proizvode razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2024 (prva ocena).

**Večina kazalnikov osnovne inflacije se je še naprej zniževala zaradi popuščanja preteklih velikih šokov in šibkejšega povpraševanja ob zaostreni**

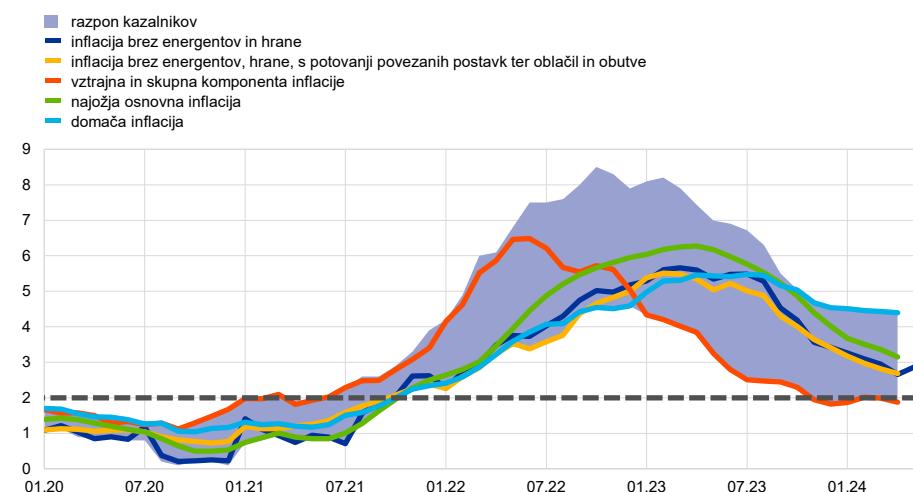
<sup>9</sup> Skupna inflacija je merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP).

**denarni politiki (graf 10).** Aprila so vrednosti kazalnikov znašale od 1,9% do 4,4%, pri čemer je bila vztrajna in skupna komponenta inflacije na dnu razpona, kazalnik domače inflacije (brez postavk z velikim deležem uvoza) pa na vrhu. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve se je znižala z 2,8% v marcu na 2,7% v aprilu. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, se je znižal s 3,4% v marcu na 3,1% v aprilu, medtem ko se je modelsko merilo vztrajne in skupne komponente inflacije v istem obdobju znižalo z 2,0% na 1,9%. Kazalnik domače inflacije je bil najvišje in najvztrajnejše merilo, saj je marca in aprila 2024 znašal 4,4%, ker imajo v njegovem izračunu močno utež postavke storitev, kot so na primer zavarovanje in zdravstvo. Cene teh postavk se običajno prilagajajo manj pogosto in so se z zamikom odzvale na predhodna skokovita povečanja stroškov.

### Graf 10

#### Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, HICP brez energentov in hrane, HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve, domačo inflacijo, 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino, vztrajno in skupno komponento inflacije, kazalnik najožje osnovne inflacije ter tehtano mediano. Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjoročnem obdobju. zadnji podatki se nanašajo na maj 2024 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in na april 2024 pri ostalih postavkah.

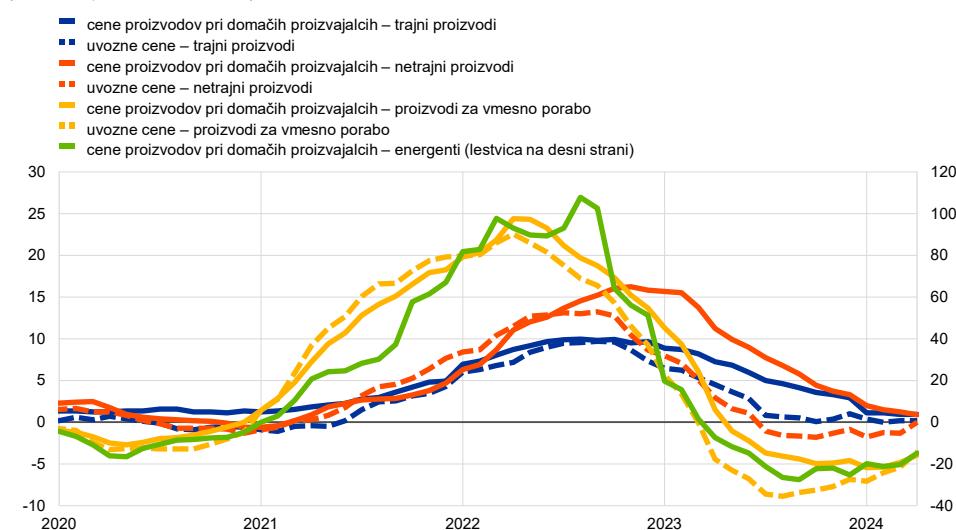
**Večina kazalnikov pritiskov iz proizvodne verige je še naprej popuščala, ker so kumulativni učinki preteklih šokov še naprej slabeli (graf 11).** V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je sicer negativna od marca 2023, zvišala z -20,3% v marcu na -14,7% v aprilu. Negativna je ostala tudi medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji (zvišanje z -4,8% v marcu na -3,9% v aprilu). Enako velja za rast uvoznih cen v skupini proizvodov za vmesno porabo (-3,5% aprila, potem ko je marca znašala -5,4%). Medtem se je v poznejših fazah cenovne verige rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini trajnih proizvodov za široko porabo marca in aprila stabilizirala na ravni 1,0%, potem ko je februarja znašala 1,1%. Medletna stopnja rasti uvoznih cen v tej skupini je aprila in marca znašala 0,2%, potem ko je februarja dosegla ničelno rast. Nakopičeni pritiski iz proizvodne verige so dodatno popustili tudi pri rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini netrajnih proizvodov, ki se je aprila

nadalje znižala na 0,9%. Medletna stopnja rasti uvoznih cen netrajnih proizvodov je aprila zabeležila ničelno rast, potem ko je marca znašala -1,3%. Netrajni proizvodi za široko porabo vključujejo živilske proizvode, pri katerih se je medletna stopnja rasti cen pri proizvajalcih sprva zniževala hitreje kot pri neživilskih proizvodih. Vseeno pa so se v zadnjem času cene živilskih proizvodov približale neživilskim proizvodom po hitrosti umirjanja.

### Graf 11

#### Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2024.

**Najnovješi podatki, ki so bili na voljo v času analize, nakazujejo, da so se domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, začeli zmanjševati.** Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je znižala s 6,0% v tretjem četrtletju 2023 na 5,1% v zadnjem četrtletju zaradi manjšega prispevka dobička na enoto proizvoda in stroškov dela (graf 12). Zmanjšan vpliv stroškov dela na enoto proizvoda je izhajal iz malce manj negativne rasti produktivnosti dela in znižanja rasti plač, merjene s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, ki je upadla s 5,3% v tretjem četrtletju 2023 na 4,9% v zadnjem četrtletju.<sup>10</sup> Podobno se je rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na opravljeno delovno uro, znižala s 5,1% v tretjem četrtletju na 4,7% v zadnjem četrtletju. Te pritiske na znižanje, ki izhajajo iz dobička na enoto proizvoda in stroškov dela, je deloma izravnal večji prispevek neto davkov na enoto proizvoda zaradi zvišanja davkov na enoto proizvoda in bolj negativne stopnje rasti subvencij na enoto proizvoda. Medtem se je rast dogovorjenih plač v prvem četrtletju letošnjega leta zvišala na 4,7%, potem ko se je v zadnjem četrtletju 2023 rahlo znižala na 4,5%. Zvišanje je odražalo tako postopno prilagoditev plač zaradi preteklih inflacijskih šokov kot tudi pomanjkanje ustrezne delovne sile. Vseeno pa

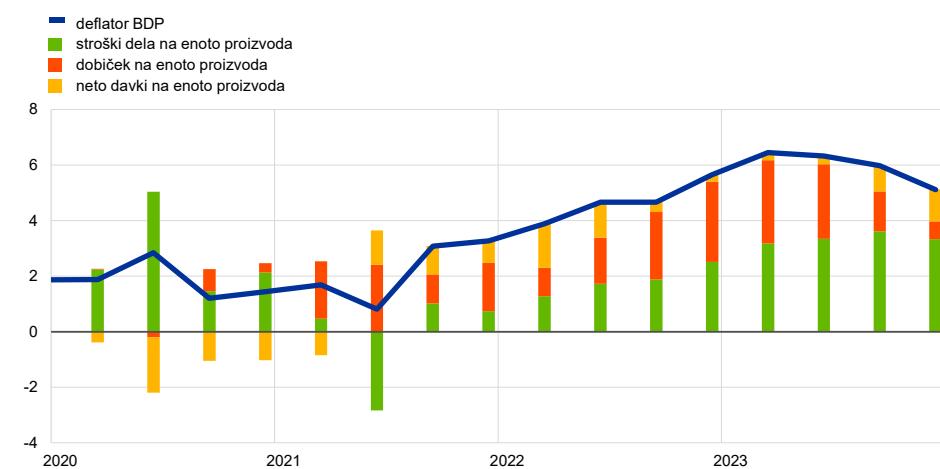
<sup>10</sup> Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 5. junij 2024. Po podatkih iz nacionalnih računov, objavljenih 7. junija 2024, je bila v prvem četrtletju 2024 zabeležena močnejša medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega (5,0%, potem ko je v zadnjem četrtletju znašala 4,9%) in nižja medletna rast stroškov dela na enoto proizvoda (5,7%, potem ko je v zadnjem četrtletju znašala 6,0%). Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je še dodatno znižala s 5,1% v zadnjem četrtletju 2023 na 3,6% v prvem četrtletju 2024.

podatki o najnovejših plačnih dogovorih nakazujejo sedanje postopno popuščanje plačnih pritiskov, čeprav bodo ti v preostanku leta 2024 najverjetneje ostali na razmeroma visoki ravni.<sup>11</sup> Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega bo v letu 2024 po projekcijah znašala povprečno 4,8%. Zatem pa se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej umirjala, čeprav bo ostala nad zgodovinsko ravnijo zaradi še vedno presežnega povpraševanja na trgu dela, kompenziranja inflacije in zvišanja minimalne plače.

### Graf 12

#### Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

**Anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj in tržna merila nadomestila za inflacijo so ostali večinoma nespremenjeni, pri čemer jih je bila večina na ravni okrog 2% (graf 13).** Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2024 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov iz junija 2024 je povprečje dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj (za leto 2028) znašalo 2,0%. Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobačnih izdelkov) na daljšem koncu krivulje donosnosti so ostala večinoma nespremenjena, pri čemer je terminska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let znašala okrog 2,3%, kar je izrazito nižje od večletne najvišje ravni iz začetka avgusta 2023. Vendar je treba upoštevati, da ta tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, saj vključujejo tudi premije za inflacijsko tveganje. Modelske ocene dejanskih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, kažejo, da tržni udeleženci pričakujejo, da bo inflacija dolgoročneje na ravni okrog 2%. Tržna merila kratkoročne inflacije v euroobmočju nakazujejo, da vlagatelji pričakujejo, da se bo inflacija v letu 2024 dodatno znižala in bo v drugi polovici leta znašala povprečno 2,1%. Terminska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto je bila v obravnavanem obdobju

<sup>11</sup> Glej Górnicka in Koester (urednika), »A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area«, *Occasional Paper Series*, št. 338, ECB, februar 2024.

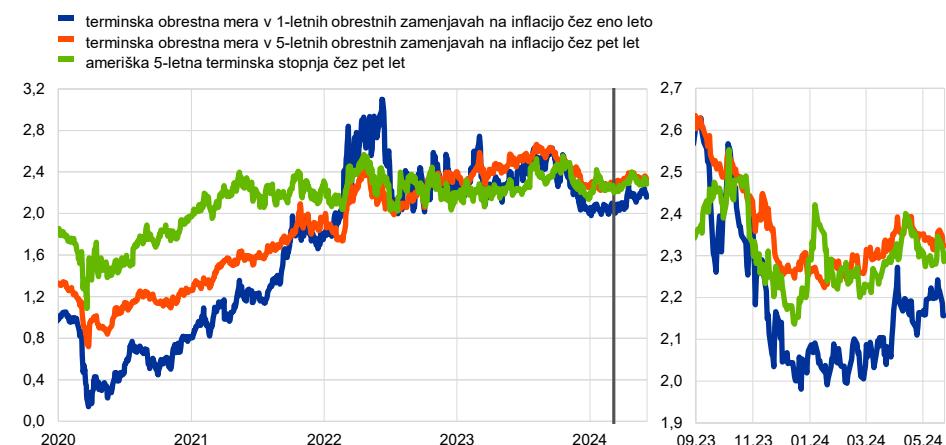
večinoma nespremenjena in je znašala 2,2%. Na strani potrošnikov so se inflacijska pričakovanja na splošno rahlo umirila. Iz ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov iz aprila 2024 je bilo razvidno, da mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednje leto znaša 2,9% v primerjavi s 3,0% v marcu, medtem ko so se inflacijska pričakovanja čez tri leta znižala na 2,4% z 2,5% v marcu.

### Graf 13

#### Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

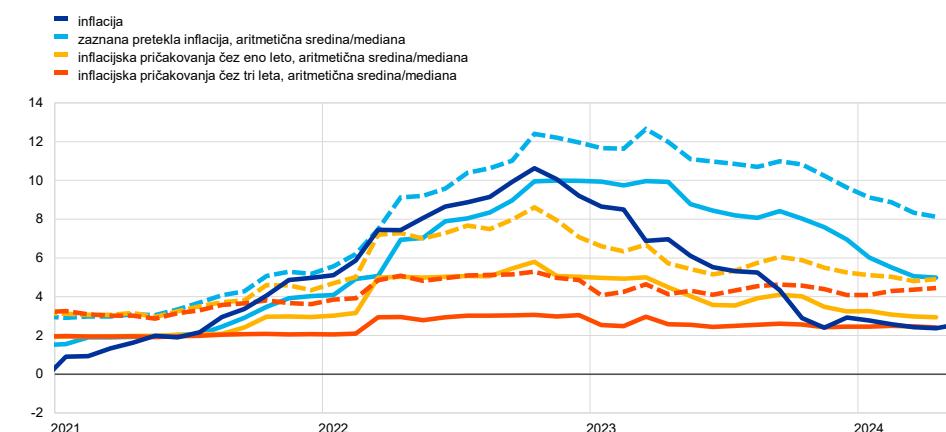
##### a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



##### b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, anketa o pričakovanjih potrošnikov in izračuni ECB.

Opomba: Slika prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo in različnih časovnih obdobjih za euroobmočje in 5-letno terminsko stopnjo »break-even« inflacije čez pet let za ZDA. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (7. marec 2024). Na sliki b prekinjene črte predstavljajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2024 pri terminskih obrestnih merah, na maj 2024 pri inflaciji (prva ocena) in na april 2024 pri ostalih postavkah.

**Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo skupna inflacija še dodatno umirila z 2,5% v letu 2024 na 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026 (graf 14).<sup>12</sup>** Umirjanje odraža nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige ter zaostrovjanje denarne politike. K temu prispeva šibkejša rast stroškov dela in postopno izginjanje učinkov energetske krize. V primerjavi z

<sup>12</sup> Za več podrobnosti glej »Junijске makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«.

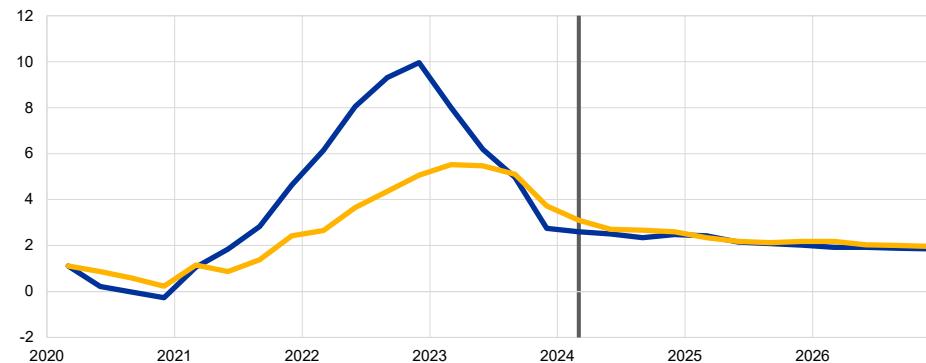
marčnimi projekcijami so bile projekcije za skupno inflacijo popravljene za 0,2 odstotne točke navzgor za leti 2024 in 2025, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov, ki izhajajo iz inflacije v skupini emergentov, in umikanja javnofinančnih ukrepov v zvezi z energetskimi stroški. Inflacija brez emergentov in hrane se bo v prihodnjih letih po projekcijah še dodatno umirila in bo v povprečju znašala 2,8% v letu 2024, 2,2% v letu 2025 in 2,0% v letu 2026. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila inflacija brez emergentov in hrane popravljena navzgor za 0,2 odstotne točke za leto 2024 in za 0,1 odstotne točke za leto 2025.

#### Graf 14

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

(medletne spremembe v odstotkih)

— inflacija  
— inflacija brez emergentov in hrane



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

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrtekletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtekletje 2024 (dejanski podatki) in na zadnje četrtekletje 2026 (projekcije). Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje so bile dokončane 22. maja 2024, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 15. maj 2024. Pretekli in dejanski podatki za inflacijo in inflacijo brez emergentov in hrane se objavljajo četrtečno.

## 4

## Gibanja na finančnih trgih

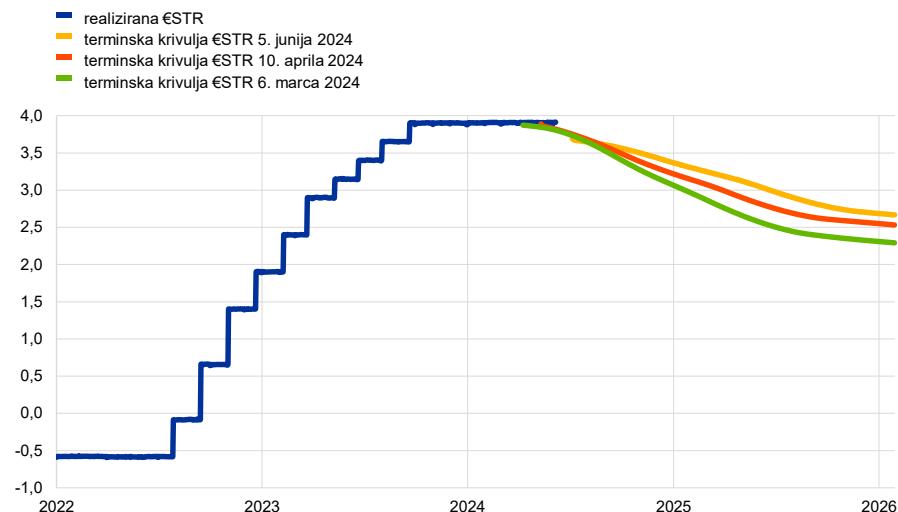
V obravnavanem obdobju, tj. od 7. marca do 5. junija 2024, sta bila na finančnih trgih v euroobmočju še naprej v ospredju dinamika dezinflacije in njene posledice za tempiranje in višino morebitnih rezov obrestnih mer denarne politike. Kratkoročne netvegane obrestne mere so se premaknile navzgor pri vseh ročnostih, razen pri najbolj kratkoročnih, ker so udeleženci na trgu internalizirali makroekonomska presenečenja na obeh straneh Atlantika, zaradi česar so zmanjšali svoja pričakovanja glede rahlanja denarne politike. Krajsi konec terminske krivulje referenčne eurske kratkoročne obrestne mera ( $\text{€STR}$ ) se ni veliko spremenil, pri čemer je bilo skoraj v celoti vračunano začetno znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na junijski seji Sveta ECB. Nasprotno so se tržne ocene glede znižanja obrestnih mer v preostalem delu leta zmanjšala na 65 bazičnih točk kumulativnega znižanja. Terminska krivulja nakazuje, da naj bi se cikel rahlanja denarne politike do konca leta 2026 ustalil na ravni med 2% in 2,5%. Tudi dolgoročnejše netvegane obrestne mere so se nekoliko zvišale, pri čemer se je donosnost državnih obveznic gibala približno v skladu z netveganimi obrestnimi merami. Poleg tega so se razmiki v donosnosti državnih obveznic in obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč le malo spremenili, saj so vlagatelji še naprej dobro absorbirali obsežne izdaje obveznic. Tečaji delnic v euroobmočju so se kljub še vedno visokim geopolitičnim napetostim še naprej zviševali, k čemur so pripomogla izboljšana pričakovanja glede dobičkov in močna nagnjenost k prevzemanju tveganj. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo apreciiral, v primerjavi z ameriškim dolarjem pa je bil na splošno stabilen.

**Terminska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je od marčne seje Sveta ECB ob zmanjšanju pričakovanj udeležencev na trgu glede znižanja obrestnih mer v letu 2024 obrnila navzgor (graf 15).** Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera ( $\text{€STR}$ ) je ostala v obravnavanem obdobju stabilna na ravni 3,9%, kar je odraz nespremenjene obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki jo Svet ECB od seje o denarni politiki septembra 2023 vzdržuje na 4-odstotni ravni. Presežna likvidnost se je od 7. marca do 4. junija zmanjšala za okoli 302 milijardi EUR na 3.198 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica odplačil v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) v marcu in v manjši meri zmanjšanja portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, saj Eurosistemu ne reinvestira več glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v tem portfelju. Na krajšem koncu terminske krivulje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi  $\text{€STR}$  je bilo skoraj v celoti vračunano začetno znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na junijski seji. Nasprotno so se terminske obrestne mere, povezane z naslednjimi sejami Sveta ECB, od marčne seje zvišale. To kaže, da udeleženci na trgu pričakujejo, da bo v preostanku leta naslednjih rezov obrestnih mer manj in bodo poznejši, kot je bilo pričakovano. Na splošno je v krivulji terminskih obrestnih mer, ki je marca vračunala 100 bazičnih točk skupnega znižanja, sedaj med letom 2024 vračunano okrog 65 bazičnih točk skupnega znižanja.

### Graf 15

#### Termske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

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

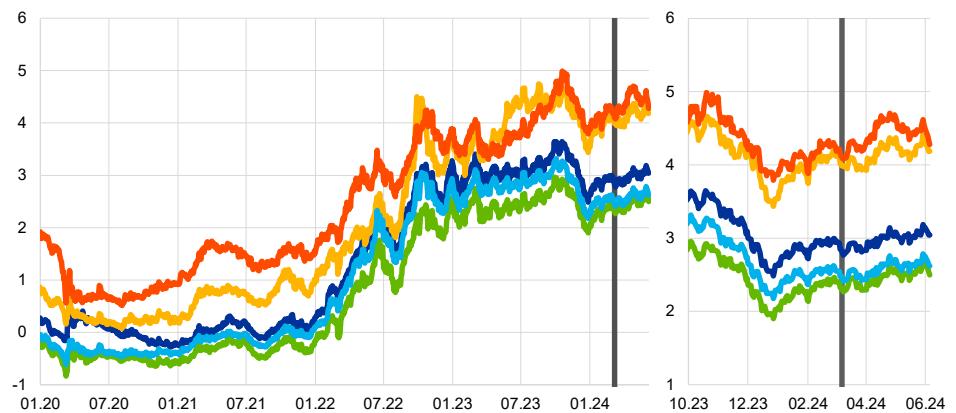
**Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se zvišale, čeprav manj kot v ZDA (graf 16).** V prvi polovici obravnavanega obdobja so se dolgoročne netvegane obrestne mere precej povišale zlasti zaradi ponovne ocene obetov glede gibanja obrestnih mer v ZDA, nato pa so se zmerno znižale. Obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je do konca aprila povišala za 30 bazičnih točk in ob koncu obravnavanega obdobja znašala okoli 2,6%, kar je 16 bazičnih točk več kot v času marčne seje. Dolgoročne netvegane obrestne mere v ZDA so v obravnavanem obdobju na splošno bolj nihale in se izraziteje zvišale, zlasti na dneve, ko so bili objavljeni podatki o indeksu cen živiljenjskih potrebščin. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic se je povečala za 19 bazičnih točk na 4,3%, tako da je razlika med dolgoročnimi netveganimi obrestnimi merami v euroobmočju in ZDA ostala približno nespremenjena. Donosnost državnih obveznic Združenega kraljestva se je povečala za 19 bazičnih točk na 4,2%.

### Graf 16

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

(v odstotkih na leto)

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



Viri: LSEG in izračuni ECB.

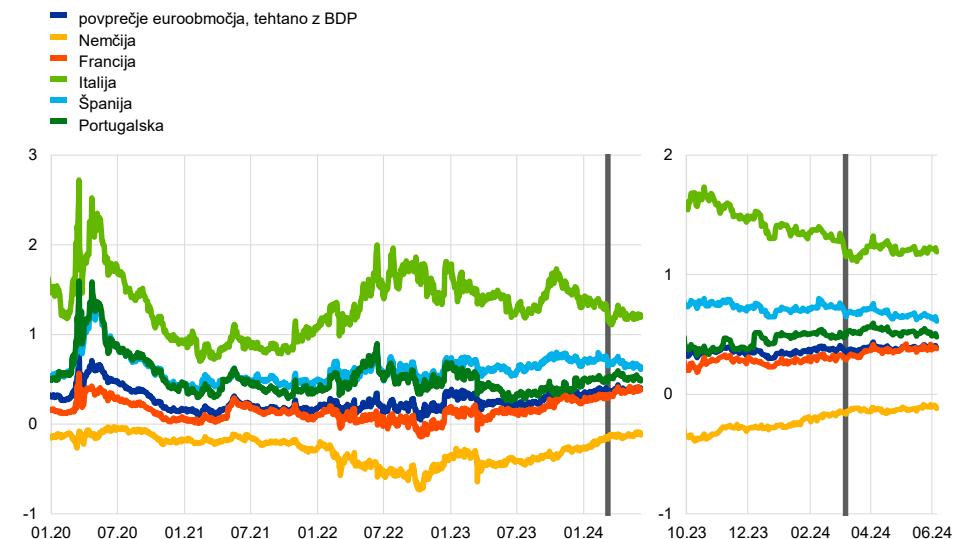
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja 7. marca 2024. Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2024.

**Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je gibala približno v skladu z netveganimi obrestnimi merami, razmiki v donosnosti državnih obveznic pa so se le malo spremenili (graf 17).** Ob koncu obravnavanega obdobia je bila donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, višja za približno 24 bazičnih točk in je znašala približno 3,04%, tako da se je razmak nad obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR le rahlo povečal, in sicer za 5 bazičnih točk. Razmiki v donosnosti državnih obveznic po državah, vključno z državami v euroobmočju z nižjo bonitetno oceno, so se v obravnavanem obdobju le malo spremenjali. Obravnavano obdobje je zaznamovala odpornost trga državnih obveznic, na katerem je izjemno obsežne izdaje dobro absorbiralo veliko povpraševanje vlagateljev, ki so si prizadevali ohraniti donosnost v pričakovanju bližajočega se cikla zniževanja obrestnih mer.

### Graf 17

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

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobia 7. marca 2024. Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2024.

**Razmiki v donosnosti visoko donosnih podjetniških obveznic so se ob veliki splošni naklonjenosti tveganju nekoliko zmanjšali.** V obravnavanem obdobju so se razmiki v donosnosti visoko donosnih podjetniških obveznic zmanjšali za 14 bazičnih točk, pri čemer so se razmiki v donosnosti obveznic finančnih družb zmanjšali za 23 bazičnih točk, razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb pa za 12 bazičnih točk. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so le zmerno nihali in so bili ob koncu obravnavanega obdobia manjši za 8 bazičnih točk. Razmiki v segmentu visoko donosnih obveznic z boljšimi bonitetnimi ocenami (B-BB) so še naprej precej pod zgodovinsko mediano, kljub temu da se je v zadnjih mesecih v tem tržnem segmentu povečala pričakovana pogostost neplačila. Odpornost podjetniškega sektorja v euroobmočju je pripomogla k obvladovanju stroškov financiranja z obveznicami.

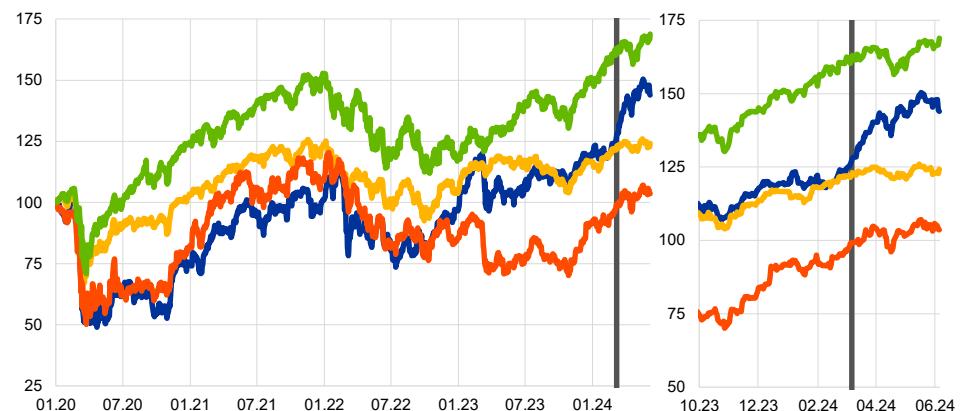
**Tečaji delnic v euroobmočju so se kljub povečani makroekonomski negotovosti in višjim diskontnim stopnjama še nekoliko okreplili (graf 18).** Širši borzni indeksi v euroobmočju in ZDA so v obravnavanem obdobju še porasli, čeprav so geopolitične napetosti ostale visoke. Indeksi v euroobmočju so se povečali za okoli 2,5%, v ZDA pa za okoli 3,8%. Tečaje delnic v euroobmočju so podpirale nižje premije za tveganje lastniškega kapitala ter višja kratkoročna in dolgoročna pričakovanja glede dobičkov, kar je več kot odtehtalo vpliv višjih diskontnih stopenj. Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju in ZDA so se v obravnavanem obdobju zvišali za 0,9% oziroma 3,6%. Gibanje tečajev delnic bank v euroobmočju, ki so se zvišali za 12,4%, je bilo še naprej ugodnejše od gibanja ameriških tečajev delnic, ki so dosegli 4,5-odstotno rast.

### Graf 18

#### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2020 = 100)

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



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja 7. marca 2024. Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2024.

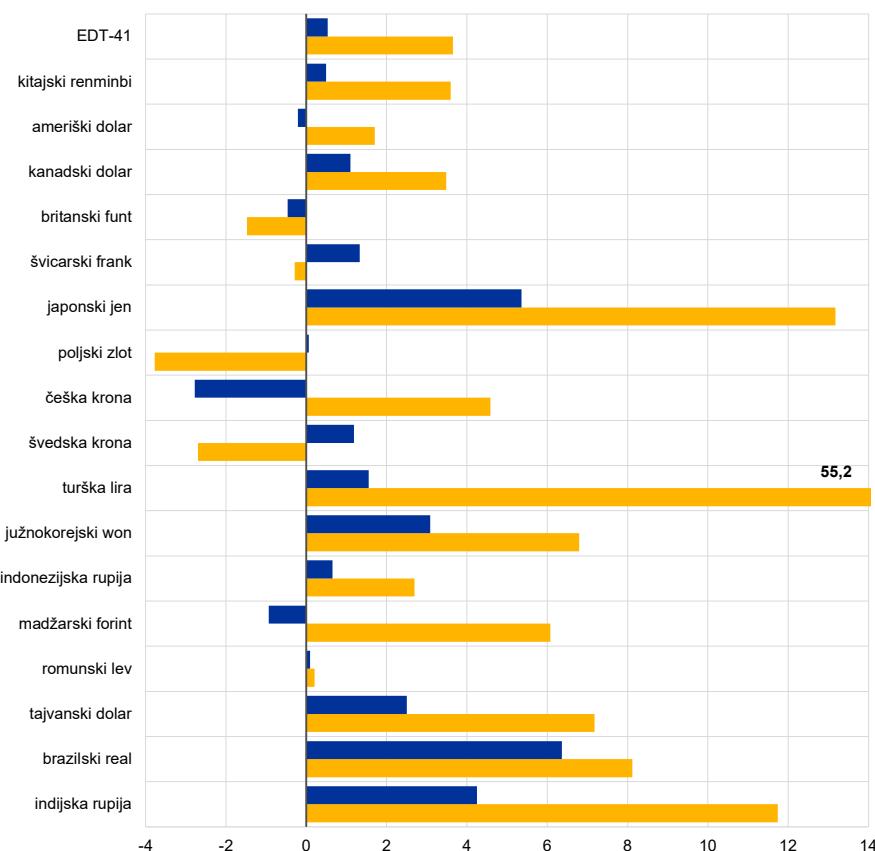
**Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo apreciral, v primerjavi z ameriškim dolarjem pa je bil na splošno stabilen (graf 19).** Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 0,5%. Na rahlo zvišanje tečaja eura je vplivala predvsem rast v primerjavi z valutami več razvitih gospodarstev. V primerjavi z japonskim jenom se je okrepil za 5,2%, za 1,3% v primerjavi s švicarskim frankom, 1,2% v primerjavi s švedsko krono in 1,1% v primerjavi s kanadskim dolarjem. Ta gibanja odražajo predvsem različna gibanja denarne politike. Švicarska centralna banka je na primer marca obrestne mere znižala za 25 bazičnih točk na 1,5%, Sveriges riksbank je na majskem zasedanju ključno obrestno mero znižala s 4,00% na 3,75%, kanadska centralna banka pa je 5. junija svojo obrestno mero znižala za 25 bazičnih točk na 4,75%. Euro je v primerjavi z britanskim funtom oslabel za 0,4%, ker so udeleženci na trgu zmanjšali svoja pričakovanja glede časa morebitnega znižanja obrestnih mer s strani britanske centralne banke. Kljub nihanjem v obravnavanem obdobju je ostal v primerjavi z ameriškim dolarjem razmeroma stabilen (-0,2%).

### Graf 19

#### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)

- od 7. marca 2024
- od 5. junija 2023



Vir: ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apeciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 5. junija 2024.

## 5

## Pogoji financiranja in kreditna gibanja

*Skupni stroški financiranja za banke v euroobmočju in obrestne mere bank za posojila so aprila 2024 ostali visoki. Stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja za nefinančne družbe so se od 7. marca do 5. junija 2024 povišali. Bančna posojila podjetjem in gospodinjstvom so se aprila ustalila na nizkih ravneh zaradi visokih obrestnih mer za posojila, šibke gospodarske rasti in strogih kreditnih standardov. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je še naprej postopoma okrevala zaradi precejšnjih neto prilivov iz tujine.*

**Stroški financiranja za banke v euroobmočju so ostali visoki glede na zgodovinske standarde.** Ker se je struktura financiranja še naprej preusmerjala k dražjim virom, so ostali stroški financiranja za banke visoki. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so aprila 2024 ostali enaki kot marca in so znašali 2,07% (graf 20, slika a). Donosnost bančnih obveznic se je aprila rahlo povečala, skupne depozitne obrestne mere, ki predstavljajo največji delež stroškov financiranja za banke, pa se niso spremenile (graf 20, slika b). Omenjena gibanja prikrivajo precejšnje razlike med državami ter med instrumenti in sektorji. Obrestne mere za vloge čez noč so aprila ostale nespremenjene, obrestne mere za vezane vloge do dveh let pa so se znižale, zato se je velik razmik med njima rahlo zmanjšal. Obrestne mere za vloge z odpovednim rokom do treh mesecev so se nekoliko povišale.

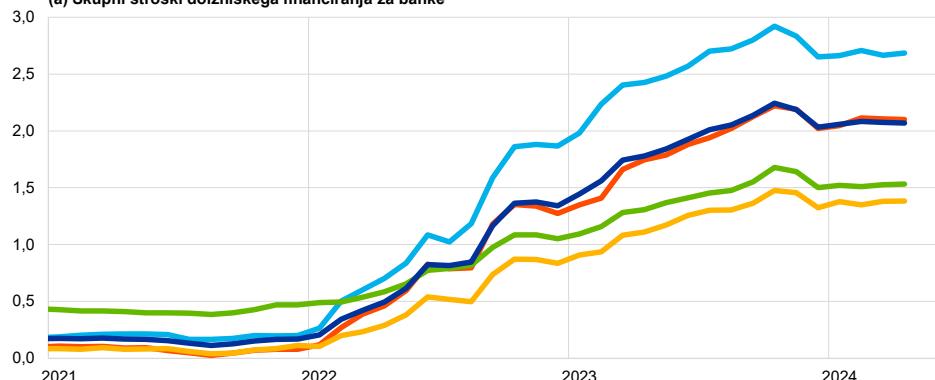
## Graf 20

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

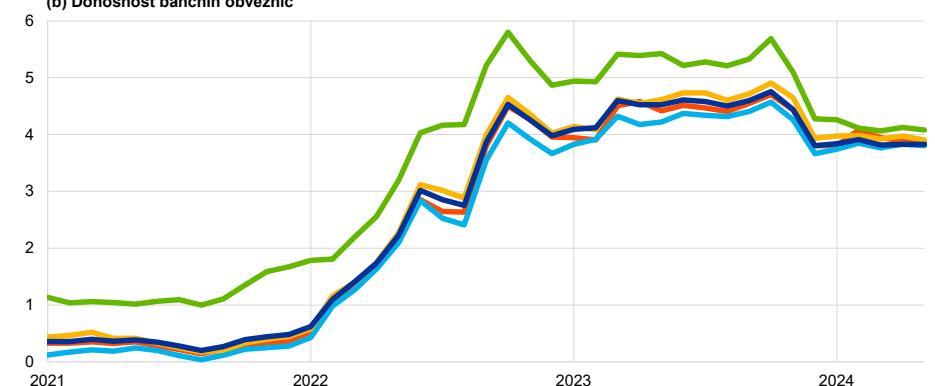
(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija

(a) Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke



(b) Donosnost bančnih obveznic



Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnjí podatki se nanašajo na april 2024 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in na 5. junij 2024 pri donosnosti bančnih obveznic.

**Aprila 2024 so ostale obrestne mere za posojila podjetjem in stanovanjska posojila na visokih ravneh.** Aprila se obrestne mere za posojila podjetjem niso spremenile in so znašale 5,18%, le rahlo manj od najvišje vrednosti (5,27%), dosežene oktobra 2023 (graf 21), ob razlikah med državami v euroobmočju in ročnostmi. Zaradi obrnjene krivulje donosnosti so bile obrestne mere za posojila z daljšim obdobjem fiksne obrestne mere še naprej nižje kot za posojila s krajšim obdobjem fiksne obrestne mere. Razmik med obrestnimi merami za mala in velika posojila podjetjem v euroobmočju se je aprila zaradi nižjih obrestnih mer za mala posojila in nespremenjenih obrestnih mer za velika posojila dodatno zožil na 0,23 odstotne točke, kar je najnižja raven od pandemije. Po štirih zaporednih znižanjih so obrestne mere za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom aprila ostale nespremenjene na ravni 3,80%, kar je pod najvišjo vrednostjo (4,02%), doseženo novembra 2023 (graf 21). Stabilizacija je bila zabeležena pri vseh ročnostih. Aprila so se bančne obrestne mere za nova potrošniška posojila

gospodinjstvom ob volatilnosti rahlo zvišale z marčne ravni, obrestne mere za posojila samostojnim podjetnikom pa so se malo znižale.

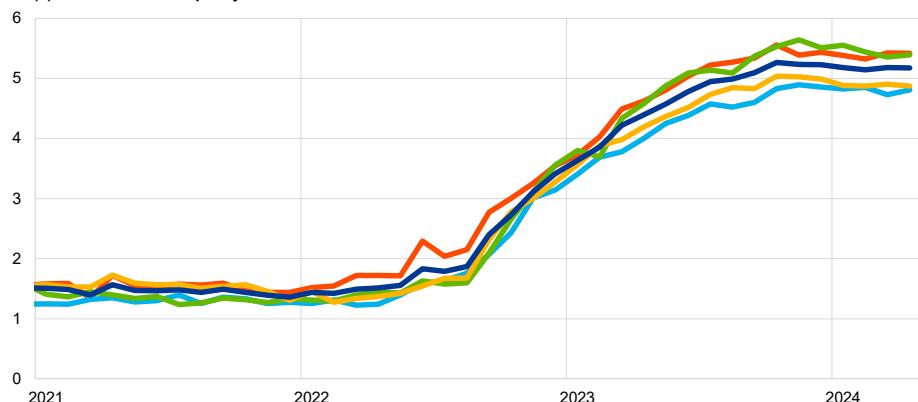
### Graf 21

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

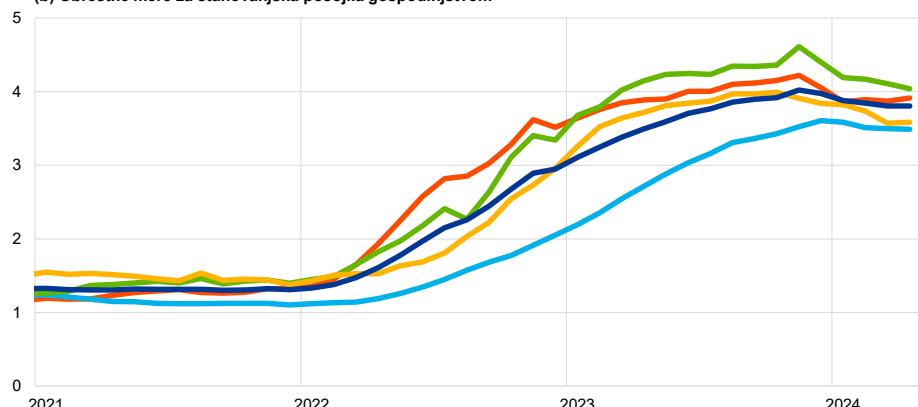
(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija

(a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



(b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Viri: ECB in izračuni 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. Zadnji podatki se nanašajo na april 2024.

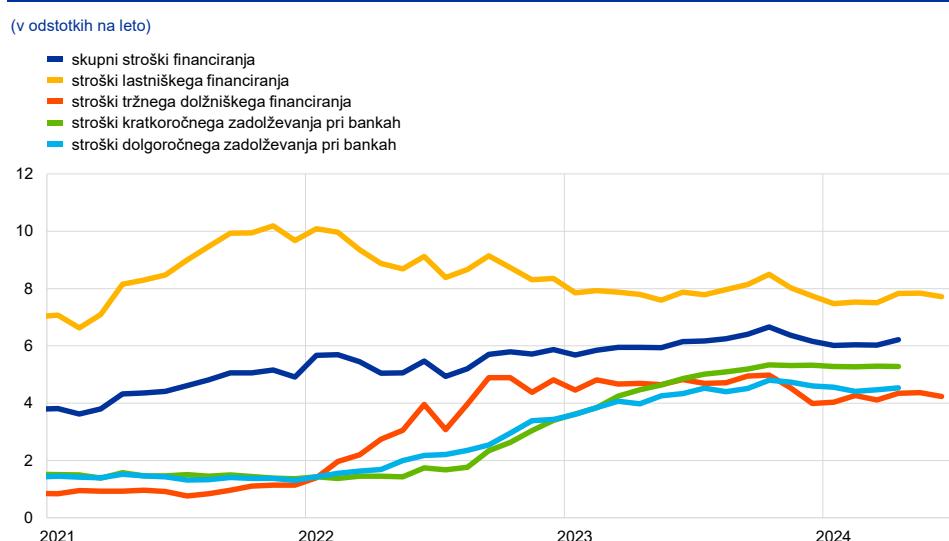
**Od 7. marca do 5. junija 2024 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja za nefinančne družbe povišali.** Na podlagi razpoložljivih mesečnih podatkov so skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, aprila znašali 6,2%, kar je 20 bazičnih točk več kot marca, vendar še vedno manj od večletne najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023 (graf 22).<sup>13</sup> K povečanju indeksa skupnih stroškov so prispevale vse komponente, razen stroškov kratkoročnih posojil, ki so ostali približno nespremenjeni. Dnevni podatki o stroških

<sup>13</sup> Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do aprila 2024.

tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja kažejo, da sta se od 7. marca do 5. junija 2024 povečala obo kazalnika. Stroški tržnega dolžniškega financiranja so se nekoliko povečali, ker zvišanja netvegane obrestne mere – katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč – ni izravnalo zmanjšanje razmikov pri obveznicah, ki so jih izdale nefinančne družbe v naložbenem razredu in visoko donosnem segmentu. V istem obdobju so se povisali tudi stroški lastniškega financiranja, kar odraža višjo netvegano obrestno mero, ki je odtehtala nekoliko nižjo premijo za tveganje lastniškega kapitala (razdelek 4).

### Graf 22

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah



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

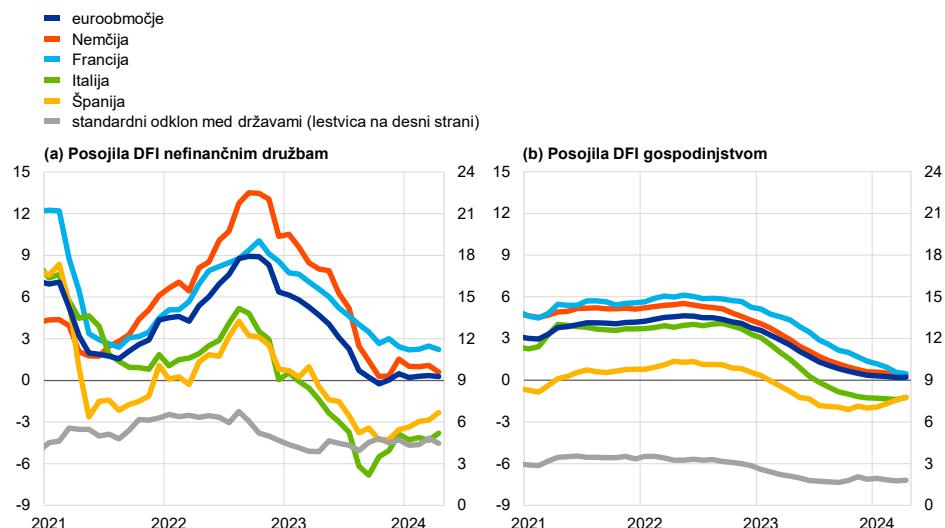
Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2024 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na april 2024 pri skupnih stroških financiranja in stroških kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

**Aprila 2024 je ostala medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem in gospodinjstvom praktično enaka nič zaradi visokih posoilnih obrestnih mer, šibke gospodarske rasti in strogih kreditnih standardov.** Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je rahlo znižala z 0,4% v marcu na 0,3% v aprilu (graf 23, slika a). Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je aprila ostala nespremenjena na ravni 0,2% (graf 23, slika b). Medtem ko so ostala potrošniška posojila vztrajna, so stanovanjska posojila kazala rahlo pozitivno rast, stopnje rasti posojil samostojnim podjetnikom pa so bile še naprej negativne. **Anketa ECB o pričakovanjih gospodinjstev** aprila 2024 je pokazala, da še vedno velik, vendar vse manjši neto odstotek anketirancev meni, da je postal dostop do posojil v zadnjih 12 mesecih težji, in pričakuje, da bo v naslednjih 12 mesecih še težji. Na splošno ostaja sedanja šibka rast posojil skladna s stagniranjem posojil od začetka leta 2023, in sicer zaradi šibkega agregatnega povpraševanja, strogih kreditnih standardov in vpliva restriktivne denarne politike na posoilne obrestne mere.

### Graf 23

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

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



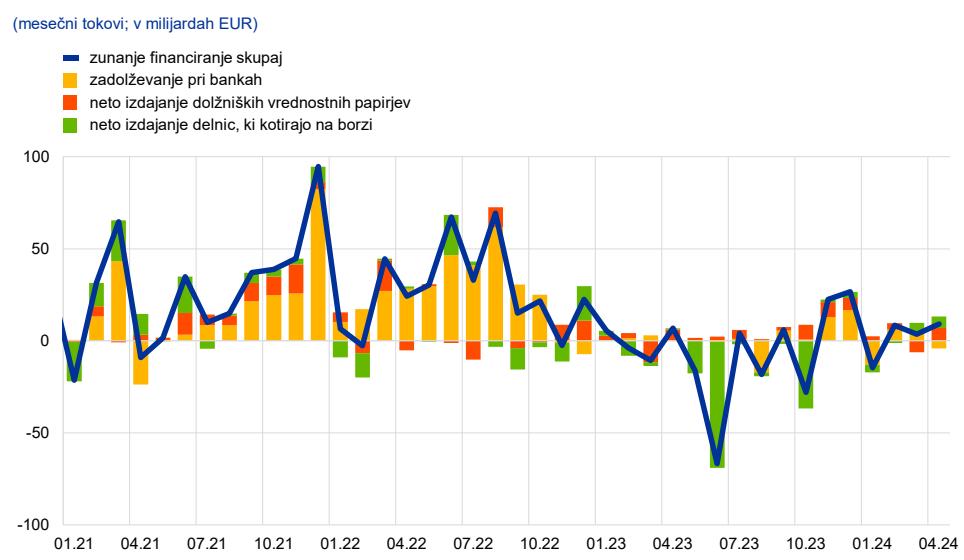
Viri: ECB in izračuni ECB.

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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2024.

**Rast neto zunanjega financiranja v podjetjih v euroobmočju je bila v prvem četrletju 2024 in aprila umirjena.** Neto tokovi zunanjega financiranja so bili v primerjavi s preteklimi podatki majhni (graf 24). To bi lahko razložili z nizkimi ravnimi izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev v podjetjih in zadolževanja pri bankah, glede na to, da je ostala gospodarska aktivnost šibka, obrestne mere pa so restriktivne. Močno zmanjšanje obsega kratkoročnih posojil je bilo skladno z manjšimi potrebami po obrtnem kapitalu in s povečanjem zalog končnih izdelkov sredi leta 2023, medtem ko so tokovi posojil z daljšimi ročnostmi prav tako ostali šibki zaradi umirjenega povpraševanja za naložbe. Hkrati se je marca in aprila rahlo povečalo izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, vendar je na splošno ostalo majhno.

## Graf 24

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



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 zdrževanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na april 2024.

### Podjetja in gospodinjstva so zabeležila nadaljnje povečanje vezanih vlog ob znakih upočasnjevanja sedanjega prerazporejanja v vezane vloge aprila 2024.

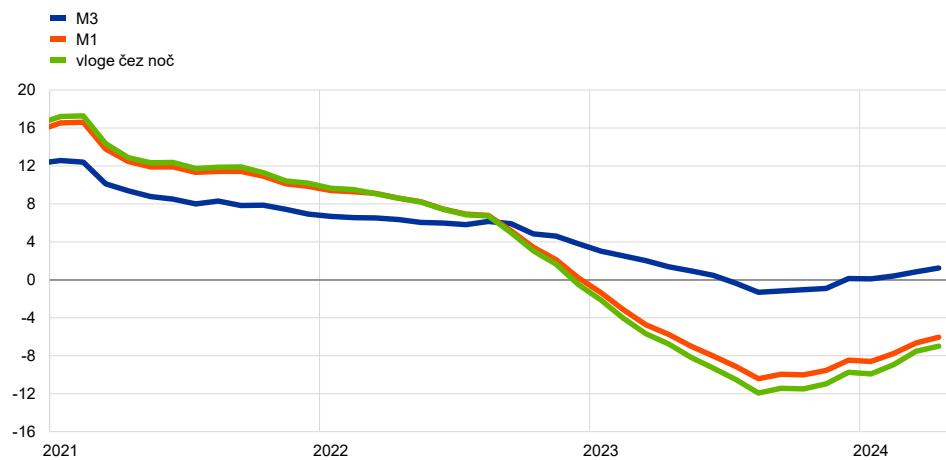
Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je aprila upočasnila na -7,0%, potem ko je marca padla na -7,5% (graf 25). Nadaljnjo naklonjenost podjetij in gospodinjstev imetju vezanih vlog in tržnih instrumentov bi lahko pojasnili z višjim obrestovanjem kot pri vlogah čez noč.<sup>14</sup> Čeprav so tokovi vlog še vedno bistveno bolj usmerjeni v vezane vloge kot v preteklosti, se prerazporejanje upočasnuje, razlika med donosnostjo obeh instrumentov pa se stabilizira. Razporejanje vlog podjetij se približuje ravni, ki je bolj skladna s preteklimi vzorci, vloge gospodinjstev čez noč pa so prvič po septembru 2022 dosegle pozitiven mesečni priliv. Visoke kratkoročne obrestne mere so še naprej podpirale močno rast skladov denarnega trga.

<sup>14</sup> Enako kot v prejšnjih ciklih zaostrovanja so se obrestne mere za vloge čez noč počasneje prilagajale spremembam obrestnih mer ECB kot obrestne mere za vezane vloge. Glej tudi okvir z naslovom »Denarna dinamika v ciklu zaostrovanja«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2023.

### Graf 25

#### Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2024.

#### Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je aprila 2024 še naprej postopoma okrevala zaradi nadaljnjih precejšnjih neto prilivov iz tujine.

Denarna rast se je v zadnjih mesecih postopoma poviševala, čeprav so posojila gospodinjstvom in podjetjem ostala šibka. Aprila se je rast agregata M3 v euroobmočju povišala na 1,3%, potem ko je marca znašala 0,9% (graf 20). Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše instrumente v agregatu M3, je ostala negativna, vendar se je še povišala z -6,6% v marcu na -6,0% v aprilu. Aprila so na ustvarjanje denarja vplivali veliki prilivi denarja iz tujine ob presežku na tekočem računu zaradi šibkega uvoza, podpiralo pa ga je veliko neto izdajanje državnih obveznic euroobmočja. Te prilive je delno izravnalo nadaljnje krčenje bilance stanja Eurosistema, medtem ko je bil prispevek posojil podjetjem in gospodinjstvom še naprej majhen.

## Javnofinančna gibanja

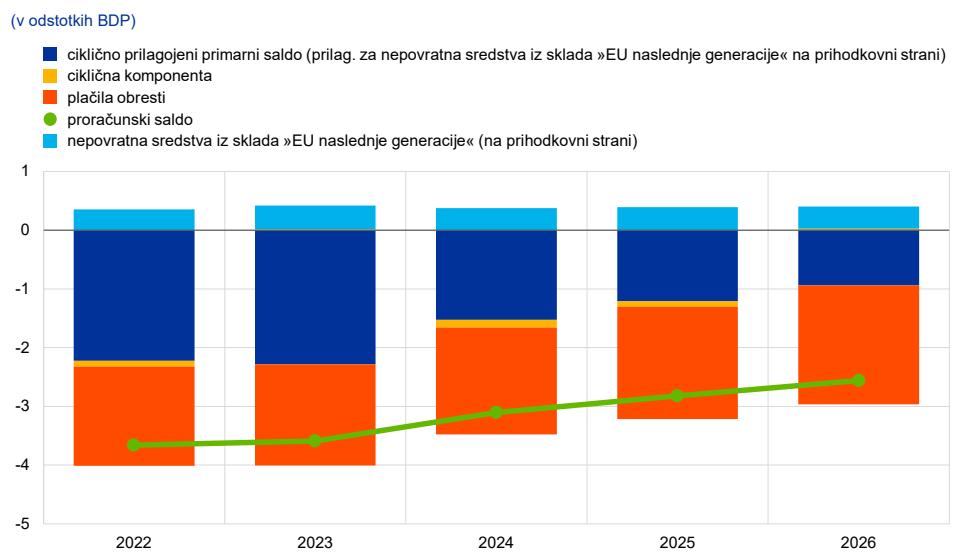
*Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju, ki je leta 2023 znašal 3,6% BDP, v letu 2024 zmanjšal na 3,1% BDP in se nato v letu 2026 postopno zmanjšal na 2,8% v letih 2025 in 2026. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se leta 2024 precej zaostrlila, v naslednjih dveh letih pa še nekoliko bolj. Zaostrovanje v letu 2024 je predvsem posledica pričakovanj, da bodo vlade večinoma odpravile ukrepe pomoči, povezane z energijo in inflacijo. Ta dejavnik bo malenkostno prispeval tudi k zaostritvi naravnosti javnofinančne politike v letu 2025, medtem ko bodo nekoliko počasnejša rast izdatkov in dodatni konsolidacijski ukrepi na prihodkovni strani v nekaterih državah prispevali k predvideni rahli dodatni zaostritvi v obdobju 2025–2026. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se zaradi nadaljnjega primarnega primanjkljaja in pozitivne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, izravnanim z vse manjšo, a še vedno negativno razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, po napovedih približno stabiliziral na visoki ravni okrog 89%. Zdaj je pomembno, da vlade v celoti in nemudoma začnejo izvajati revidirani okvir ekonomskega upravljanja v EU, da bi trajno zmanjšale proračunski primanjkljaj in delež dolga. Hkrati je pri spodbujanju inovacij in povečevanju naložb v zeleni in digitalni prehod ključno učinkovito in hitro izvajanje programa »EU naslednje generacije«.*

**Strokovnjaki Eurosistema v junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij zmerno izboljšal (graf 26).<sup>15</sup>** Kar zadeva pretekla gibanja, se je proračunski primanjkljaj v euroobmočju zelo malenkostno zmanjšal s 3,7% BDP leta 2022 na 3,6% BDP leta 2023. V prihodnje naj bi se leta 2024 izraziteje zmanjšal na 3,1% BDP ter nato v letu 2025 še na 2,8% BDP in v letu 2026 na 2,6% BDP. Tako predvideno gibanje je predvsem posledica postopno vse manjšega, a še vedno negativnega ciklično prilagojenega primarnega salda v obdobju napovedi, pri čemer se bo najbolj zmanjšal v letu 2024. Vendar pa bo ta vpliv delno odtehtalo postopno povečevanje obrestnih stroškov v celotnem obdobju, ki bo posledica počasnega prenosa preteklih dvigov obrestnih mer zaradi dolge preostale zapadlosti državnega dolga. K močnemu zmanjševanju ciklično prilagojenega primarnega primanjkljaja v letu 2024 prispeva predvsem občutno zmanjševanje ukrepov državne javnofinančne podpore ob popuščanju energetskega šoka in visoke skupne rasti cen živiljenjskih potrebščin.

<sup>15</sup> Glej »Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 6. junija 2024 na spletnem mestu ECB.

## Graf 26

### Proračunski saldo in komponente



Viri: izračuni ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

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 primanjkljaj v letu 2023 dejansko za 0,4 odstotne točke večji.** K temu presenečenju je na ravni euroobmočja prispevala predvsem višja rast primarnih odhodkov od pričakovane. Poleg tega se ocenjuje, da se bodo ti neugodnejši rezultati prenesli tudi v leto 2024, pri čemer naj bi bil proračunski saldo zaradi manjšega primarnega salda popravljen za 0,2 odstotne točke navzdol. Medtem ko so popravki proračunskega salda in komponent za leto 2025 zanemarljivi, je za leto 2026 zaradi izboljšanja primarnega salda predviden popravek za 0,2 odstotne točke navzgor.

**Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se leta 2024 precej zaostrlila, v naslednjih dveh letih pa še nekoliko bolj.**<sup>16</sup> Na podlagi letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojene za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se bo javnofinančna politika v euroobmočju v letu 2024 precej zaostrlila (za 0,7 odstotne točke BDP). To je predvsem posledica pričakovanj, da bodo vlade večinoma odpravile ukrepe pomoči, povezane z energijo in inflacijo. Ta učinek bo malenkostno prispeval tudi k zaostritvi naravnosti v letu 2025 skupaj z zvišanjem davkov in prispevkov za socialno varnost ter počasnejšo rastjo fiskalnih transferjev. To zaostritev bo predvidoma le delno odtehtala šibka rast državnih naložb. Nadaljnja zaostritev naravnosti javnofinančne politike v letu 2026 je večinoma posledica

<sup>16</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo 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.

zniževanja subvencij in drugih fiskalnih transferjev. Naravnost javnofinančne politike se bo v obdobju 2024–2026 skupno zaostrila za 1,3 odstotne točke BDP.

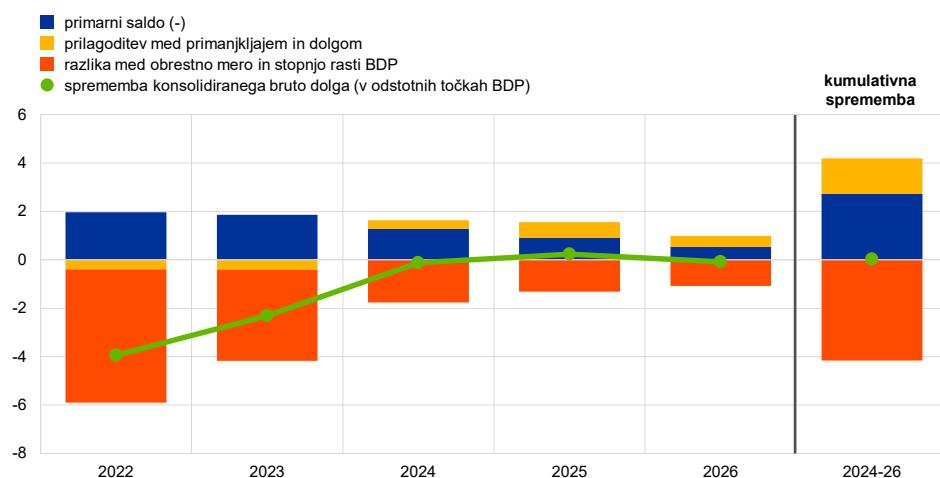
**Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP bo v celotnem obdobju projekcij po napovedih še naprej velik in stabilen na ravni okrog 88,5%**

(**graf 27**). Med pandemijo se je delež dolga v letu 2020 precej povečal (na okrog 97%), vendar se je od takrat postopno zmanjšal. Vendar se zdi, da se je trend izboljševanja ustavil. Delež dolga naj bi namreč v obdobju napovedi ostal dokaj stabilen, pri čemer naj bi se v letu 2025 malenkostno povečal, k čemur bosta prispevala primarni primanjkljaj ter pričakovana pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom, ki ju odtehta vse manjša, a še vedno negativna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

**Graf 27**

**Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju**

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Vir: izračuni ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

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

**Da bodo lahko vlade trajno zmanjšale proračunski primanjkljaj in delež dolga, je ključno, da začnejo v celoti in nemudoma izvajati revidirani okvir ekonomskega upravljanja v EU.**

V prihodnjih letih bo konsolidacija javnih finančnih zasnovana tako, da spodbuja gospodarsko rast – potrebna glede na to, da je bilo treba v preteklosti javnofinančno politiko uporabiti za spopadanje z večkratnimi gospodarskimi šoki. Hkrati je pri spodbujanju inovacij in potencialne rasti ter povečevanju naložb v zeleni in digitalni prehod ključno učinkovito in hitro izvajanje programa »EU naslednje generacije«. Kot je Komisija poudarila v svoji [vmesni oceni mehanizma za okrevanje in odpornost](#), so bile namreč do zdaj pri izplačilih in naložbah v okviru omenjenega programa zamude, zaradi česar je pozitivni vpliv na rast precej manjši, kot je bilo predvideno na začetku.

# Okvirji

## 1 Okrevanje po pandemiji – zakaj euroobmočje raste počasneje kot ZDA?

Pripravili Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva in Michel Soudan

**Realna rast BDP je bila od začetka pandemije v euroobmočju opazno šibkejša kot v ZDA.**<sup>17</sup> Med zadnjim četrletjem 2019 in zadnjim četrletjem 2023 je gospodarstvo euroobmočja kumulativno zraslo za okrog 3%, medtem ko se je realni BDP v ZDA povečal za več kot 8% (graf A), kar je povzročilo kumulativno razliko v rasti v višini okrog 5 odstotnih točk.<sup>18</sup> Ta razkorak je predvsem posledica šibkejše zasebne potrošnje v euroobmočju kot v ZDA, kjer sta potrošnjo še posebej močno spodbudila neposredna dohodkovna podpora in precej večje zmanjšanje presežnih prihrankov. Euroobmočje je prizadel precejšen šok iz pogojev menjave, ko je invazija na Ukrajino sprožila energetsko krizo. Medtem ko so podatki o relativnem obsegu učinkov denarne politike v teh dveh regijah mešani, je bila glede na intenzivnost različnih šokov podpora javnofinančne politike v ZDA morda močnejša, čeprav je tu zaradi različnih poročevalskih konvencij težje delati primerjave. V tem okvirju analiziramo te in druge dejavnike, ki so prispevali k razlikam v stopnji rasti, vendar ne ocenujemo različni osnovnih strukturnih trendov rasti pred pandemijo.<sup>19</sup>

**Iz razčlenitve po izdatkovnih komponentah je razvidno, da je večino razlike v gospodarski rasti mogoče pojasniti z živahnim rastjo zasebne potrošnje v ZDA** (graf A). Zasebna potrošnja je k razliki v rasti med euroobmočjem in ZDA od začetka pandemije do zadnjega četrletja 2023 prispevala okrog 7 odstotnih točk. Izrazito volatilne naložbe v neopredmetena sredstva ter trgovina z njimi na Irskem so močno prizadele euroobmočje, kar je v tem obdobju v euroobmočju zaviralo naložbe in spodbujalo neto izvoz. Po drugi strani so bile zasebne naložbe v ZDA močnejše kot v euroobmočju, tudi ob prilagoditvi za neopredmetena sredstva na Irskem in kljub zmanjšanju stanovanjskih naložb v ZDA. Nasprotno je bil prispevek neto trgovinske menjave k rasti v ZDA še vedno bolj negativen kot v euroobmočju, potem ko se upošteva intenzivna neopredmetena irska trgovinska menjava, in sicer zaradi močnega uvoza v ZDA, ki ga je poganjalo povpraševanje. Javne naložbe so se v euroobmočju povečale nekoliko manj, čeprav so bile zaradi podpore iz programa

<sup>17</sup> Glej tudi de Soysa, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G., in Moore, D., »Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?«, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17. maj 2024.

<sup>18</sup> Brez upoštevanja podatkov o volatilnih irskih neopredmetenih sredstvih – glej okvir z naslovom »Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP«, Ekonomski bilten, številka 3, ECB, 2023 – znaša razlika v rasti med euroobmočjem in ZDA v istem obdobju 5,7 odstotne točke.

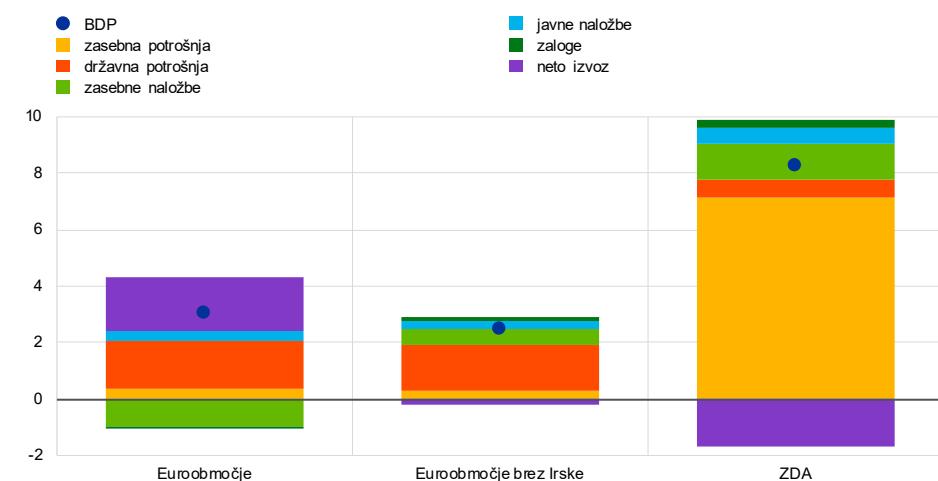
<sup>19</sup> Ta okvir ne vključuje analiza strukturnih dejavnikov, ki so vplivali na razlike v rasti med ZDA in euroobmočjem v zadnjih desetletjih – kot so manj ugodna gospodarska struktura v euroobmočju (tj. struktura proizvodnje in potrošnje ter sektorski predpisi in politike, ki oblikujejo spodbude gospodarskih subjektov k naložbam, potrošnji in trgovinski menjavi znotraj meja in čezmejno), manjši izdatki za raziskave in razvoj, manj inovacij in uvajanja digitalnih tehnologij, nižji potencial rasti, višji stroški državnega financiranja in otežen dostop do kreditov.

»EU naslednje generacije« precej višje kot v prejšnjih letih. Državna potrošnja je k rasti BDP več prispevala v euroobmočju kot v ZDA.

### Graf A

#### Realna rast v euroobmočju in ZDA

(kumulativne spremembe in prispevki v odstotkih, IV 2019–IV 2023)



Viri: Eurostat, Bureau of Economic Analysis in izračuni ECB.

Opombe: Javne naložbe euroobmočja so posredno izračunane kot skupne realne naložbe minus vsota drsečih sredin štirih četrletnih nedesezoniranih nominalnih naložb nefinančnih družb, finančnih družb in gospodinjstev iz četrletnih sektorskih računov ECB in Eurostata, deflacioniranih z deflatorjem skupnih naložb. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2023.

**Zdi se, da je pandemični šok v zadnjih letih bolj prizadel realno rast v euroobmočju kot v ZDA.<sup>20</sup>** Od začetka pandemije je bila zasebna potrošnja v ZDA močnejša kot v euroobmočju. To je med drugim posledica odziva javnofinancne politike na pandemijo v letu 2020 skupaj z robustnim trgom dela po tem letu, kar je v ZDA prispevalo k bolj strmemu povečanju razpoložljivega dohodka (graf B). V obeh regijah so se v primerjavi s trendi pred pandemijo nakopičili presežni prihranki. Medtem ko so v euroobmočju ostali na povisani ravni, so se v ZDA zmanjševali hitreje, kar je v letih 2022 in 2023 močno podpiralo ameriško zasebno potrošnjo (graf B). Sestava oblik premoženja, ki se je odražala v presežnih prihrankih, je zavirala potrošnjo v euroobmočju, saj so v nasprotju z ameriškimi potrošniki gospodinjstva v euroobmočju akumulirala razmeroma majhna imetja likvidnih sredstev.<sup>21</sup> Če bi ta gospodinjstva v obdobju po pandemiji zmanjšala stopnjo varčevanja v enaki meri kot ameriška, bi bila kumulativna razlika v rasti potrošnje približno 3 odstotne točke namesto 10 odstotnih točk, ki so bile dejansko zabeležene od zadnjega četrletja 2019.

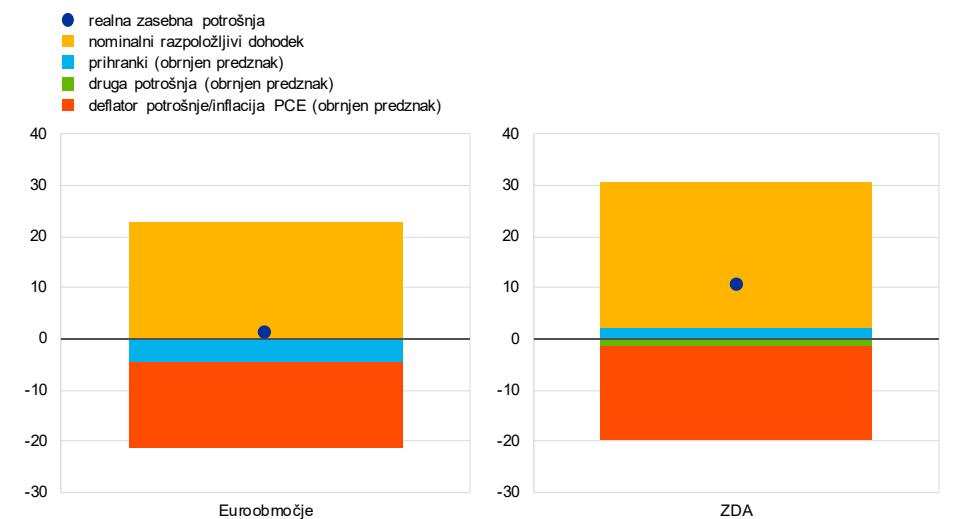
Glej okvir z naslovom »[Gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA v letu 2020](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2021.

Glej okvir z naslovom »[Ali sestava prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, vpliva na impulz potrošnji?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2023.

## Graf B

### Zasebna potrošnja, dohodki in prihranki v euroobmočju in ZDA

(kumulativne spremembe in prispevki v odstotkih, IV 2019–IV 2023)



Vir: Eurostat, Bureau of Economic Analysis in izračuni ECB.

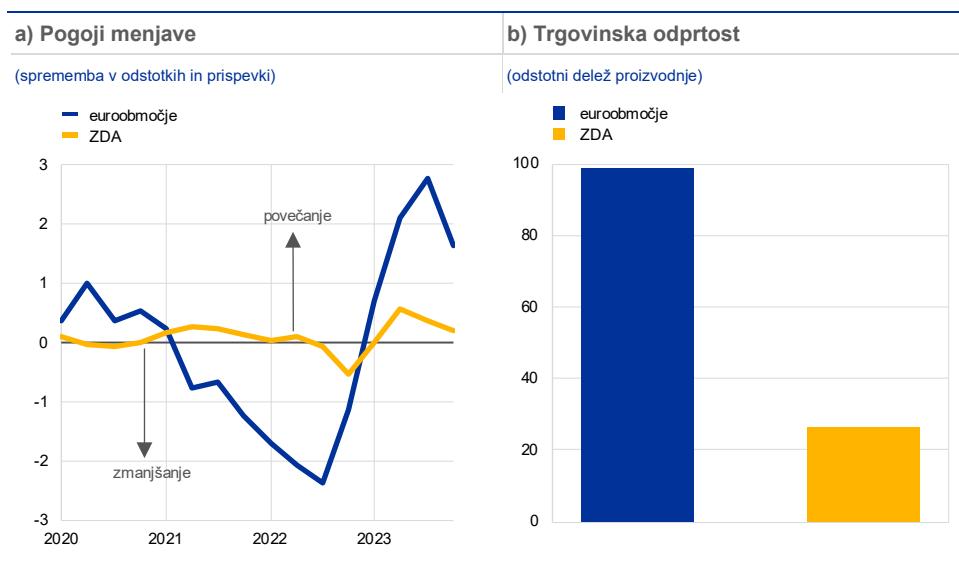
Opombe: Druga poraba se nanaša na obresti in transferna plačila. PCE pomeni indeks cen izdatkov za zasebno potrošnjo (*Personal Consumption Expenditures*).

**Gospodarstvo euroobmočja je močneje prizadel tudi izpad zaradi ruske vojne proti Ukrajini.** Gospodarski vpliv ruske invazije na Ukrajino v začetku leta 2022 ter energetska kriza in skoki cen hrane, ki so sledili, so še posebno močno prizadeli gospodarstvo v euroobmočju. To lahko pripšemo geografski bližini, stopnji odvisnosti od uvoza energentov in hrane iz te regije ter negativnemu vplivu na zaupanje potrošnikov v euroobmočju. Precejšnje izgube v pogojih menjave so se stopnjevali, saj je euro depreciral tako v razmerju do ameriškega dolarja kot tudi efektivno, tj. glede na košarico valut (graf C, slika a).<sup>22</sup> Nasprotno so bili pogoji menjave v ZDA precej bolj stabilni, kar je predvsem posledica večje energetske neodvisnosti. V euroobmočju so se v razmerah vse šibkejšega zaupanja in vse večje negotovosti zaradi velikega šoka iz pogojev menjave zmanjšali realni dohodki in konkurenčnost. To je zavrllo zasebno potrošnjo, zlasti potrošnjo blaga. Medtem ko so storitvene dejavnosti spodbujali učinki ponovnega odpiranja v obeh regijah, je bila rast v storitvenih dejavnostih močnejša v ZDA. Poleg tega je bil zaradi večje trgovinske odprtosti euroobmočja sektor predelovalnih dejavnosti posebej izpostavljen ozkim grlom v dobavnih verigah in upočasnitvi svetovne rasti (graf C, slika b).

<sup>22</sup> Za več podrobnosti glej okvir z naslovom »Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account«, *Ekonomski bilten*, številka 3, ECB, 2022.

### Graf C

#### Pogoji menjave in trgovinska odprtost euroobmočja in ZDA



Viri: Eurostat in Bureau of Economic Analysis.

Opombe: Slika b) prikazuje vsoto realnega izvoza in uvoza zunaj euroobmočja kot delež realne proizvodnje v letu 2023, kar odraža večje sodelovanje euroobmočja v svetovnem trgovinskem sistemu in s tem večjo občutljivost gospodarske aktivnosti na trgovinsko menjavo v euroobmočju kot v ZDA. Zadnji podatki na sliki a) so za zadnje četrletje 2023, medtem ko se podatki na sliki b) nanašajo na leto 2023.

**V ZDA je rast produktivnosti dela od pandemije precej močnejša kot v euroobmočju.** Razčlenitev rasti BDP na produktivnost dela, rezultate na trgu dela in demografske tende kaže posebno veliko razliko v produktivnosti dela (graf D). V obdobju od prvih začetkov pandemije se je produktivnost dela na opravljeno delovno uro v euroobmočju povečala le za 0,6%, v ZDA pa kar za 6,0%. Razhajanje v rasti produktivnosti se je začelo v drugem četrtletju 2020, ko se je skupni vložek dela kot delež BDP bolj prilagodil v ZDA kot v euroobmočju. To je bilo deloma posledica izvajanja programov za ohranitev delovnih mest v euroobmočju v nasprotju z naraščanjem brezposelnosti v ZDA. Po kratkotrajnem zmanjšanju se je vrzel v rasti produktivnosti po sredini leta 2022 spet začela povečevati, saj je rast produktivnosti v euroobmočju prizadel energetski šok. Gibanja po sektorjih so imela pomembno vlogo pri rasti produktivnosti v euroobmočju, pri čemer je k rasti produktivnosti na uro posebej negativno prispeval gradbeni sektor. Hkrati so k rasti produktivnosti v ZDA močno prispevale informacijske, komunikacijske in tehnološke ter strokovne storitve. Poleg tega je produktivnost dela običajno veliko bolj ciklična v euroobmočju kot v ZDA. To vodi k nižji rasti produktivnosti v času nizke rasti proizvodnje (kot je trenutno primer v euroobmočju) in k višji rasti produktivnosti, ko si gospodarstvo opomore.<sup>23</sup> Močno rast prebivalstva v ZDA, ki je bila predvsem posledica vse večjega priseljevanja, je deloma odtehtal upad skupne stopnje delovne aktivnosti. Kar zadeva prispevke k rasti BDP v euroobmočju v tem obdobju, je vse večjo delovno silo zaradi večjega povečanja deleža aktivnega prebivalstva in pritoka delavcev migrantov deloma izravnalo zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur.

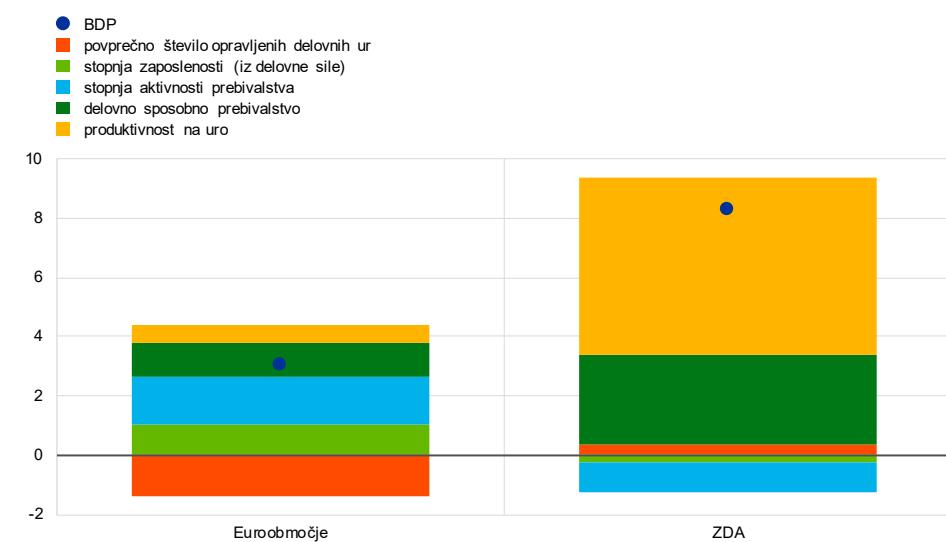
<sup>23</sup> Glej Arce, O. in Sondermann, D., »Low for long? Reasons for the recent decline in productivity«, Blog ECB, ECB, 6. maj 2024.

V euroobmočju je povečanje delovne sile spremljala višja stopnja zaposlenosti, kar je prav tako prispevalo k rasti BDP.

#### Graf D

##### Realna rast BDP in trg dela

(kumulativne spremembe in prispevki v odstotkih, IV 2019–IV 2023)



Viri: Eurostat in Bureau of Economic Analysis.

**V primerjavi s scenarijem brez podpore javnofinančne politike se ocenjuje, da je diskrecijska javnofinančna politika v obeh regijah na splošno pozitivno prispevala k rasti, čeprav je težko delati natančne primerjave.<sup>24</sup>** Na vrhuncu pandemije leta 2020 je diskrecijski odziv politik pomagal ublažiti posledice pandemičnega šoka. Spodbude (ocenjene s spremembom v ciklično prilagojenem primarnem saldu leta 2020 v primerjavi z letom 2019) so bile v obeh regijah precejšnje, čeprav so bile z več kot 5% BDP močnejše v ZDA kot v euroobmočju (4% BDP) (graf E). Kar zadeva sestavo, so široko zasnovani in razmeroma obsežni ukrepi za povečanje dohodka gospodinjstev v ZDA podpirali zasebno potrošnjo, medtem ko so bile javnofinančne spodbude v euroobmočju bolj usmerjene v spodbujanje zaposlenosti, vključno s programi za ohranitev delovnih mest.<sup>25</sup> Naravnost javnofinančne politike se je v letih 2021 in 2022 zaostriila v obeh regijah, vendar bolj v ZDA kot v euroobmočju.<sup>26</sup> Leta 2022, ko se je v euroobmočju začela energetska kriza, so vlade sprejele pomembne ukrepe za znižanje cen

<sup>24</sup> Primerljive ocene obsega in sestave diskrecijskih ukrepov (poleg naravnosti fiskalne politike) ter njihovega vpliva na rast niso na voljo. Za euroobmočje glej okvir z naslovom »The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022« v članku »*The role of supply and demand in the post- pandemic recovery in the euro area*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2023. Za leto 2023 se ocenjuje, da je bil učinek diskrecijskih ukrepov javnofinančne politike na rast zmerno negativen.

<sup>25</sup> Glej okvir z naslovom »*Gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA v letu 2020*«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2021. Za analizo euroobmočja glej tudi okvir z naslovom »*Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

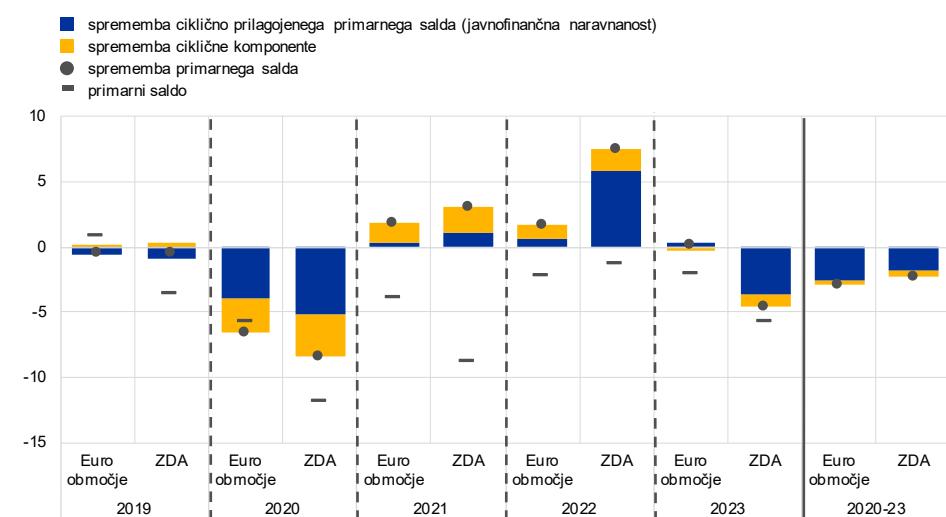
<sup>26</sup> Diskrecijski spodbujevalni ukrepi so se v euroobmočju leta 2021 nadaljevali, zlasti za državno potrošnjo (vključno z izdatki za zdravstveno varstvo) in subvencije (programi za ohranitev delovnih mest in druga podpora podjetjem). K zaostrovjanju fiskalne politike, kot je prikazano v grafu E, so prispevali precejšnji nediskrecijski dejavniki, predvsem dodatni prihodki.

energije in podporo dohodkom, ki so znašali skoraj 2% BDP. Hkrati se je javnofinančni položaj v ZDA precej bolj konsolidiral, k čemur je med drugim prispevalo iztekanje podpornih ukrepov ob pandemiji. Leta 2023 se je javnofinančna politika v ZDA ponovno sprostila zaradi izpada davčnih prihodkov od kapitalskih dobičkov in diskrecijskih ukrepov, vključno z ukrepi na podlagi zakona o zmanjšanju inflacije, ki podpirajo naložbe v predelovalnih dejavnostih. Čeprav je bil kumulativni javnofinančni impulz v obdobju 2020–2023 v obeh regijah podoben, je bil sprejet v odziv na šoke, ki so bili izrazitejši v euroobmočju. Poleg tega so spričo precej višjega primarnega primanjkljaja v ZDA pred pandemijo (in inercijo potrošnje) ZDA v tem obdobju akumulirale veliko večji primarni primanjkljaj (in dolg) kot euroobmočje, zlasti v letih 2020–2021 in 2023.<sup>27</sup>

### Graf E

#### Javnofinančni impulz – prispevek naravnosti javnofinančne politike in cikličnih razmer – ter skupni primarni saldo

(v odstotnih točkah BDP, v odstotkih BDP)



Vir: MDS april 2024 World Economic Outlook.

Opombe: Naravnost javnofinančne politike je približek diskrecijskega odziva javnofinančne politike. Javnofinančni impulz (sprememba primarnega salda) vključuje tudi samodejne stabilizatorje (spremembe ciklične komponente). Negativna (pozitivna) sprememba označuje sproščanje (zaostrovanje) javnofinančne politike. Zadnjia slika prikazuje kumulativne spremembe v obdobju 2020–2023. Primarni saldo je izrazen kot odstotek BDP. Rezultati za leto 2023 so preliminarni in se lahko spremenijo.

### Na področju denarne politike so podatki o njenem vplivu v obeh regijah

**mešani.** Obe regiji sta zabeležili približno podobno raven zaostrovanja denarne politike in močno transmisijo v posojilne obrestne mere v zasebnem sektorju. Vendar pa je bil učinek po izdatkovnih komponentah mešan.<sup>28</sup> Transmisijo sprememb denarne politike spremja visoka raven negotovosti<sup>29</sup> in je močno odvisna od obstoječe finančne strukture, na primer nižji delež hipoteck s fiksno obrestno mero in

<sup>27</sup> Po podatkih publikacije World Economic Outlook, ki jo je aprila 2024 objavil MDS, je kumulativni primarni primanjkljaj v obdobju 2020–2023 v ZDA znašal 28% BDP, v euroobmočju pa 14% BDP. V istem obdobju se je delež javnega dolga v BDP v ZDA povečal za 14 odstotnih točk (na 122,1% v letu 2023), v primerjavi s 5 odstotnimi točkami v euroobmočju (na 88,6% v letu 2023). Podatki za leto 2023 so še vedno preliminarni in se lahko spremenijo.

Glej »[The analytics of the monetary policy tightening cycle](#)«, gostujoče predavanje Philipa R. Lana, člana Izvršilnega odbora ECB, Stanford, 2. maj 2024.

Glej »[The transmission of monetary policy](#)«, govor Philipa R. Lana, člana Izvršilnega odbora ECB, New York, 11. oktober 2022.

manjša zadolženost podjetij, manjši premoženjski učinki<sup>30</sup> ter večja odvisnost od bančnega sistema v euroobmočju kot v ZDA. Nekateri podatki na primer kažejo, da je bil v euroobmočju prenos večji za podjetniške naložbe, medtem ko je bil v ZDA večji vpliv na stanovanjske naložbe.<sup>31</sup> Poleg tega šoki denarne politike v ZDA ponavadi precej negativno vplivajo na finančne pogoje in realno aktivnost v euroobmočju, medtem ko šoki denarne politike euroobmočja nimajo podobnega učinka na ZDA.<sup>32</sup>

**Najnovejše makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za prihodnje obdobje kažejo na manjšo razliko v rasti med euroobmočjem in ZDA v naslednjih dveh letih.** V nasprotju z ZDA se bo realna rast BDP v euroobmočju predvidoma pospešila zaradi primerjalno močnejše potrošnje.<sup>33</sup> Razlika v rasti produktivnosti naj bi se prav tako zmanjšala, ker se v euroobmočju pričakuje močnejše okrevanje produktivnosti dela, deloma zaradi določenega cikličnega izteka kopičenja delovne sile.

---

<sup>30</sup> Podatki iz sektorskih računov kažejo večji delež finančnega premoženja in večjo nagnjenost k trošenju takšnega premoženja v ZDA kot v euroobmočju. Glej tudi okvir z naslovom »Ali sestava prihrankov, ustvarjenih med pandemijo, vpliva na impulz potrošnji?«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2023.

<sup>31</sup> Glej okvir z naslovom »Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States«, *Ekonomski bilten*, številka 3, ECB, 2023.

<sup>32</sup> Glej Ca' Zorzi, M. et al., »*Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World*«, *International Journal of Central Banking*, junij 2023.

Glej »*Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje*«, ki so bile 6. junija 2024 objavljene na spletnem mestu ECB.

## 2

# Ugotovitve na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov – kaj nam lahko povesta dojemanje tveganj in poslovna klima v podjetjih?

Pripravili Malin Andersson, Juliette Guillotin in Pedro Neves

**V tem okvirju ocenujemo dojemanje tveganj in poslovno klimo s pomočjo ugotovitev na podlagi telekonferenc ob objavi podjetniških dobičkov.<sup>1</sup>** V tem okvirju so na podlagi besedilne analize telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, ki jih opravijo velika podjetja v euroobmočju, izpeljana zgodna merila dojemanja specifičnih tveganj s strani družb ter indeksi poslovne klime glede povpraševanja in ponudbe. Takšna analiza je še posebno zgovorna, ko se presoja, kako podjetja dojemajo posledice hudi globalnih šokov.

**Pri iskanju po besedilih se besede iz sklopa sinonimov povežejo s prepisi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, kar omogoča pripravo indeksov tveganja in poslovne klime na ravnini četrstletja.<sup>2</sup>** Izbrana tveganja se nanašajo na pandemijo COVID-19, geopolitiko, inflacijo, denarno politiko, finančne pogoje in omejitve na strani ponudbe. Skupni indeks tveganja v euroobmočju dobro korelira s kazalnikom negotovosti glede gospodarskih razmer, ki ga izračunava Evropska komisija (v mesečnih anketah o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov), medtem ko se indeksa poslovne klime glede povpraševanja in ponudbe sogibata s povpraševanjem oziroma opremo kot dejavnikoma, ki omejujeta proizvodnjo (v četrstletnih anketah o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov).<sup>3</sup>

**Glede na telekonference ob objavi poslovnih rezultatov je dojemanje tveganj v podjetjih še vedno višje v euroobmočju kot v drugih državah.** Euroobmočje je bilo še posebej izpostavljeno velikim šokom, ki so v zadnjih letih prizadeli svetovno gospodarstvo, in je izkusilo močne s tem povezane gospodarske posledice. Skupno dojemanje tveganj med večjimi družbami – zajeto v indeksih tveganja, izpeljanih iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov – se je povečalo hkrati v euroobmočju in

<sup>1</sup> Telekonferanca ob objavi poslovnih rezultatov je konferenčni klic (običajno enkrat na četrstletje) med upravnim odborom družbe, ki kotira na borzi, vlagatelji, analitiki in novinarji, in je namenjen razpravi o finančnih rezultatih družbe. Rezultati analize za prvo četrstletje 2024 zajemajo skupaj 6.072 podjetij, od katerih jih ima 563 sedež v euroobmočju. Več informacij je na voljo na [spletni strani NL Analytics](#). Glej tudi okvir z naslovom »[Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, 2023; Hassan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M. in Tahoun A., »[Sources and Transmission of Country Risk](#)«, *NBER Working Paper*, št. 29526, november 2021.

<sup>2</sup> Indeks tveganja prikazuje število stakov, v katerih je omenjena beseda iz določenega sklopa besed skupaj s ključnimi besedami, kot so »tveganje« ali podobni pojmi, izraženo kot odstotek skupnega števila stakov, ki vsebujejo besedo tveganje. Indeks poslovne klime odraža neto število stakov, v katerih izbrana tema pomeni pozitivno ali negativno novico, kot delež vseh stakov, in je izpeljan za pogoje povpraševanja in ponudbe.

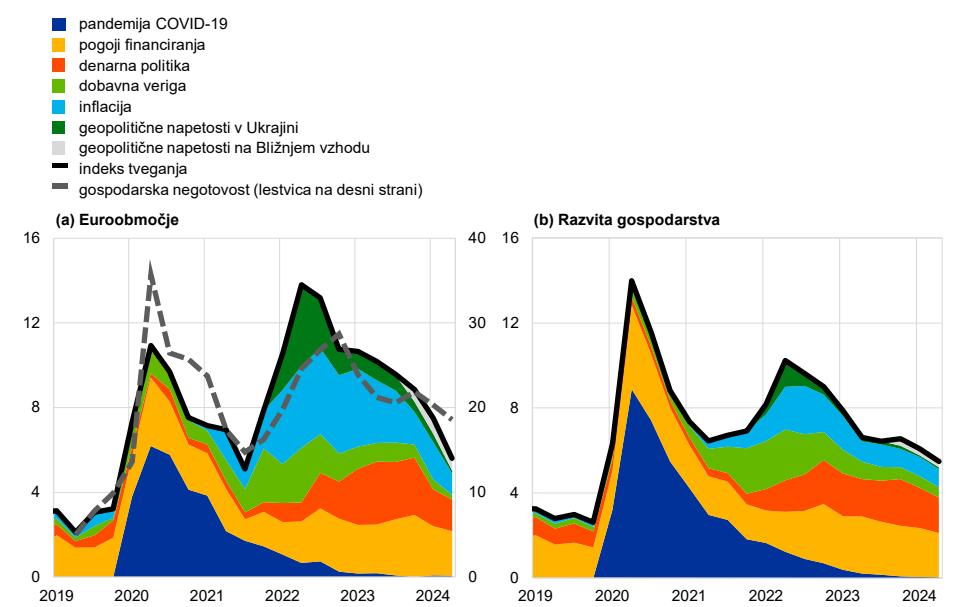
<sup>3</sup> Kljub sogibanju se »negotovost« razlikuje od »tveganja« v tem, da se negotovost pojavi, kadar so informacije, potrebne za predvidevanje in napovedovanje gibanj, nezadostne ali niso na voljo. Tveganje pa je po drugi strani povezano z ekonomsko verjetnostjo, da bo prišlo do določenega gospodarskega pojava. Tveganje je mogoče obravnavati kot posledico negotovosti, kar pomeni, da vsa tveganja vsebujejo negotovost, medtem ko vse negotove okoliščine niso opredeljene kot tvegane, glej Park, K. F. in Shapira, Z., »Risk and Uncertainty«, in Augier, M. in Teece, D. J. (ur.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017; in okvir z naslovom »[Vpliv nedavnega strmega porasta negotovosti na gospodarsko aktivnost v euroobmočju](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020.

drugih razvitetih gospodarstvih v času prvega vala pandemije in neupravičene ruske invazije na Ukrajino. Vendar pa so bila tveganja, razen na vrhuncu pandemije, v euroobmočju dojeta kot bolj izrazita kot drugod (graf A). Pandemija je na primer povzročila ozka grla v dobavnih verigah v predelovalnih dejavnostih euroobmočja, ki so bila dotlej brez primere, ruska invazija na Ukrajino pa je spodbudila inflacijo, merjeno s cenami primarnih surovin, in skupno inflacijo. Tudi tveganja, povezana z zaostrovanjem denarne politike v letu 2022, so bila v euroobmočju dojeta kot večja. Indeks tveganja je bil v prvi polovici leta 2024 precej nad ravnijo iz leta 2019, čeprav je bil še vedno nižji od prejšnjih najvišjih ravni (graf A). Podjetja v euroobmočju trenutno menijo, da so tveganja, povezana z inflacijo in denarno politiko, povečana, vendar se zmanjšujejo. Dojemanje tveganj, povezanih s ponudbo in rusko vojno proti Ukrajini, se je zmanjšalo, vendar so tveganja še vedno prisotna. Dojemanje tveganj zaradi napetosti na bližnjem vzhodu je za zdaj zanemarljivo. Pogoji financiranja (ki se razlikujejo od denarne politike) se zdijo stalno prisotno tveganje za podjetja, ki je bilo opazno tudi pred pandemijo, čeprav je trenutno nekoliko večje.

### Graf A

#### Indeksi tveganja – dojemanje nekaterih glavnih makroekonomskih tveganj v podjetjih

(odstotek vseh stavkov, ki so vsebovali besedo tveganje; neto ravnotežja v odstotkih)



Viri: NL Analytics, Evropska komisija (GD za gospodarske in finančne zadeve) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Tveganje odraža pogostost pojavljanja besed na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov podjetij, kot so »tveganje« ali podobno, skupaj s sopomenkami za pandemijo COVID-19 (koronavirus, COVID-19, tveganje COVID-19, kriza zaradi COVID), pogoji financiranja (finančni IN (kriza ALI nestabilnost ALI volatilnost), neplačilo, stecaj\*, državen, dolg, likvidnost, posojilo, posojati\*, stroški financiranja\*, stroški financiranja\*, kreditna sposobnost, razpoložljivost kreditov, pogoji financiranja, izposojanje\*); denarna politika (obrestne mere\*, monetaren, ameriška centralna banka (Federal Reserve, Fed), Evropska centralna banka, ECB, FOMC, kitajska centralna banka, centralna banka, monetarni organ); dobavna veriga (dobavna veriga, ozko grlo v dobavnih verigah, ozko grlo, motnja v dobavi, pomanjkanje ponudbe, ozko grlo v dobavi, šok v dobavi, omejitve na strani ponudbe, napetost glede dobav, tveganje v dobavnih verigah); inflacija (inflacija); geopolitične napetosti v Ukrajini ((Ukrajina\* ALI Rusija\*) IN (vojna ALI invazija ALI konflikt ALI geopoliti\* ALI nasilje ALI vojska ALI napetost\*), Rusija\* IN plin); geopolitične napetosti na Bližnjem vzhodu (Gaza, Izrael, Hamas, Palestina, Palestini, Izraelci, Libanon\*, Hutiji\*, Iran, Jemen, Blížní vzhod IN (konflikt ALI vojna ALI nasilje ALI napetost\* ALI kriza ALI invazija ALI vojska ALI geopoliti\*), Rdeče morje, Sueški prekop). Podjetja iz euroobmočja predstavljajo približno 8% celotnega vzorca. Med drugimi razvitetimi gospodarstvji so podjetja iz ZDA, ki predstavljajo 61% vzorca, podjetja iz Združenega kraljestva 3% in podjetja iz drugih razvitetih gospodarstev 15% (vključno s Kanado, Avstralijo, Novo Zelandijo, Japonsko, Južno Korejo, Norveško, Švico in državami EU zunaj euroobmočja). Najnovejši podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 za telekonference ob objavi poslovnih rezultatov podjetij (ki so potekale do 31. maja) in na maj pri indeksu negotovosti.

**S pomočjo prepisov telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov je mogoče izpeljati tudi indekse poslovne klime med podjetji.** Takšni indeksi dajejo

kombinirano kratkoročno oceno in pogled na poslovni cikel v euroobmočju v bližnji prihodnosti, saj direktorji ne izražajo le svojih pogledov glede perspektive podjetja, temveč tudi svojo oceno poslovnega cikla in obetov na sektorski in makro ravni. Z indeksi poslovne klime glede povpraševanja in ponudbe je tako mogoče pravočasno zaznati premike v poslovнем ciklu euroobmočja. Metoda dopolnjuje druge načine ugotavljanja šokov na strani ponudbe in povpraševanja, ki vplivajo na BDP, na primer tiste, ki temeljijo na strukturnih modelih vektorske avtoregresije, in dajejo enako sporočilo.<sup>4</sup>

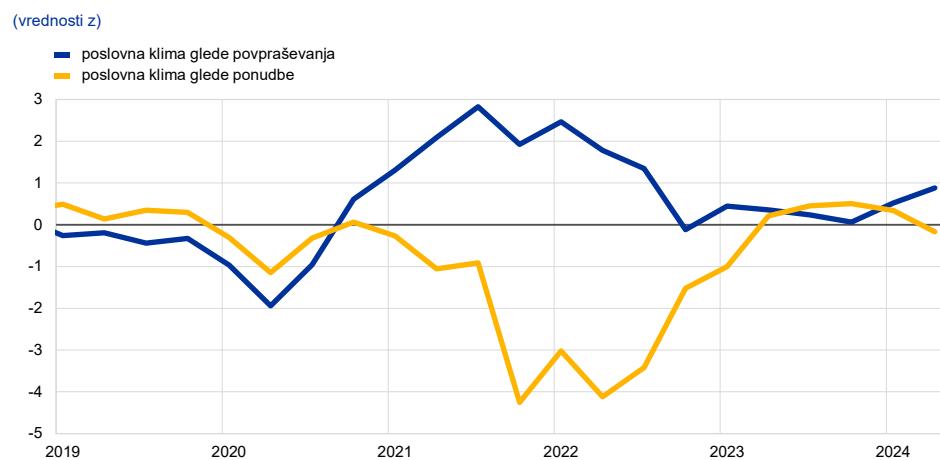
#### **Poslovna klima glede povpraševanja in ponudbe se je na splošno**

**normalizirala (graf B).** Pogoji povpraševanja v euroobmočju, ki jih ponazarja indeks poslovne klime glede povpraševanja na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, so leta 2023 spet dosegli dolgoročno povprečje. V letih 2021 in 2022, ko se je gospodarstvo po pandemiji ponovno odprlo, je bila poslovna klima glede povpraševanja še posebej dobra. V drugi polovici leta 2022 je začela padati, v letu 2023 pa se je v skladu z realno rastjo BDP, ki je bila blizu ničle, še nekoliko poslabšala. V prvi polovici leta 2024 se je poslovna klima glede povpraševanja ponovno izboljšala, kar je skladno s povečanjem aktivnosti v prvem četrtletju 2024. Kar zadeva ponudbo, se je indeks poslovne klime v letih 2021 in 2022 znatno zmanjšal zaradi pojave večjih ozkih gril v dobavnih verigah in motenj v razmerah večjega povpraševanja, povezanega s ponovnim odprtjem gospodarstva. V začetku leta 2023 se je znatno povečal in konec leta presegel dolgoletno povprečje, kar je bila posledica odprave ozkih gril v dobavnih verigah. V prvi polovici leta 2024 se je nekoliko zmanjšal, vendar je ostal blizu dolgoletnega povprečja, kar kaže, da napetosti na Bližnjem vzhodu niso bistveno vplivale na podjetja pri dojemanju pogojev na strani ponudbe. To se ujema z rezultati ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov za drugo četrtletje 2024, ki kažejo, da se je dojemanje opreme kot dejavnika, ki omejuje proizvodnjo, nekoliko okrepilo in da povpraševanje na splošno podpira proizvodnjo.

<sup>4</sup> Glej okvir 3 v članku z naslovom »[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, 2023; in Ruch, F. U. in Taskin, T., »[Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls](#)«, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, zvezek 86, št. 2, april 2024.

## Graf B

### Indeksi poslovne klime glede povpraševanja in ponudbe v euroobmočju



Viri: NL Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Neto poslovna klima odraža pogostost pojavljanja besed *povpraševanje* (povpraševanje) in *ponudba* (dobavna veriga, ozko grlo v dobavni verigi, ozko grlo, motnja v dobavni verigi, pomanjkanje ponudbe, ozko grlo v dobavi, šok v dobavi, omejitev na strani ponudbe, napetost glede dobav, tveganje v dobavni verigi) na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov. Vrednost z se izračuna tako, da se od vsakega podatka odšteje zgodovinsko povprečje in središčni niz deli s standardnim odklonom. Najnovejši podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 (za telekonference, ki so potekale do 31. maja).

### 3

## Višje profitne marže so prispevale h kopičenju delovne sile v podjetjih

Pripravil Vasco Botelho

**Kazalnik kopičenja delovne sile, ki ga uporablja ECB, meri delež podjetij, ki kljub poslabšanju obetov niso zmanjšala svoje delovne sile.** Ta kazalnik je prvič objavljan na podlagi ankete ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) v euroobmočju. Kazalnik kopičenja delovne sile je mogoče razčleniti na dve komponenti: »komponento aktivnosti«, ki zajema delež podjetij, pri katerih so se obeti poslabšali, in »komponento zaposlenosti«, ki predstavlja delež podjetij, ki svoje delovne sile niso zmanjšala, čeprav so poročala o poslabšanju obetov. Komponenta aktivnosti ponazarja, koliko negativni šoki vplivajo na obete za podjetja v euroobmočju, medtem ko komponenta zaposlenosti kaže sposobnost podjetij, da ob negativnem šoku vseeno obdržijo delovno silo.<sup>1</sup>

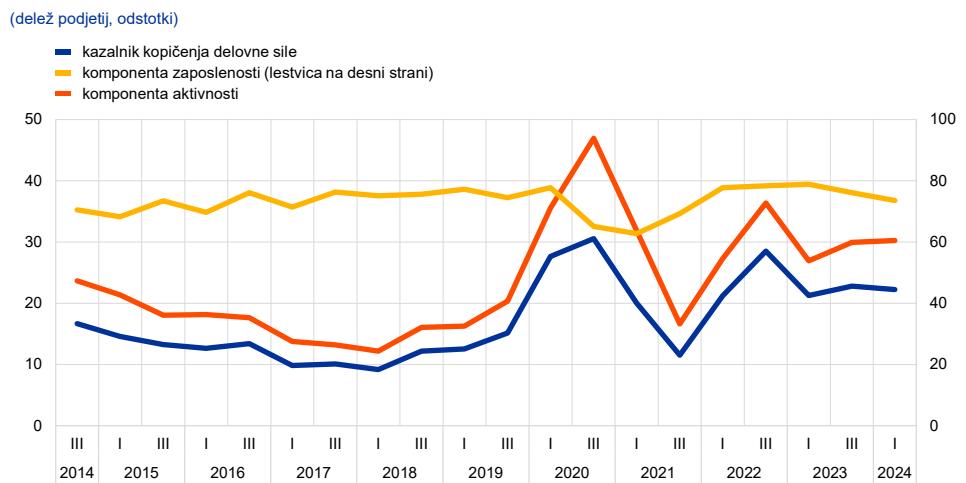
**V prvem četrletju 2024 je bil delež podjetij, ki so kopičila delovno silo, še vedno večji kot pred pandemijo (graf A).**<sup>2</sup> Kazalnik kopičenja delovne sile je v prvem četrletju 2024 znašal 22,2%, kar je relativno visoko v primerjavi s povprečno vrednostjo pred pandemijo (12,7%) (v obdobju od tretjega četrletja 2014 do tretjega četrletja 2019). Iz tega kazalnika je razvidno, da so se v preteklih šestih mesecih obeti za poslovanje pri precejšnjem deležu podjetij (30,2%) poslabšali. Od teh podjetij se jih je 73,5% izognilo temu, da bi morali v tem obdobju zmanjšati delovno silo. Sposobnost podjetij, da obdržijo delavce, se je v prvem četrletju 2024 rahlo zmanjšala (v tretjem četrletju 2023 je namreč delež podjetij, ki delovne sile niso zmanjšala, znašal 76,1%), a je še vedno blizu povprečne ravni iz obdobja pred pandemijo. Zato se je komponenta aktivnosti precej povečala glede na obdobje pred pandemijo, medtem ko je komponenta zaposlenosti ostala večinoma nespremenjena.

<sup>1</sup> Obeti za posamezna podjetja so ocenjeni na podlagi odgovora na vprašanje »Ali bi za vsakega od naslednjih dejavnikov dejali, da so se [po izkušnjah in stališčih vašega podjetja] v zadnjih šestih mesecih izboljšali, ostali nespremenjeni ali poslabšali?«, in na podlagi dejavnika »Obeti za vaše podjetje glede prodaje in dobričkonosnosti ali poslovnega načrta«. To vprašanje je kvalitativno. Kot tako bi lahko impliciralo, da so obeti za podjetje ostali ugodni.

<sup>2</sup> Poleg povečanja kopičenja delovne sile je na dinamiko zaposlenosti spodbudno vplivalo zmanjšanje realnih plač. Ta dejavnik je podrobnejše obravnavan v okviru z naslovom »Dejavniki rasti zaposlenosti v euroobmočju po pandemiji: pogled na podlagi modela« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

## Graf A

### Kazalnik kopičenja delovne sile



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

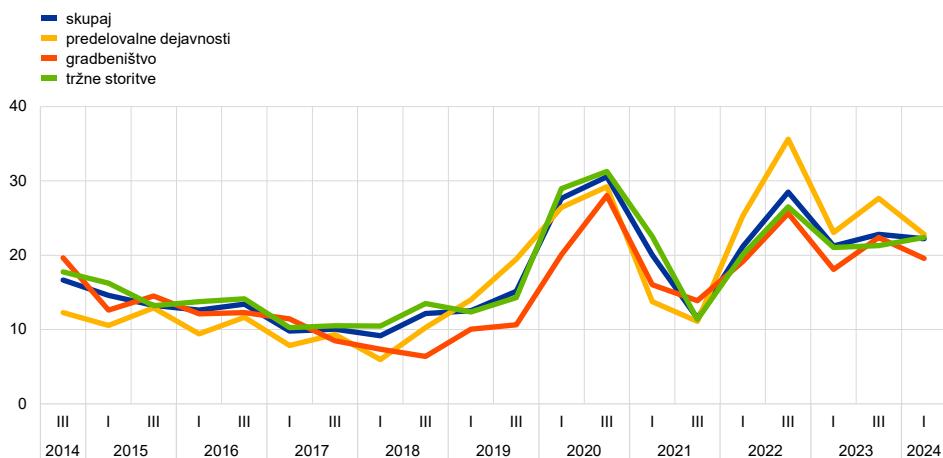
Opombe: Kazalnik kopičenja delovne sile je delež podjetij, ki ob poslabšanju obetov niso zmanjšala svoje delovne sile. Komponenta aktivnosti zajema delež podjetij, pri katerih so se obeti v prejšnjem šestmesečnem obdobju poslabšali, komponenta zaposlenosti pa se nanaša na delež podjetij, ki delovne sile niso zmanjšala, v vseh podjetjih, ki so poročala o poslabšanju obetov v istem obdobju. Krogci ankete, izvedeni v prvem četrletju, zajemajo obdobje od oktobra do marca, krogci, izvedeni v tretjem četrletju, pa obdobje od aprila do septembra.

**Kazalnik kopičenja delovne sile se je od obdobja pred začetkom pandemije na splošno zvišal, in sicer najizraziteje v predelovalnih dejavnostih (graf B).** V prvem četrletju 2024 je kazalnik za predelovalne dejavnosti znašal 22,8%, za gradbeništvo 19,6% in za tržne storitve 22,4%. Kopičenje delovne sile je bilo v vseh sektorjih še vedno precej obsežno v primerjavi z obdobjem pred pandemijo, ko je kazalnik za te tri sektorje v povprečju znašal 11,2%, 11,4% oziroma 13,3%. Pozneje, po dvigu cen emergentov, se je kopičenje delovne sile najizraziteje povečalo v predelovalnih dejavnostih, pri katerih je v tretjem četrletju 2022 doseglo najvišjo raven (35,6%). S kopičenjem delovne sile so se na poslabševanje pogojev poslovanja odzvala tudi druga podjetja, pri čemer je 25,6% podjetij v gradbeništvu in 26,5% podjetij v sektorju tržnih storitev poročalo, da po poslabšanju obetov za njihovo poslovanje niso zmanjšala delovne sile.

## Graf B

### Kazalnik kopičenja delovne sile v posameznih sektorjih

(delež podjetij, odstotki)



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

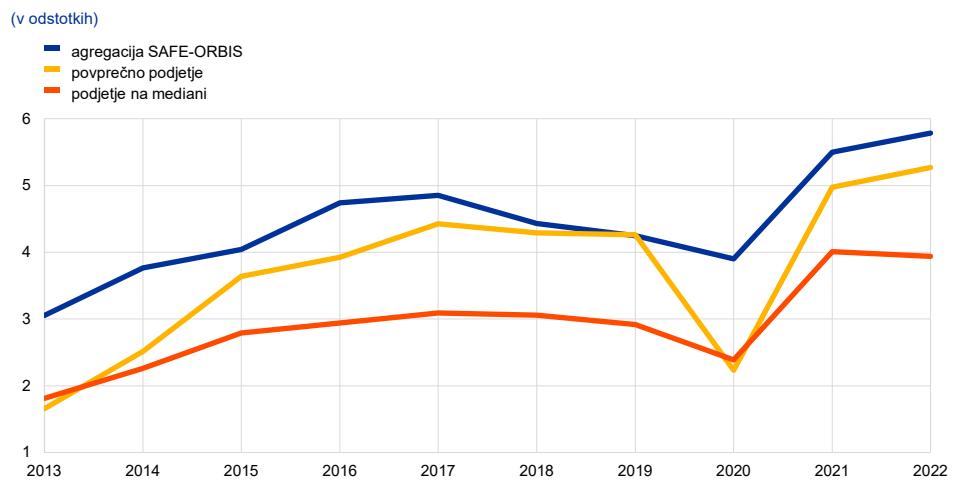
Opombe: Sektorski kazalnik kopičenja delovne sile je delež podjetij, ki ob poslabšanju obetov zanje niso zmanjšala svoje delovne sile, v vseh podjetjih v posameznem sektorju gospodarske dejavnosti.

**Profitne marže podjetij so se z okrevanjem po pandemiji občutno zvišale, v letu 2022 pa so bile na najvišji ravni v desetletju (graf C).<sup>3</sup>** Profitne marže podjetij (pred davki) so se s povprečne vrednosti 4,3% poslovnih prihodkov v obdobju 2014–2019 zvišale na okrog 5,8% v letu 2022. Na ravni podjetij je bilo podobno zvišanje zaznano pri povprečnih podjetjih in podjetjih na mediani. Pri povprečnem podjetju so se profitne marže zvišale s 3,8% v obdobju 2014–2019 na 5,3% v letu 2022, pri podjetju na mediani pa z 2,8% na 3,9%.

<sup>3</sup> Podatke, ki smo jih pridobili iz ankete SAFE, smo dopolnili z bilančnimi podatki za podjetja za preteklo leto, pridobljenimi iz zbirke ORBIS. Profitne marže so opredeljene kot delež dobička podjetja pred davki v poslovnih prihodkih. Rast profitnih marž v obdobju 2021–2022 v naboru podatkov SAFE-ORBIS je skladna, čeprav ne neposredno primerljiva s povečevanjem dobička na enoto proizvoda, zabeleženim na makro ravni. Podatki iz bilanca stanja se v zbirki ORBIS objavljajo z zamikom, pri čemer je v naši analizi zadnje razpoložljivo leto za profitne marže iz nabora podatkov SAFE-ORBIS leto 2022.

### Graf C

#### Profitne marže skozi čas



Vira: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) ter podatkovna zbirka ORBIS družbe Moody's. Opombe: Skupna profitna marža iz nabora podatkov SAFE-ORBIS se izračuna tako, da se seštejeta dobiček pred davki in prihodek vseh podjetij v vsakem bilančnem letu iz zbirke ORBIS, nato pa izračuna profitna marža. Podatki iz bilanca stanja se v zbirki ORBIS objavljajo z zamikom; v naši analizi je zadnje razpoložljivo leto za profitne marže leto 2022.

**Ocenjuje se, da se je zaradi višjih profitnih marž izboljšala sposobnost podjetij, da ob negativnem šoku glede njihovega prihodnjega poslovanja kopičijo delovno silo (graf D).** Za oceno razmerja med profitnimi maržami in kopičenjem delovne sile se izvedejo regresije na ravni podjetij.<sup>4</sup> S povečanjem profitne marže podjetja za 1 odstotno točko naj bi se delež podjetij, ki zaradi poslabšanja obetov kopičijo delovno silo, po ocenah povečal za okrog 0,2 odstotne točke. K povečevanju kopičenja delovne sile prispeva komponenta zaposlenosti, ki naj bi se po ocenah povečala za približno 0,4 odstotne točke, medtem ko naj višja profitna marža na komponento aktivnosti še vedno večinoma ne bi vplivala.<sup>5</sup> To pomeni, da je rast profitnih marž prispevala k temu, da podjetjem ni bilo treba zmanjšati delovne sile, potem ko so jih po pandemiji prizadeli šoki, zaradi katerih so se poslabšali obeti za njihovo poslovanje.

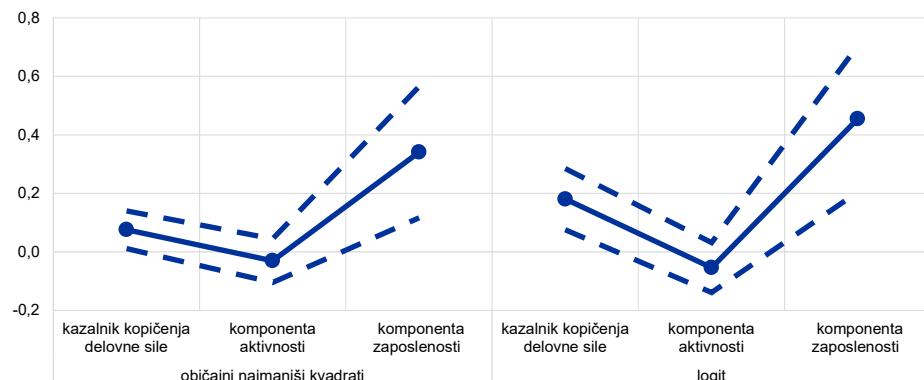
<sup>4</sup> Te regresije vključujejo fiksne učinke na ravni podjetja, da bi se upoštevale nezaznavne značilnosti podjetja, in časovno fiksne učinke, s katerimi se upoštevajo spremembe v gospodarskem ciklu in spremenljajoča se sestava podjetij v posameznem krogu ankete SAFE.

<sup>5</sup> Poudariti je treba, da je odločitev podjetij za kopičenje delovne sile racionalna in skladna z dolgoročnimi cilji doseganja čim večjega dobička. Podjetja, ki stremijo k čim večjemu dobičku, se za kopičenje delovne sile odločijo, kadar stroški odpuščanj, ponovnega zaposlovanja in usposabljanja presegajo stroške zadržanja zaposlenih.

### Graf D

#### Vpliv povečanja profitne marže podjetij za 1 odstotno točko na kopičenje delovne sile

(v odstotnih točkah)



Vira: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) ter podatkovna zbirka ORBIS družbe Moody's.

Opombe: Vpliv spremembe profitne marže podjetja je ocenjen z metodami panelnih podatkov, pri čemer je kazalnik kopičenja delovne sile podjetja regresiran na: (i) profitno maržo podjetja za prejšnje poslovno leto, (ii) časovni učinek, da bi se upoštevale spremembe v gospodarskem ciklu, in (iii) fiksne učinke, specifične za podjetje. Model običajnih najmanjših kvadratov ima časovno spremenljive uteži na ravni podjetja. Model logit ima fiksne uteži na ravni podjetja.

**Vpliv višjih profitnih marž na kopičenje delovne sile je bil na splošno prisoten pri vseh sektorjih, največji pa je bil pri gradbeništvu.** Ocenjeni vpliv višje profitne marže na kazalnik kopičenja delovne sile pri industriji znaša 0,1 odstotne točke, pri gradbeništvu 0,5 odstotne točke in pri tržnih storitvah 0,2 odstotne točke. Medtem ko so na skupne spremembe kopičenja delovne sile v vseh sektorjih vplivali predvsem zunanjji šoki, ki so poslabšali obete za poslovanje podjetij, so bile realizirane visoke profitne marže še vedno pomemben dejavnik, ki je prispeval k ohranjanju velike sposobnosti podjetij, da kopičijo delovno silo.

**Zmanjševanje profitnih marž bi lahko imelo posledice za rast zaposlenosti v prihodnjem obdobju.<sup>6</sup>** Visoke profitne marže iz obdobja 2021–2022 so se začele normalizirati in se približujejo ravnem pred pandemijo. Zato bo zmanjševanje profitnih marž verjetno eden od možnih dejavnikov zmanjševanja sposobnosti podjetij, da kopičijo delovno silo. V prihodnjem obdobju naj bi profitne marže manj podpirale rast zaposlenosti kot do zdaj.

<sup>6</sup> Najnovejša gibanja na področju kopičenja delovne sile so vplivala tudi na produktivnost dela, kot je obravnavano v Arce, O., in Sondermann, D., »[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)«, blog ECB, 6. maj 2024.

## 4

# Dejavniki rasti zaposlenosti v euroobmočju po pandemiji – pogled na podlagi modela

Pripravila Agostino Consolo in Claudia Foroni

**Prilagajanje realnih plač ima ključno vlogo pri spodbujanju rasti zaposlenosti v euroobmočju po pandemiji.** V tem okvirju obravnavamo gibanje rasti zaposlenosti po koncu pandemije s poudarkom na obdobju od začetka leta 2022 dalje. Močna rast zaposlenosti v gospodarskem okolju, ki ga zaznamujejo zelo visoke cene energentov, je bila v primerjavi z gospodarsko aktivnostjo izjemna. Prilagoditveni mehanizem je bil drugačen od tistega po energetski krizi v 1970-ih letih, ko so se realne plače občutno povečale in presegle rast produktivnosti. Nasprotno so se realne plače od začetka leta 2022 zniževale bolj kot produktivnost, kar je podjetjem zagotavljalo manevrski prostor glede marž in tako prispevalo k nadaljnemu ustvarjanju delovnih mest ob pomanjkanju kvalificirane delovne sile. Naslednja empirična analiza osvetljuje ključne dejavnike nedavne rasti zaposlenosti.

**Od konca pandemije je bila dinamika zaposlenosti v euroobmočju precej močnejša od gospodarske aktivnosti (graf A, slika a).**<sup>1</sup> Rast zaposlenosti je bila od prvega četrletja 2022 z vidika preteklih gibanj izjemno močna. Dinamiko zaposlenosti lahko preučujemo tudi skozi prizmo razmerja med rastjo zaposlenosti in gospodarsko rastjo, ki izhaja iz Okunovega zakona.<sup>2</sup> Glede na empirične ocene tega razmerja za euroobmočje naj bi se zaposlenost kratkoročno in tudi dolgoročno<sup>3</sup> povečevala s približno polovično stopnjo rasti realnega BDP (preproste ocene Okunove elastičnosti so med 0,2 in 0,5). Nasprotno se je rast zaposlenosti od prvega četrletja 2022 močno prilagodila in nedavno prehitela rast realnega BDP. Tega ni mogoče pripisati izključno okrevanju po pandemiji, saj je do prerazporeditve prišlo že proti koncu leta 2021.

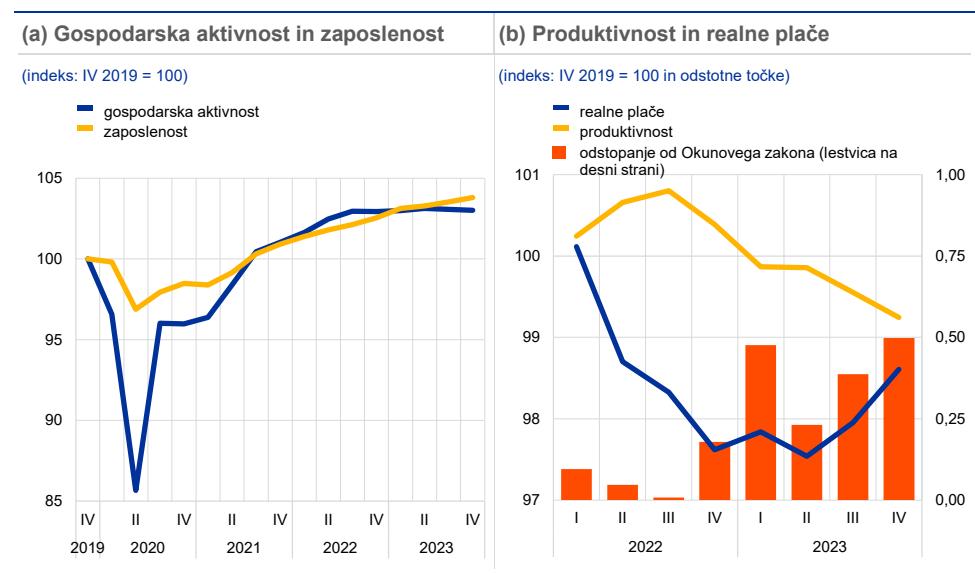
<sup>1</sup> Temeljit pregled trga dela v euroobmočju, ki dopolnjuje rezultate v tem okvirju, je na voljo v okvirju z naslovom »*Delovna sila v euroobmočju: novejša gibanja in dejavniki*«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2023; Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. in Mohr, M., »*More jobs but fewer working hours*«, blog ECB, 7. junij 2023; in okvir z naslovom »*Vloga zaposlenosti v javnem sektorju med krizo zaradi COVID-19*«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2022.

<sup>2</sup> Za pregled glej Ball, L., Leigh, D. in Loungani, P., »*Okun's Law: Fit at 50?*«, *Journal of Money, Credit and Banking*, zvezek 49, številka 7, 2017, str. 1413–1441.

<sup>3</sup> Glej Anderton, R., Arank, T., Bonthuis, B. in Jarvis, V., »*Disaggregating Okun's law*«, *Working Paper Series*, št. 1747, ECB, Frankfurt na Majni, december 2014.

## Graf A

### Okunov zakon, produktivnost in realne plače



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Slika b prikazuje realne plače, deflacionirane z deflatorjem zasebne potrošnje. Pri uporabi deflatorja BDP je razlika med produktivnostjo in realnimi plačami še vedno pozitivna, vendar je kvantitativno manjša in se v zadnjem četrtletju 2023 zmanjša. Produktivnost se meri kot proizvod na delavca. Rdeči stolpcji prikazujejo odstopanja (v odstotnih točkah) od Okunovega zakona. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2023.

### Ustvarjanje delovnih mest je bilo podprt s tem, da so se realne plače zmanjšale za več kot produktivnost.

V nasprotju z gibanjem v 1970-ih letih so se realne plače po energetski krizi leta 2022 zmanjšale bolj kot produktivnost dela, kar je spodbudilo ustvarjanje delovnih mest (graf A, slika b). Povečanje razlike med rastjo realnih plač in rastjo produktivnosti je spodbudilo rast zaposlenosti nad stopnjo, ki je skladna s preteklim razmerjem z BDP, kar je v skladu z napovedjo velike pozitivne vrzeli po Okunovem zakonu. Takšno prilagajanje realnih plač ne zagotavlja zgolj ustvarjanja delovnih mest, temveč lahko tudi omeji ukinjanje delovnih mest, saj se v času visoke dobičkonosnosti podjetij in pomanjkanja znanja na trgu dela poveča vrednost obstoječih odnosov podjetij z delavci (in s tem spodbuja kopiranje delovne sile).<sup>4</sup>

**Na podlagi empiričnega modela Okunovega zakona ugotavljamo, da so nihanja povpraševanja in prilagajanja realnih plač po energetski krizi prispevala k prekiniti povezave med rastjo zaposlenosti in dinamiko gospodarske aktivnosti.** Za pojasnitve ključnih dejavnikov nihanja zaposlenosti uporabljamo struktturni Bayesov vektorski avtoregresijski (BVAR) model, ki vključuje šok na strani agregatnega povpraševanja in tri šoke na strani agregatne ponudbe (nevtralna

<sup>4</sup> V zvezi z vlogo dobičkonosnosti glej okvir z naslovom »Višje profitne marže so prispevale h kopiranju delovne sile v podjetjih« v tej številki Ekonomskega biltena.

tehnologija, substitucija dejavnikov in specifični šoki na trgu dela).<sup>5</sup> Šok, povezan z nevtralno tehnologijo, lahko razumemo kot padec skupne faktorske produktivnosti, ki povzroči sorazmerno zmanjšanje uporabe kapitala in dela, običajno pa ga sestavljajo tudi druge motnje, kot so globalna ozka grla v dobavnih verigah.<sup>6</sup> Šok zaradi substitucije dejavnikov pa zajema neposredno substitucijo med delom in drugimi proizvodnimi dejavniki, pri čemer ni nujno, da gre le za kapital. Ob velikem zvišanju cen energentov in vmesnih proizvodov je smiselno predpostaviti, da so v igri tudi učinki prerezpojanja in nadomeščanja.<sup>7</sup> Kvantitativni pomen vsakega dejavnika se izmeri z uporabo modela na podatkih. Graf B prikazuje zgodovinsko razčlenitev prispevka štirih šokov k rasti gospodarske aktivnosti in zaposlenosti. Od začetka leta 2022 je prispevek šokov, povezanih z nevtralnimi tehnologijami (rdeči stolpec), pri gospodarski aktivnosti in zaposlenosti večinoma negativen, kar odraža predvsem ozka grla v svetovnih dobavnih verigah. Šok zaradi substitucije dejavnikov (zeleni stolpec) je pomembno vplival na zmanjšanje gospodarske aktivnosti in povečanje zaposlenosti, kar kaže na morebiten pomen substitucije med proizvodnimi dejavniki. To odraža spremembo relativne cene vhodnih dejavnikov, saj se je delo v primerjavi z energijo in kapitalom pocenilo.

---

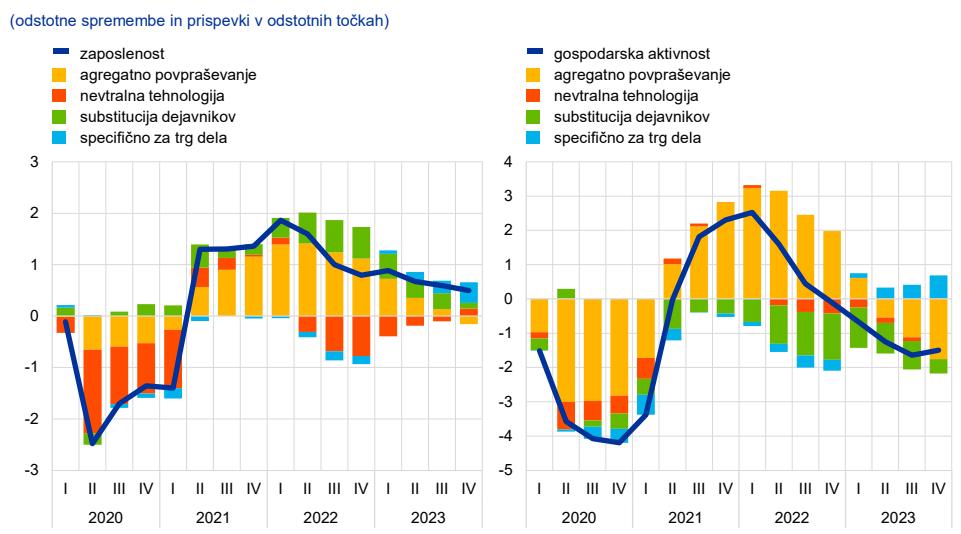
<sup>5</sup> Model BVAR razmejuje različne potencialne sile, ki poganjajo rast gospodarske aktivnosti in zaposlenosti (glej Consolo, A. in Foroni, C., »The euro area labour market: and yet, it moves!«, mimeo). Model je ocenjen na podlagi četrletnih podatkov o zaposlenosti, realnem BDP, inflaciji, merjeni s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), realnih plačah (deflacioniranih z deflatorjem BDP) in nominalnih obrestnih merah od leta 1970 do leta 2023. Strategija prepoznavanja se izvaja z omejitvami predznaka, ki izhajajo iz teoretičnih modelov trga dela (glej Abbritti, M. in Consolo, A., »Labour market skills, endogenous productivity and business cycles«, *Working Paper Series*, št. 2651, ECB, februar 2022, in Foroni, C, Furlanetto, F. in Le Petit, A., »Labor supply factors and economic fluctuations«, *International Economic Review*, 2018, zvezek 59, str. 1491–1510).

<sup>6</sup> Glej Blanchard, O., in Galí, J., »The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?«, *Working Papers Series*, št. 15467, NBER, 2010.

<sup>7</sup> Literatura se vse bolj osredotoča na šoke, ki povzročajo podobno negativno sogibanje med gospodarsko aktivnostjo in zaposlenostjo. Med njimi so tudi šoki, ki se včasih opredeljujejo kot šoki, ki so posledica avtomatizacije (glej Foroni, C. in Furlanetto, F., »Explaining deviations from Okun's law«, *Working Paper Series*, št. 2699, ECB, avgust 2022), in sektorski šoki, ki spremenijo poglavljajanje kapitala po sektorjih v duhu avtorjev Acemoglu, D. in Guerrieri, V., »Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth«, *Journal of Political Economy*, 2008, zvezek 116, str. 467–498.

## Graf B

### Zgodovinska razčlenitev zaposlenosti in gospodarske aktivnosti



Vir: Consolo, A. in Foroni, C., »The euro area labour market: and yet, it moves!«, mimeo.

Opombe: Črta prikazuje medletno stopnjo rasti zaposlenosti (leva slika) in gospodarske aktivnosti (desna slika) z vidika odstopanja od njune deterministične komponente. Stolpci prikazujejo prispevek posameznega šoka v odstopnih točkah. Ekonomski pomen posameznega šoka je opisan v glavnem besedilu. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2023.

**Okrevanje povpraševanja je do začetka leta 2023 podpiralo rast zaposlenosti in gospodarske aktivnosti.** Od takrat se je gospodarska aktivnost zaradi šibkejšega povpraševanja upočasnila bolj kot rast zaposlenosti, kar je prispevalo k večjemu odstopanju od Okunovega zakona. Dejavniki na strani povpraševanja – vključno z denarno in javnofinančno politiko – so spodbujali rast zaposlenosti, kar je prikazano z rumenimi stolci v grafu B. Primeri javnofinančnih politik, ki podpirajo zaposlenost, so povečanje zaposlenosti v javnem sektorju ter posredni učinki pripravnih programov in davčnih olajšav v nekaterih državah euroobmočja. To je skupaj z učinki ciljno usmerjenih energetskih politik na agregatno povpraševanje prispevalo k ohranjanju povpraševanja in delovnih mest, pri čemer je bil vpliv na zaposlenost močnejši kot na gospodarsko aktivnost.<sup>8</sup> Povpraševanje pa se je zaradi zaostrovanja denarne politike precej zmanjšalo, s čimer se je upočasnila rast zaposlenosti in oslabila gospodarska aktivnost. Model kaže, da se je gospodarska aktivnost glede na povpraševanje zmanjševala hitreje kot zaposlenost. Za leto 2022 model dejavnikom, ki so značilni za trg dela (modri stolci) in izhajajo iz manjše aktivnosti prebivalstva in večje pogajalske moči delavcev, pripisuje le omejene negativne učinke.<sup>9</sup> Ti učinki so se leta 2023 delno vrnili na prejšnje ravni, kar je verjetno posledica odsotnosti shem samodejne indeksacije plač in dejstva, da so bila inflacijska pričakovanja leta 2022 trdno zasidrana. V nasprotju s prejšnjimi energetskimi krizami (kot je bila tista v 1970-ih letih) so ti dejavniki vplivali na prilagoditev trga dela prek realnih plač in ne prek višje stopnje brezposelnosti.

<sup>8</sup> Glej okvir z naslovom »**Informacije o odzivih javnofinančne politike v euroobmočju na energetsko krizo in visoko inflacijo**«, *Ekonomska bilten*, številka 2, ECB, 2023.

<sup>9</sup> Šok, specifičen za trg dela, zajema stopnjo pogajalske moči delavcev ali dejavnike ponudbe delovne sile. Izkazalo se je, da imajo šoki, ki izvirajo s trga dela, kvantitativno pomembno vlogo pri razlagi zaposlenosti in plač (glej Consolo, A., Foroni, C. in Martínez Hernández, C., »**A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market**«, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, zvezek 85, str. 1048-1082).

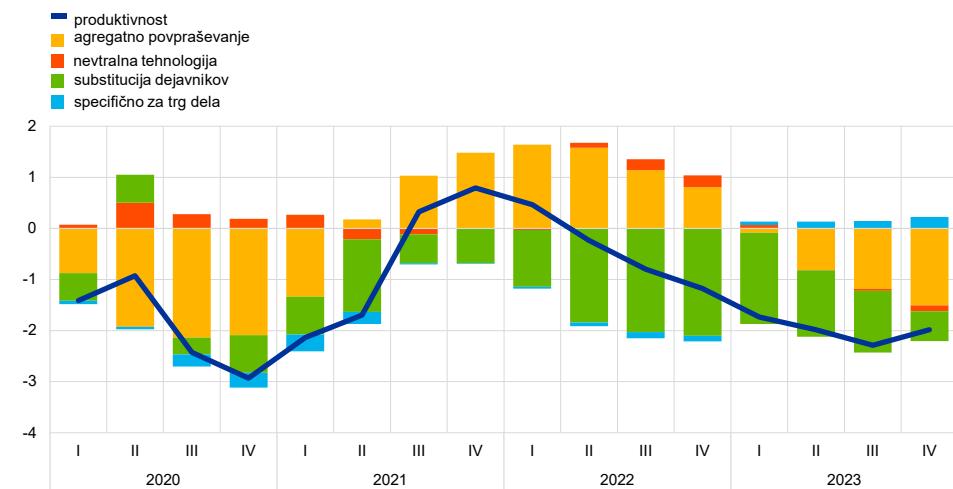
### Iz modela je razvidno, da so velik del nedavnega padca produktivnosti

**povzročili ciklični dejavniki.** Po močni okrepitevi produktivnosti po pandemiji je na produktivnost znatno vplivala energetska kriza. Cikličnost produktivnosti v euroobmočju se je še povečala zaradi izjemne moči trga dela. Model kaže, da se je z odpornostjo zaposlenosti, ki jo je sprožil šok zaradi substitucije dejavnikov, povečal padec produktivnosti dela (graf C). Zaradi istega šoka so se zmanjšali stroški realnih plač, s tem pa sta se okrepila pozitivni učinek na zaposlenost in negativni učinek na produktivnost. Prilagajanje produktivnosti je povezano tudi z dejavniki na strani povpraševanja (rumeni stolpci), katerih prispevek je v zadnjem času postal bolj negativen, vendar naj bi se ta dolgoročno zmanjšal. Šok zaradi substitucije dejavnikov počasi pojema, kar odraža tudi spremembe cen emergentov in realnih obrestnih mer, vendar imajo lahko drugi dejavniki na strani ponudbe, kot so inovacije in digitalizacija, staranje prebivalstva in drugi strukturni trendi, trajnejše učinke na dolgoročno dinamiko produktivnosti v euroobmočju.

### Graf C

#### Zgodovinska razčlenitev produktivnosti dela

(odstotna sprememba in prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Consolo, A. in Foroni, C., »The euro area labour market: and yet, it moves!«, mimeo.

Opombe: Produktivnost se meri kot proizvod na delavca. Črta prikazuje medletno rast produktivnosti glede na odstopanje od deterministične komponente. V stolpcih je prikazan prispevek posameznega šoka v odstotnih točkah. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2023.

### Pričakuje se, da se bo v prihodnje umirilo več dejavnikov, ki trenutno

**negativno vplivajo na rast produktivnosti.** Učinki ukrepov javnofinančne podpore, ki so ohranjali zaposlenost, naj bi v prihodnjih četrletljih predvidoma popustili. Cene emergentov se normalizirajo, kar zmanjšuje učinek substitucije dejavnikov med delom, energijo in kapitalom. Ko se bo stopnja inflacije v euroobmočju zmanjšala in približala ciljni stopnji, se bo omejevalni učinek denarne politike na povpraševanje verjetno normaliziral. Pričakuje se, da bodo vsi ti dejavniki, ki vplivajo na zmanjšanje produktivnosti, popustili, kar bo pripomoglo k odpravi razkoraka med rastjo realnih plač in rastjo produktivnosti. Ker imajo podjetja manj spodbud za zaposlovanje delavcev ali kopiranje delovne sile, se bo razmerje med zaposlenostjo in BDP

verjetno vrnilo na običajno raven, kar bo povzročilo ciklično prilagajanje rasti produktivnosti.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Glej Arce, O. in Sondermann, D., »[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)«, *blog ECB*, maj 2024.

## Bo avtomobilski sektor v euroobmočju okreval?

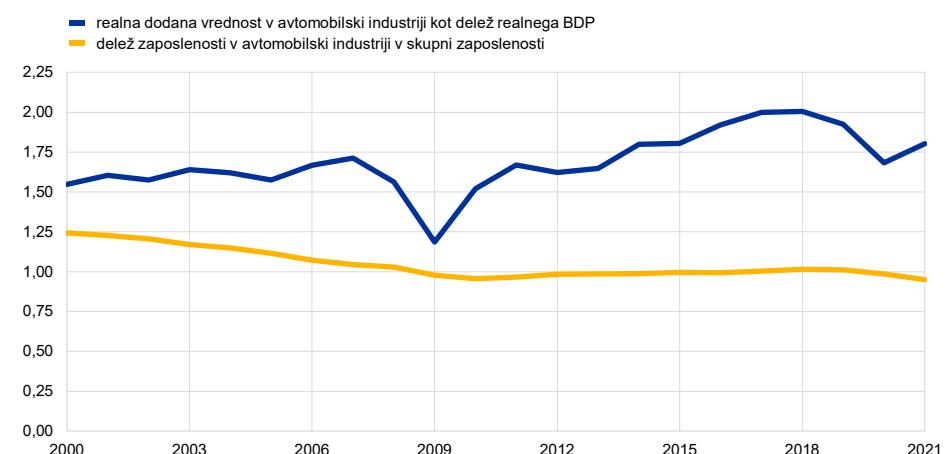
Pripravili Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann in Pedro Neves

**Avtomobilska industrija prispeva pomemben delež k dodani vrednosti gospodarstva v euroobmočju.** Delež avtomobilske industrije v realni dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti znaša 10%, delež v realnem BDP pa je malo pod 2%. Avtomobilska industrija predstavlja 1% celotne zaposlenosti v euroobmočju in 4% izvoza v države zunaj euroobmočja. Ob upoštevanju medsektorskih povezav se dodana vrednost skoraj podvoji, kar kaže na izredno velik delež tega sektorja v gospodarstvu.<sup>1</sup> Odpornost panoge dokazuje njena pretekla uspešnost glede na skupni BDP. Razen med svetovno finančno krizo in v zadnjem obdobju se je sektor povečeval za več kot celotni BDP in dosegel vrh v začetku leta 2018. Poleg tega od leta 2012 ohranja dokaj stabilen delež celotne zaposlenosti v euroobmočju (graf A).

### Graf A

Velikost avtomobilskega sektorja v euroobmočju glede na celotno gospodarstvo

(v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Najnovejši podatki so za leto 2021.

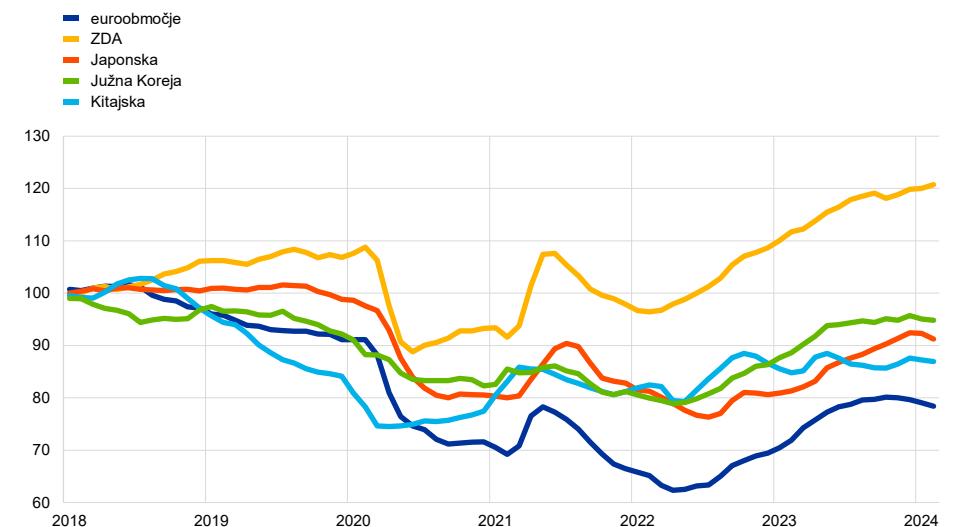
**Avtomobilska industrija v euroobmočju pa se od doseženega vrha v začetku leta 2018 srečuje z velikimi izzivi, saj sta se proizvodnja in izvoz opazno zmanjšala in ostajata pod ravnijo iz obdobja pred pandemijo.** Obseg proizvodnje in izvoz zaostajata za mednarodnimi konkurenti, saj sta za približno desetino nižja od ravnih pred pandemijo COVID-19 in za petino nižja od najvišjih ravnih v začetku leta 2018 (grafov B in C). Konkurenčni so se odrezali veliko bolje: avtomobilska industrija v državah, kot so Kitajska, Japonska, Združene države in Koreja, je bila uspešnejša, Kitajska pa je postopno postala pomembna izvoznica v euroobmočje.

<sup>1</sup> Glej članek z naslovom »Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area« v tej številki Ekonomskega biltena.

## Graf B

### Obseg proizvodnje avtomobilov glede na svetovno konkurenco

(12-mesečna drseča sredina, december 2017 = 100)



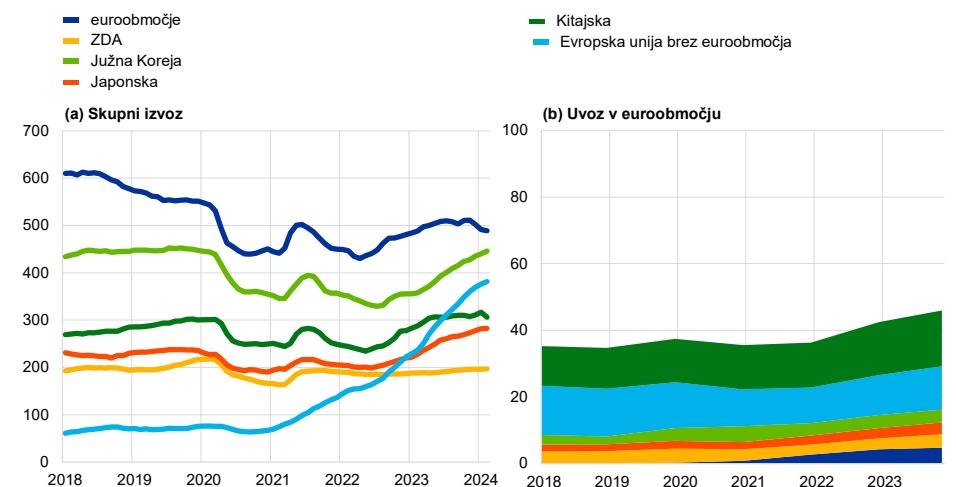
Viri: Eurostat, nacionalni statistični uradi in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2024.

## Graf C

### Obseg izvoza avtomobilov in deleži uvoza

(slika a: avtomobili (v tisočih), 12-mesečna drseča sredina; slika b: delež domačega povpraševanja po avtomobilih)



Viri: Trade Data Monitor, Eurostat, Statistični urad Evropske unije in izračuni ECB.

Opombe: Obseg izvoza je izražen v enotah izvoženih vozil. Zadnji podatki na sliki a se nanašajo na januar 2024 (in december 2023 za Kitajsko), na sliki b pa na leto 2023.

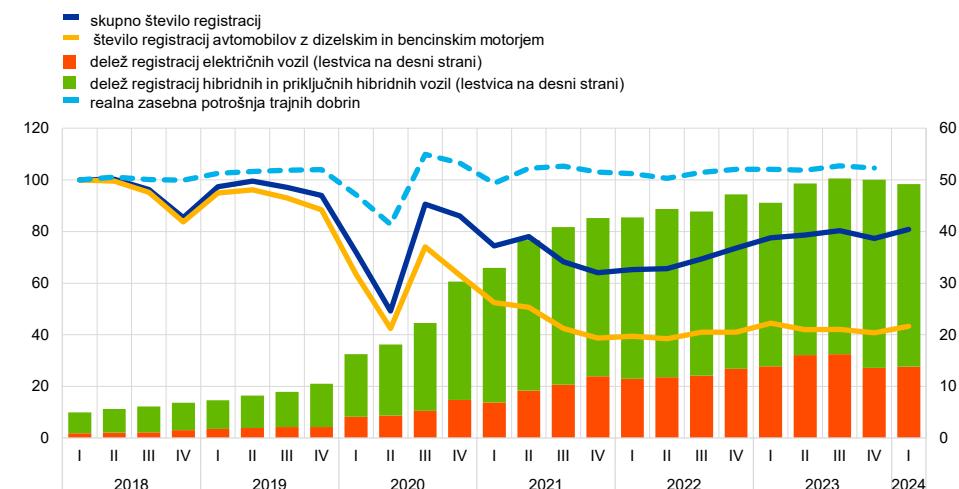
**Upad aktivnosti je bil posledica upada prodaje avtomobilov z motorji na notranje izgorevanje, ki ga je le delno nadomestilo naraščajoče povpraševanje po hibridnih in električnih avtomobilih.** Sredi leta 2018 so se spremenili regulativni standardi EU za motorna vozila, s čimer so se uveljavili strožji standardi emisijskih vrednosti ogljikovega dioksida (CO<sub>2</sub>) in strožje testiranje emisij, kar je odvračalo od nakupa avtomobilov na notranje izgorevanje. Prodaja hibridnih in električnih vozil se je postopoma povečevala z ene desetine vseh registracij v letu 2018 na polovico vseh registracij do leta 2023 (graf D). Število registracij

avtomobilov v euroobmočju je bilo v prvem četrtletju 2024 v primerjavi z začetkom leta 2018 za približno 20% manjše (graf D). Precejšnja razlika med številom registracij avtomobilov in potrošnjo trajnih proizvodov v gospodinjstvih, ki ostaja razmeroma stabilna, kaže na to, da gospodinjstva verjetno odlašajo z nakupi novih vozil vseh vrst.

### Graf D

#### Število registracij avtomobilov glede na vrsto

(lestvica na levi strani: indeks: I 2018 = 100; lestvica na desni strani: odstotek vseh registracij)



Viri: Evropsko združenje proizvajalcev avtomobilov, Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2024, podatki o potrošnji trajnih proizvodov pa so za zadnje četrtletje 2023.

**Povpraševanje po motornih vozilih se je zmanjšalo tudi zaradi povišanja cen, ki so ga povzročile motnje v dobavnih verigah, višji stroški energije in zaostreni pogoji financiranja.** Med pandemijo so se podaljšali dobavni roki za avtomobilske komponente, zlasti v euroobmočju, kjer so proizvodne verige močno globalno povezane. Poleg tega se od septembra 2021 skoki cen energentov prenašajo na cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih in končne cene avtomobilov.<sup>2</sup> Nazadnje je zvišanje obrestnih mer zaradi zaostrovanja denarne politike odvračalo od lizinga in kreditov za nakup avtomobilov, s čimer se je zmanjšalo povpraševanje po domačih in tujih avtomobilih.

**Kljub tem izzivom je euroobmočju s hitrejšim prehodom na električna in zlasti hibridna vozila kot konkurentom večinoma uspelo ubraniti svoj položaj na svetovnih trgih. Izvoz v teh segmentih se je z nizke ravni povečal in danes predstavlja več kot tretjino vseh izvoženih enot.** Čeprav je euroobmočje v zadnjih nekaj letih izgubilo tržni delež, je bilo zmanjšanje glede na vrednost razmeroma skromno (2,5-odstotno zmanjšanje od leta 2017).<sup>3</sup> Poleg tega se je to zmanjšanje nanašalo izključno na segment tradicionalnih avtomobilov, delno pa so jih izravnali

<sup>2</sup> Glej okvir z naslovom »*Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices*«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2022, in De Santis, R. A., »*Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices*«, *International Journal of Central Banking*, 2024, zvezek 20, str. 193–236.

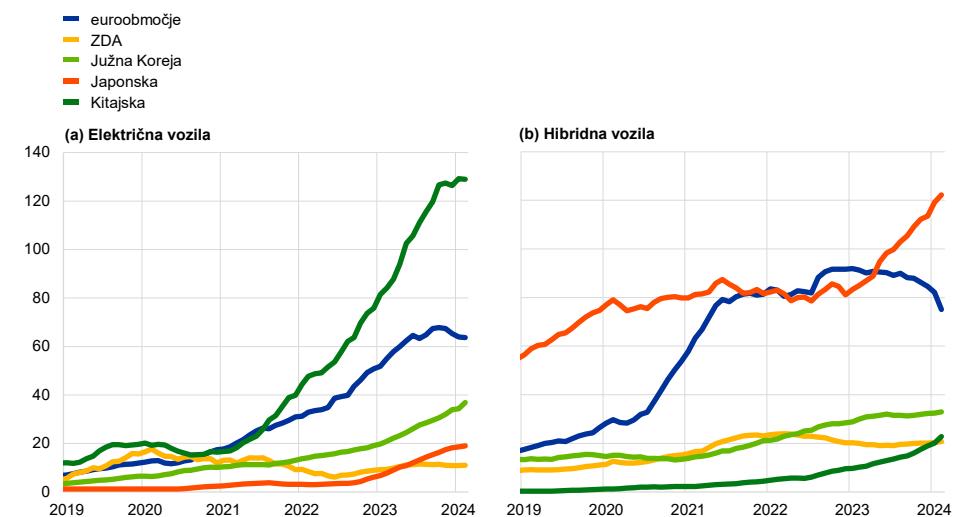
<sup>3</sup> Glej Schnabel, I., »*The future of inflation (forecast) targeting*«, govor na mednarodnem raziskovalnem forumu o denarni politiki, Svet guvernerjev centralnih bank ZDA, Washington, D.C., (prosojnika 8), 17. april 2024.

veliki dobički v segmentu hibridnih in električnih vozil (graf E). Kitajska je sicer močno prodrla s segmentom električnih vozil, vendar do zdaj predvsem z majhnimi in varčnimi vozili. Euroobmočje ostaja drugi največji proizvajalec električnih in hibridnih avtomobilov od leta 2020 oziroma 2022. Poleg tega so se proizvajalci avtomobilov v euroobmočju v preteklosti specializirali za visokocenovni segment trga, na katerega ugodno vpliva razmeroma cenovno neelastično povpraševanje.<sup>4</sup> Proizvodnja avtomobilov v euroobmočju je namreč ostala zelo dobičkonosna in je v letih 2022 in 2023 dosledno beležila najvišje stopnje čistega dobička med glavnimi svetovnimi konkurenti. To kaže na odpornost panoge v euroobmočju in njeno konkurenčno prednost na svetovnem avtomobilskem trgu.

### Graf E

#### Obseg izvoza električnih in hibridnih avtomobilov

(avtomobili (v tisočih), 12-mesečna drseča sredina)



Viri: Trade Data Monitor in izračuni ECB.

Opombe: Obseg izvoza je izražen v enotah izvoženih vozil. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2024.

**Odpornost avtomobilske industrije v euroobmočju proti vse močnejši konkurenci iz tujine se kaže tudi v tem, da ostaja svetovno središče avtomobilske proizvodnje.** Kljub izzivom, kot sta naraščajoči uvoz in prodor<sup>5</sup> uvoza iz Kitajske, se zdi, da euroobmočje ohranja konkurenčno prednost na področju transportne opreme, kar razkriva ugodna neto trgovinska bilanca.<sup>6</sup> Leta 2022 je izvoz transportne opreme iz euroobmočja po vsem svetu presegel količine uvožene transportne opreme, kar kaže na moč euroobmočja kot izvoznika (graf F). Kljub vse večji prisotnosti kitajskega uvoza na domačem trgu (graf B) in kitajski prevladi v svetovni proizvodnji baterij je neto trgovinska bilanca euroobmočja s Kitajsko na področju transportne opreme ostala pozitivna in je znašala 3,8% domače proizvodnje te panoge.

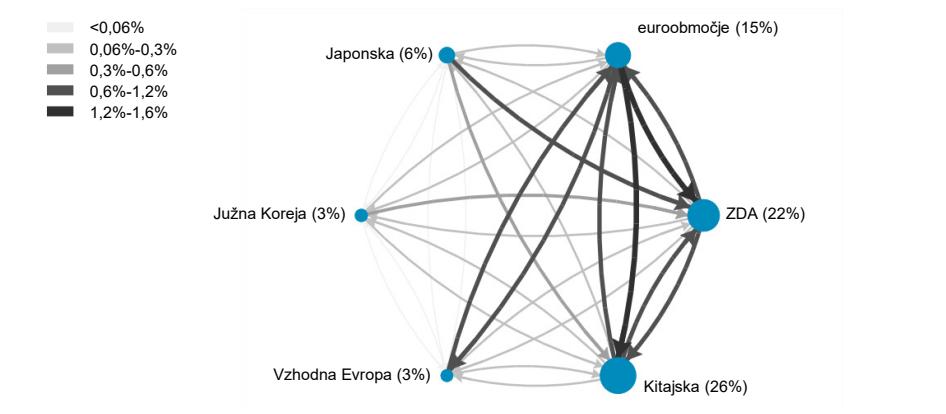
<sup>4</sup> Interne empirične analize kažejo, da so izvozne enote euroobmočja manj občutljive na spremembe cen avtomobilov kot izvozne enote drugih glavnih svetovnih proizvajalcev (iz Japonske, Združenih držav Amerike in Koreje) in bistveno manj občutljive kot Kitajske.

<sup>5</sup> Prodor uvoza se meri z razmerjem med uvozom in skupno domačo potrošnjo.

<sup>6</sup> Motorna vozila, prikolice in polprikolice predstavljajo 76% dodane vrednosti v izvozu iz euroobmočja in 89% njegove neto trgovinske bilance.

## Graf F

Globalna mreža dodane vrednosti pri transportni opremi leta 2022

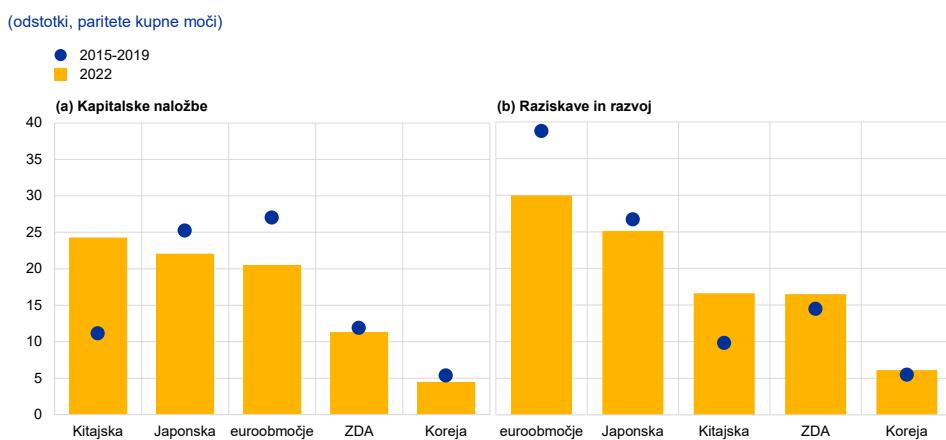


Viri: Medregionalni input-output podatki in izračuni ECB.  
Opombe: Velikost vozlišč je sorazmerna z domačo dodano vrednostjo v transportni opremi v ameriških dolarjih. Debelina puščic predstavlja dvostranske prilive in odlive dodane vrednosti na področju transportne opreme. Odstotki, navedeni ob vozliščih in v legendi, označujejo delež zadevne dodane vrednosti glede na celotno svetovno dodano vrednost transportne opreme.

**Proizvajalci avtomobilov v euroobmočju za ohranjanje konkurenčnosti na zelo dinamičnem avtomobilskem trgu veliko vlagajo v elektrifikacijo in digitalne tehnologije.** To je razvidno iz znatnih kapitalskih naložb ter izdatkov za raziskave in razvoj (R&R), pri čemer so proizvajalci avtomobilov v euroobmočju leta 2022 na svetovni ravni predstavljali približno 20% in 30% (graf G). Medtem ko je Kitajska postala vodilna na področju kapitalskih naložb, proizvajalci avtomobilov iz euroobmočja še naprej največ vlagajo v raziskave in razvoj, kar kaže na njihovo zavezanost inovacijam. To dokazuje veliko novih s prometom povezanih patentov, ki so jih podjetja iz euroobmočja registrirala pri Evropskem patentnem uradu med letoma 2020 in 2022. To število presega število patentov njihovih konkurentov. Vendar pa podjetja v euroobmočju zaostajajo pri registraciji patentov za digitalne komunikacije, kar kaže na morebitne izzive, s katerimi se spoprijema avtomobilski sektor v euroobmočju v zvezi z digitalno preobrazbo.

## Graf G

Delež avtomobilskega sektorja v kapitalskih naložbah ter izdatkih za raziskave in razvoj



Viri: Reuters in izračuni ECB.

**V srednjeročnem obdobju naj bi okrevanje proizvodnje avtomobilov v euroobmočju spodbujalo predvsem povpraševanje potrošnikov, vendar so pred nami znatna tveganja.** Če se bodo ovire pri uveljavljanju električnih avtomobilov zmanjšale in če bodo začasni šoki izginili, bi se moralo domače povpraševanje okrepliti. Vendar pa je več pomembnih tveganj, ki bi lahko vplivala na te obete. Ključnega pomena bo uspeh proizvajalcev avtomobilov v euroobmočju pri povezovanju digitalnih procesov s tradicionalnimi, pri pospeševanju inovacij in pri uvajanju tehnologij, ki bodo pridobile naklonjenost trga. Velika odvisnost proizvajalcev avtomobilov v euroobmočju od dobaviteljev, ki so skoncentrirani na nekaj lokacijah (na primer proizvodnja polprevodnikov in baterij, ki poteka v majhnem številu držav v Aziji), dodatno ogroža dobavne verige, zlasti v času povečanih geopolitičnih napetosti. Za ohranitev konkurenčnosti je treba okrepliti odpornost proti motnjam v dobavnih verigah in diverzificirati vire strateških komponent. Tudi industrijske politike, zlasti tiste, povezane z zelenim prehodom, kot je polnilna infrastruktura, bodo vplivale na obete za avtomobilski sektor v euroobmočju.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Evropski parlament je leta 2021 potrdil uredbo o [vzpostaviti infrastrukture za alternativna goriva](#), ki utira pot sprejetju zelenih strategij EU. Podobne pobude vključujejo [digitalni potni list vozila](#) in [digitalni potni list baterije](#), katerih cilj je povečati transparentnost in trajnostnost v avtomobilski industriji. Da bi industrijo spodbudila k inovativnim in vzdržnim načinom projektiranja in proizvodnje, je EU sprejela tudi zakonodajo o [materialih za recikliranje baterij](#). Poleg tega EU zagotavlja gospodarske spodbude, kot je [mehanizem za ogljično prilagoditev na mejah](#), ki uvaja pristojbine za uvožene izdelke, ki so ogljično bolj intenzivni, da se zmanjša selitev virov CO<sub>2</sub> in spodbudijo bolj zelene prakse v industriji.

## Kazalniki dobička pri analizi inflacije, ki upoštevajo vlogo skupnih stroškov

Pripravila Elke Hahn in Théodore Renault

**Pri standardnih kazalnikih dobička v gospodarstvu, ki so izpeljani iz nacionalnih računov, se kot referenčna vrednost uporablja BDP in ne skupen obseg proizvodov.** Medtem ko se »skupen obseg proizvodov« pogosto uporablja kot sopomenka za BDP, pa je v nacionalnih računih med obema pojoma razlika. Skupen obseg proizvodov za razliko od BDP vključuje vmesno potrošnjo, ki je potrošnja izdelkov in storitev, ki se uporablja za ustvarjanje BDP, ali s tem povezan pojem »dodane vrednosti«.<sup>1</sup> »Skupen obseg proizvodov« je natančno opredeljen pojem, vendar četrtni nacionalni računi ne vključujejo pravočasnih podatkov o skupnem obsegu proizvodov v euroobmočju.<sup>2</sup> Standardni kazalniki dobička v nacionalnih računih, ki temeljijo na BDP, zato omogočajo ocenjevanje gibanja dobička – merjenega z bruto poslovnim presežkom in raznovrstnim dohodkom – glede na stroške dela, ne pa glede na skupne stroške. Ti kazalniki so torej koristni za ocenjevanje, kako dobiček trenutno absorbira zviševanje stroškov dela, vendar ne kažejo, kako natančno gibanje stroškov za proizvode za vmesno porabo (kot so na primer energenti) to zavira ali pospešuje. To bi ponazorili kazalniki dobička, ki temeljijo na skupnem obsegu proizvodov.

**Kazalnike dobička, ki upoštevajo skupne vhodne stroške, je mogoče približno izračunati tako, da se skupen obseg proizvodov nadomesti s pojmom »skupna ponudba«.** Skupna ponudba je opredeljena kot vsota BDP in uvoza, pri čemer so podatki o obeh na voljo v četrtnih nacionalnih računih za euroobmočje. Pri približnem izračunu skupnega obsega proizvodov prek skupne ponudbe se upošteva dejstvo, da je skupna ponudba minus uvoz enaka BDP, kar je enako skupnemu obsegu proizvodov minus vmesna potrošnja.<sup>3</sup> Medtem ko je vrednost uvoza občutno nižja od vrednosti vmesne potrošnje, se uvozne cene in cene proizvodov za vmesno porabo gibajo zelo blizu skupaj.<sup>4</sup> Zato je skupna ponudba razumen približek skupnega obsega proizvodov, kadar računamo gibanje profitnih marž, ki se merijo kot razmerje med gibanjem cen in stroškov. Medtem ko je standardni kazalnik profitne marže izpeljan kot razmerje med deflatorjem BDP v osnovnih cenah in stroški dela na enoto proizvoda, pa je kazalnik profitne marže, ki temelji na skupni ponudbi, mogoče izračunati kot razmerje med deflatorjem skupnih stroškov in skupnimi stroški na enoto proizvoda (vsota stroškov dela in uvoza na enoto

---

<sup>1</sup> Skupen obseg proizvodov je opredeljen kot vsota bruto dodane vrednosti in vmesne potrošnje. BDP je enak vsoti bruto dodane vrednosti in neto davkov na proizvode. Celoten opis je v [Evropskem sistemu računov 2010](#).

<sup>2</sup> Podatki o skupnem obsegu proizvodov so za euroobmočje na voljo letno. Na voljo so tudi četrtno, vendar le za omejeno število držav euroobmočja.

<sup>3</sup> Zaradi poenostavitev ne upoštevamo vloge neto davkov na proizvode.

<sup>4</sup> Ponazoritev tega sogibanja na ravni euroobmočja je korelacijski koeficient 0,9 med četrtno medletno stopnjo rasti uvoznega deflatorja in cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih v obdobju 1999–2023.

proizvoda).<sup>5</sup> Kazalniki profitne marže so osredotočeni na porazdelitev, ker dajejo informacije o gibanju dobička glede na gibanje stroškov dela ali skupnih stroškov. Pozitivna stopnja rasti kazalnika profitne marže na primer kaže, da se dobiček na enoto proizvoda (opredeljen kot bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek na enoto realnega BDP ali na enoto realne skupne ponudbe) zvišuje hitreje od upoštevane komponente stroška na enoto proizvoda.

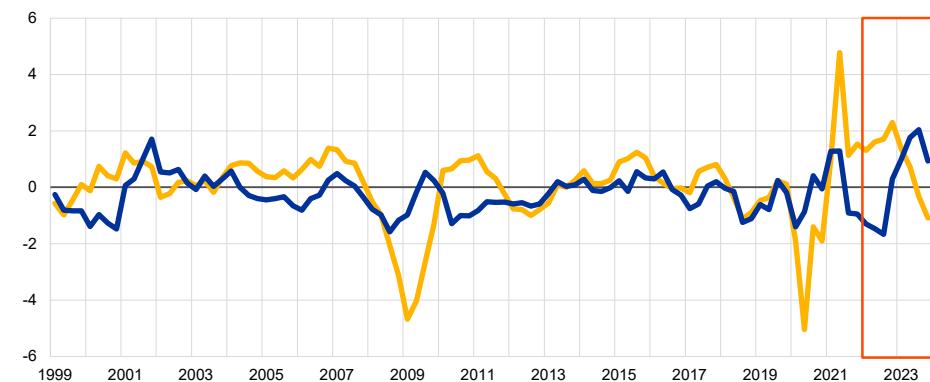
**Gledano v celoti BDP (dodana vrednost) in kazalniki profitne marže, ki temeljijo na skupni ponudbi, nakazujejo, da je dobiček leta 2023 začel absorbirati vpliv gibanja stroškov dela na cenovne pritiske, obenem pa je na dobiček pozitivno vplivalo znižanje drugih stroškov.** Kazalnik, ki temelji na BDP, kaže, da so se profitne marže leta 2022 povečale, leta 2023 pa so se začele zmanjševati, kar je skladno z absorbiranjem stroškov dela v drugi polovici leta.<sup>6</sup> Po drugi strani pa kazalnik, ki temelji na skupni ponudbi, nakazuje, da so se profitne marže leta 2022 znižale, nato so se tekom leta 2023 nekoliko povečale, v zadnjem času pa so se začele upočasnjevati, a so ostale pozitivne.<sup>7</sup> Povedano drugače, kazalnik nakazuje, da so profitne marže leta 2022 absorbirale skupne stroške, ko so se uvozne cene skokovito zvišale, nato pa so se leta 2023 povečale, ker je nanje pozitivno vplivalo znižanje uvoznih cen.

#### Graf A

##### Stopnja rasti profitnih marž na podlagi BDP (dodana vrednost) in skupne ponudbe

(medletne spremembe v odstotkih)

- profitne marže (na podlagi dodane vrednosti)
- profitne marže (na podlagi skupne ponudbe)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2023.

#### Deflator skupne ponudbe kot približek cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih kaže, da so skupni cenovni pritiski v gospodarstvu euroobmočja

<sup>5</sup> Širši nabor kazalnikov dobička in povezava med pojmom dobička, ki se uporablja v nacionalnih računih (bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek), in pojmom poslovnega dobička sta obravnavana v okvirju z naslovom »*Kako je dobiček na enoto proizvoda prispeval k nedavnvi okrepitvi domačih cenovnih pritiskov v euroobmočju?*«, *Ekonomskega biltena*, številka 4, ECB, 2023.

<sup>6</sup> Velika nihanja standardnega kazalnika profitne marže med in po recesiji, povezani s pandemijo, odražajo velika nihanja nekaterih osnovnih podatkov (kot je na primer produktivnost dela) med recesijo.

<sup>7</sup> Opozoriti je treba, da sta bila pri dobičku na enoto proizvoda – ki je še eden pogosto uporabljen kazalnik dobička pri analizi inflacije – gibanje standardnega kazalnika (bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek, deljeno z realnim BDP) in gibanje kazalnika, ki temelji na skupni ponudbi (bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek, deljeno z realno skupno ponudbo), v zadnjih dveh letih zelo podobna. To ni presenetljivo, ker je bilo gibanje uvoznih cen izjemno, ne pa tudi gibanje obsega uvoza.

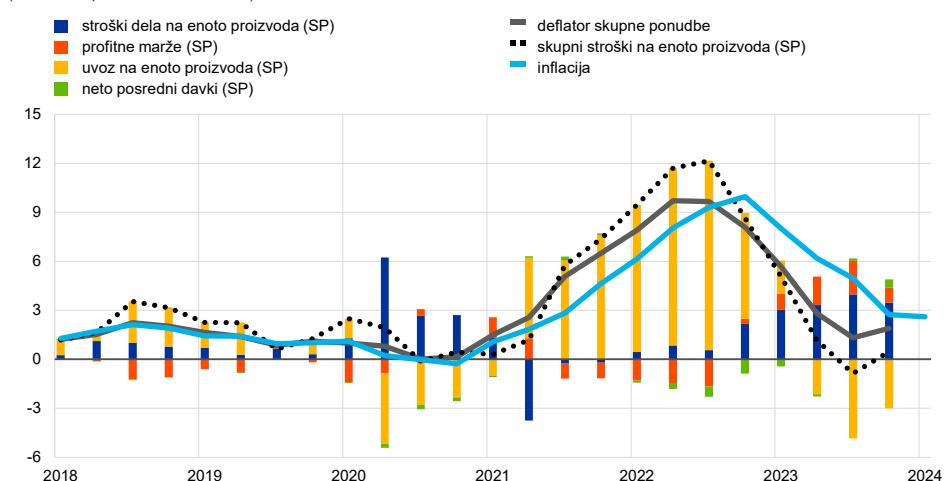
**v drugi polovici leta 2023 v določeni meri dosegli dno.** Rast deflatorja skupne ponudbe se je od leta 2021 do sredine leta 2022 skokovito zviševala in potem strmo upadla, nato pa je v drugi polovici leta 2023 kazala znake določene stabilizacije (graf B, slika a). Kot pri deflatorju BDP (graf B, slika b) je tudi gibanje deflatorja skupne ponudbe mogoče razčleniti na komponente. Razčlenitev kaže vire povečanja in upada skupnih cenovnih pritiskov in njihovo gibanje tekom časa. Nakazuje, da je skokovit porast inflacije sprva sprožilo močno povečanje pritiskov s strani uvoznih (vhodnih) cen. Kar zadeva domače okolje, je temu z določenim zamikom in v manjši meri sledilo zvišanje dobička in nato stroškov dela. Takšno zaporedje nakazuje pozitivno rast profitnih marž na podlagi dodane vrednosti v času skokovitega porasta inflacije, obenem pa negativno rast na podlagi skupne ponudbe. Enako zaporedje je opazno pri zmanjšanju cenovnih pritiskov, pri čemer je gibanje profitnih marž obrnjeno. Pritiski s strani uvoznih cen so se začeli zmanjševati sredi leta 2022, v domačem okolju pa je bilo popuščanje cenovnih pritiskov več četrtletij opazno v umirjanju rasti dobička ob iztekanju pandemije in energetske krize. V zadnjem četrtletju 2023 se je začela rahlo zniževati tudi rast stroškov dela na enoto proizvoda.

## Graf B

### Deflator skupne ponudbe in deflator BDP

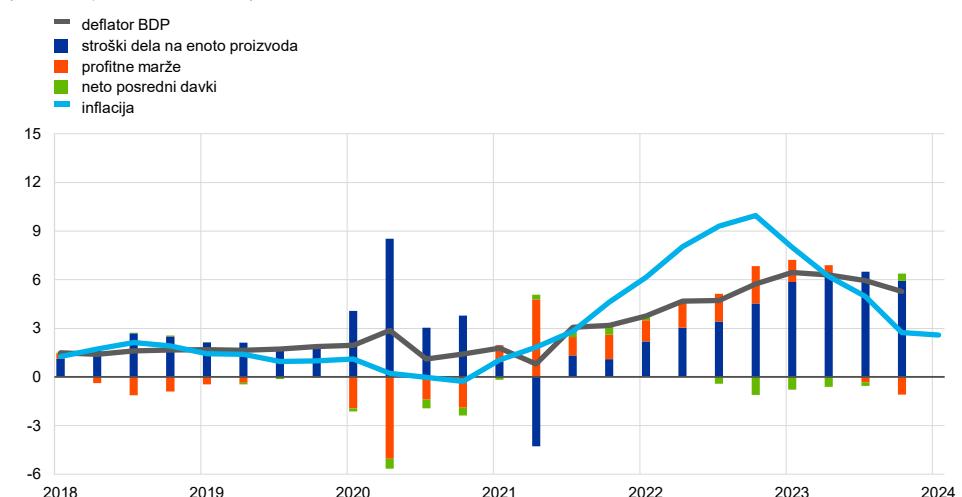
#### a) Deflator skupne ponudbe

(medletne spremembe v odstotkih)



#### b) Deflator BDP

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2024 (inflacija) in na zadnje četrletje 2023 (drugi podatki). Slika a): stroški dela na enoto proizvoda (SP) in uvoz na enoto proizvoda (SP) so prikazani kot prispevki v odstotnih točkah k skupnemu strošku na enoto proizvoda (SP).

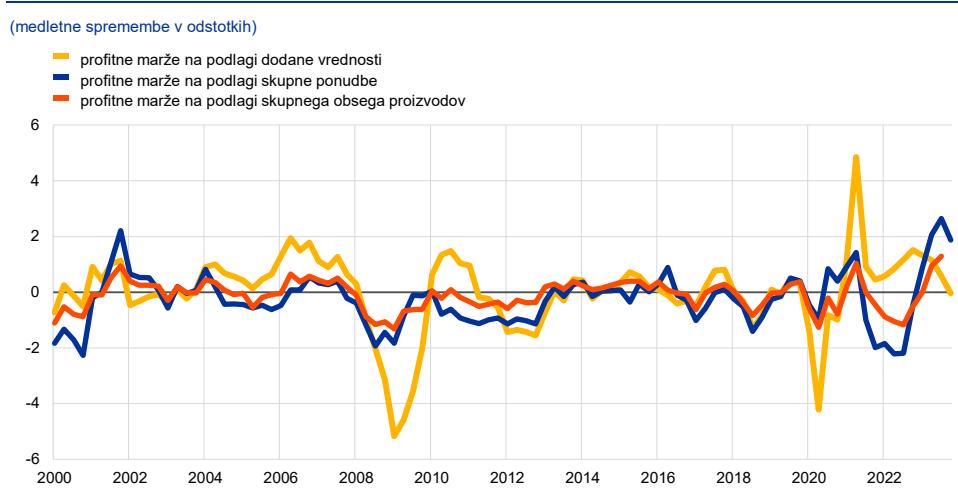
**Kazalnik dobička, ki temelji na »resničnem« skupnem obsegu proizvodov, je mogoče izračunati za omejen vzorec držav euroobmočja, gibanje tega kazalnika pa je večinoma skladno z gibanjem kazalnikov, ki temeljijo na skupni ponudbi.** Kazalnik profitne marže, ki temelji na skupni ponudbi, je lahko nepopoln približek kazalnika, ki temelji na skupnem obsegu proizvodov, če se uvozne cene gibajo zelo drugače kot cene proizvodov za vmesno porabo. V četrtletnih nacionalnih računih so informacije o skupnem obsegu proizvodov in vmesni potrošnji za šest držav euroobmočja, ki skupaj predstavljajo 60% BDP euroobmočja.<sup>8</sup> To omogoča neposredno primerjavo med kazalnikom profitne marže, ki temelji na skupni ponudbi,

<sup>8</sup> Podatki o skupnem obsegu proizvodov in vmesni potrošnji so na voljo za Nemčijo, Estonijo, Grčijo, Francijo, Nizozemsko in Finsko.

in kazalnikom, ki temelji na skupnem obsegu proizvodov. V omejenem vzorcu sta se kazalnika tekom časa gibala zelo blizu skupaj, pri čemer so obdobja pozitivne in negativne rasti večinoma sovpadala, tudi v zadnjem obdobju.<sup>9</sup> Kazalnik, ki temelji na skupnem obsegu proizvodov, je malce manj volatilen, kar je deloma mogoče pripisati dejstvu, da so bile v zadnjem času cene proizvodov za vmesno porabo nekoliko manj volatilne kot cene uvoženih proizvodov. To kaže, da je za euroobmočje kot celoto kazalnik profitne marže, ki temelji na skupni ponudbi, lahko zanesljiv približek kazalniku profitne marže, ki temelji na skupnem obsegu proizvodov.

### Graf C

Stopnja rasti profitnih marž na podlagi dodane vrednosti, skupne ponudbe in skupnega obsega proizvodov za omejen vzorec držav euroobmočja



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtekje 2023 (kazalnik, ki temelji na dodani vrednosti, in kazalnik, ki temelji na skupni ponudbi) in na tretje četrtekje 2023 (kazalnik, ki temelji na skupnem obsegu proizvodov). Omejen vzorec držav euroobmočja obsega Nemčijo, Estonijo, Grčijo, Francijo, Nizozemsko in Finsko.

**Če povzamemo, v časih izjemnega gibanja cen proizvodov za vmesno porabo lahko kazalnik dobička, ki temelji na skupni ponudbi, dopolnjuje standardni kazalnik dobička, ki temelji na dodani vrednosti.** Po razmeroma velikih odklonih med kazalnikoma v zadnjih dveh letih bo v prihodnjem obdobju iztekanje izjemnega gibanja uvoznih cen najverjetneje privedlo do tesnejše ponovne uskladitve rasti profitnih marž na podlagi dodane vrednosti in skupne ponudbe glede na smer in pozitivno/negativno stopnjo.

<sup>9</sup> Gibanje kazalnika profitne marže, ki temelji na dodani vrednosti, in kazalnika profitne marže, ki temelji na skupni ponudbi, na podlagi omejenega vzorca sta primerljivi z gibanjem agregata euroobmočja (glej graf A).

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. januarja do 16. aprila 2024

Pripravili Juliane Kinsele in Vagia Iskaki

**V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024.** Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 31. januarja do 16. aprila 2024 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

**Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej zmanjševala.** Zmanjševanje je bilo posledica zapadlosti sedme operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in predčasnih odplačil zneskov iz drugih operacij v okviru CUODR III s strani bank 27. marca 2024. Zaradi prenehanja ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev na začetku julija 2023 se je zmanjšal tudi obseg zagotavljanja likvidnosti. Vendar pa je bil manjši obseg zagotavljanja likvidnosti delno odtehtan z nadaljnjam zmanjševanjem neto avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 99,7 milijarde EUR, na 1.531,2 milijarde EUR.** To je bilo skoraj v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 98 milijard EUR na 1.369,7 milijarde EUR (glej »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A), h kateremu sta prispevala zmanjšanje avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti in povečanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti. Obvezne rezerve so se zmanjšale za 1,7 milijarde EUR, na 161,5 milijarde EUR.

**Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju predvsem zaradi nadaljnjega zmanjševanja vlog, ki niso povezane z denarno politiko, in bankovcev v obtoku zmanjšali za 33,7 milijarde EUR, na 2.619,7 milijarde EUR.** Vloge države (glej »Pasiva« v tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povprečno zmanjšale za 27,7 milijarde EUR na 154,6 milijarde EUR. Zmanjšanje je posledica nadaljnje normalizacije skupnega obsega denarnih imetij nacionalnih zakladnic pri Eurosistemu, na katero so vplivale tudi spremembe obrestovanja vlog države pri Eurosistemu, ki so začele veljati 1. maja 2023. Svet ECB je 16. aprila 2024 potrdil zgornjo mejo pri obrestovanju teh vlog na ravni eurske kratkoročne obrestne mere (€STR), zmanjšane za razmik v višini 20 bazičnih točk, čeprav se lahko nacionalne centralne banke na podlagi

domačih dejavnikov odločijo za uporabo nižje obrestne mere.<sup>1</sup> Še naprej so se zmanjševale tudi druge vloge, ki niso povezane z denarno politiko in so vključene pod druge avtonomne dejavnike.<sup>2</sup> Plasiranje vlog, ki niso povezane z denarno politiko, na trgu je bila privlačnejša možnost tudi zaradi normalizacije razmer na repu trgu ob zmanjševanju težav s pomanjkanjem instrumentov zavarovanja. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 9,1 milijarde EUR na 1.544,6 milijarde EUR, zaradi nadaljnjega zmanjševanja imetij bankovcev, ki traja od postopne odprave negativnih ključnih obrestnih mer.

**Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so porasli za 64,1 milijarde EUR na 1.250,3 milijarde EUR.** Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 29,3 milijarde EUR, in sicer predvsem zaradi nadaljnjega zmanjšanja obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih. To je bilo po drugi strani posledica prilagoditve strategij upravljanja denarnih sredstev s strani imetnikov računov v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv, od kar je 1. maja 2023 začela veljati spremembu zgornje meje pri obrestovanju vlog v okviru teh storitev na raven obrestne mere €STR, zmanjšane za 20 bazičnih točk, in je bila nato kot tako potrjena 16. aprila 2024.<sup>3</sup> Neto tuja aktiva se je povečala za 34,8 milijarde EUR, kar je bilo predvsem posledica tega, da so bile v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv nekatere devizne rezerve prevrednotene in so se povečale za 29,0 milijarde EUR. Vendar pa so to povečanje odtehtali prevrednotovalni popravki, vključeni pod druge avtonomne dejavnike.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov in njihovih sprememb.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Glej »[ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 17. april 2024.

<sup>2</sup> Vendar pa so se drugi avtonomni dejavniki zaradi nižjih vlog, ki niso povezane z denarno politiko, in višjih računov prevrednotenja neto malenkostno povečali.

<sup>3</sup> Glej »[ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 17. april 2024.

<sup>4</sup> Več podrobnosti o avtonomnih dejavnikih je v članku z naslovom »[The liquidity management of the ECB](#)«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2002.

**Tabela A**  
Likvidnostne razmere v Eurosistemu

**Pasiva**

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. januar 2024–16. april 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 1. november 2023 –30. januar 2024	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. januar– 12. marec 2024	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec– 16. april 2024	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
<b>Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti</b>	2.619,7	(–33,7)	2.620,9	(–29,4)	2.618,3	(–2,6)	2.653,5	(–67,1)
Bankovci v obtoku	1.544,6	(–9,1)	1.543,2	(–13,5)	1.546,3	(+3,0)	1.553,7	(–6,1)
Vloge države	154,6	(–27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(–30,7)	182,3	(–40,3)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) <sup>1)</sup>	920,6	(+3,1)	909,2	(–16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(–20,7)
<b>Tekoči računi nad obveznimi rezervami</b>	7,0	(–1,1)	7,2	(–0,9)	6,8	(–0,5)	8,1	(–1,4)
<b>Obvezne rezerve<sup>2)</sup></b>	161,5	(–1,7)	161,4	(–1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(–1,8)
<b>Odprta ponudba mejnega depozita</b>	3.421,3	(–99,1)	3.490,9	(+3,5)	3.337,9	(–153,0)	3.520,5	(–94,6)
<b>Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

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

## Aktiva

(povprečje; v miljardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. januar 2024–16. april 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 1. november 2023–30. januar 2024
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. januar–12. marec 2024	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april 2024	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
<b>Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti</b>	1.250,3	(+64,1)	1.232,1	(+14,4)	1.272,1	(+40,0)	1.186,2 (+35,4)
Neto tuja aktiva	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8 (+17,3)
Neto aktiva v eurih	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4 (+18,1)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	4.959,5	(−199,9)	5.048,5	(−42,4)	4.852,6	(−195,9)	5.159,4 (−200,0)
Operacije odprtega trga	4.959,5	(−199,9)	5.048,5	(−42,4)	4.852,6	(−195,9)	5.159,4 (−200,0)
Kreditne operacije	334,0	(−123,5)	402,1	(−2,0)	252,2	(−149,9)	457,4 (−110,8)
Operacije glavnega refinanciranja	3,9	(−3,7)	4,8	(−3,1)	2,8	(−2,0)	7,6 (+0,8)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4 (−3,8)
Trečja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja <sup>1)</sup>	323,7	(−121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(−150,8)	445,5 (−107,8)
Dokončni portfelji	4.625,5	(−76,5)	4.646,4	(−40,4)	4.600,4	(−46,0)	4.702,0 (−89,3)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Vir: ECB.

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

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

## Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v miljardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. januar 2024–16. april 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 1. november 2023–30. januar 2024
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. januar–12. marec 2024	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april 2024	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe <sup>1)</sup>	1.531,2	(−99,7)	1.550,4	(−45,1)	1.508,1	(−42,3)	1.630,9 (−104,1)
Neto avtonomni dejavniki <sup>2)</sup>	1.369,7	(−98,0)	1.389,0	(−44,1)	1.346,5	(−42,6)	1.467,7 (−102,3)
Presežna likvidnost <sup>3)</sup>	3.428,3	(−100,2)	3.498,1	(+2,7)	3.344,7	(−153,4)	3.528,5 (−96,0)

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 neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv.

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

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

### Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. januar 2024–16. april 2024		Prejšnje obravnavano obdobje: 1. november 2023–30. januar 2024	
	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. januar– 12. marec 2024	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec– 16. april 2024	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Operacije glavnega refinanciranja	4,50 (+0,00)	4,50 (+0,00)	4,50 (+0,00)	4,50 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega posojila	4,75 (+0,00)	4,75 (+0,00)	4,75 (+0,00)	4,75 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	4,00 (+0,00)	4,00 (+0,00)	4,00 (+0,00)	4,00 (+0,00)
ESTR	3.907 (+0,006)	3.908 (+0,001)	3,903 (+0,00)	3,901 (-0,001)
Indeks RepoFunds Rate Euro	3.955 (+0,049)	3.947 (-0,008)	3,945 (+0,019)	3,905 (-0,040)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.

Opombe: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo v odstotnih točkah od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. ESTR 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 199,9 milijarde EUR na 4.959,5 milijarde EUR (graf A).** K zmanjšanju je prispevalo predvsem nadaljnje zmanjševanje zneskov, zagotovljenih s kreditnimi operacijami.

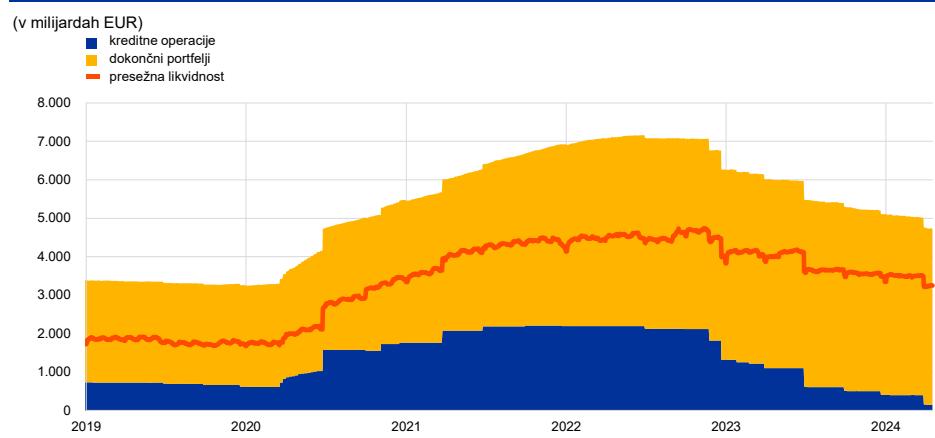
**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljen s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 123,5 milijarde EUR na 334 milijard EUR.** Zmanjšanje je predvsem posledica znižanja zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti sedme operacije v okviru CUODR III (215,4 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR 27. marca 2024 v višini 35,8 milijarde EUR. Hkrati so se rahlo zmanjšali tudi skupni zneski v okviru standardnih operacij refinanciranja Eurosistema, tj. operacij glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. K temu je prispevalo predvsem povprečno zmanjšanje zneskov v okviru operacij dolgoročnejšega refinanciranja za 3,7 milijarde EUR, medtem ko so se zneski v okviru 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja povečali za 2 milijardi EUR. Omejeno sodelovanje bank v teh operacijah in njihova sposobnost, da velike zneske sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja odplačajo, ne da bi se morale preusmeriti v redne operacije refinanciranja, sta odraz njihovega ugodnega likvidnostnega položaja in razpoložljivosti alternativnih virov financiranja po privlačnih obrestnih merah.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imeti dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 76,5 milijarde EUR.** Zmanjšanje je bilo posledica prenehanja ponovnega investiranja plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev s 1. julijem 2023. Odkar so se neto nakupi v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji konec marca 2022 prenehali izvajati, se plačila glavnice zapadlih

vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, v celoti ponovno investirajo.<sup>56</sup>

### Graf A

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 16. april 2024.

### Presežna likvidnost

**Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 100,2 milijarde EUR na 3.428,3 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 za izpolnjevanje obveznih rezerv. Povprečna presežna likvidnost se je, potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR), postopoma zmanjšala predvsem zaradi zapadlosti in predčasnega odplačila sredstev v okviru CUODR III, k zmanjšanju pa je prispevalo tudi prenehanje ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev z julijem 2023.

### Gibanje obrestnih mer

**Svet ECB je v obravnavanem obdobju vse tri ključne obrestne mere ECB ohranil nespremenjene.** Obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita je še vedno znašala 4,00%, za operacije glavnega refinanciranja 4,50% in za odprto ponudbo mejnega posojila 4,75%.

<sup>5</sup> Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrtletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe teh portfeljev.

<sup>6</sup> Decembra 2023 je bilo objavljeno, da namerava ECB v drugi polovici leta 2024 plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, le delno ponovno investirati.

**Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala večinoma nespremenjena, hkrati pa se je ohranjal stabilen razmik glede na ključne obrestne mere ECB.** €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 9,2 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je rahlo več od povprečnega razmika v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023 (9,9 bazične točke). Manjša presežna likvidnost torej za zdaj še ni bistveno vplivala na dvig obrestne mere €STR.

**Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je bila še naprej na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.** Repo obrestna mera je bila v obravnavanem obdobju v povprečju za 4,9 bazične točke nižja od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, pri čemer se je od prejšnjega obdobja zvišala za približno 2,5 bazične točke. K temu je prispevalo nadaljnje odpravljanje dejavnikov, ki od zadnjega četrletja 2023 pritiskajo na zniževanje repo obrestnih mer. Ti dejavniki vključujejo prevrednotenje pričakovanj glede obrestnih mer, ki finančne posrednike spodbuja k prevzemanju dolgih pozicij v obveznicah, financiranih z repo pogodbami, in večjo razpoložljivost instrumentov zavarovanja ob zmanjšanju imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in sprostitev mobiliziranih instrumentov zavarovanja zaradi zapadlosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

## Kreditno tveganje in pogoji bančnega kreditiranja

**Pripravili Francesca Barbiero in Maria Dimou**

**Kreditno tveganje se v zadnjih četrtletjih postopoma povečuje, vendar zaradi šibkih gospodarskih obetov v euroobmočju, višjih obrestnih mer in naraščajočega števila stečajev še ni doseglo poslabšanja, ki ga nakazujejo merila kreditnega tveganja v bankah na podlagi preteklih zakonitosti.** Deleži nedonosnih posojil in širši kazalniki kreditnega tveganja, kot so prva zaostala plačila in manj donosna posojila (posojila v drugi skupini), se v zadnjih četrtletjih vztrajno povečujejo, razlike med državami pa so denimo posledica različne izpostavljenosti sektorjem, ki so bolj občutljivi na obrestne mere, kot so poslovne nepremičnine. Na splošno pa povečanje ostaja omejeno.<sup>1</sup> Poleg tega se verjetnost neplačila v bilančnih izpostavljenostih bank od začetka nedavnega cikla zaostrovanja denarne politike kljub povečanemu bremenu obrestnih mer in slabšim gospodarskim obetom skoraj ni povečala.<sup>2</sup> Na splošno je pogostost neplačil pod ravnijo, ki bi jo pričakovali glede na pretekle zakonitosti in glede na trenutne makroekonomske obete.<sup>3</sup>

**Ugodno gibanje kreditnega tveganja v bančnih bilancah je verjetno deloma posledica tega, da banke od začetka cikla zaostrovanja aktivno prerazporejajo svoje portfelje v varnejše naložbe (graf A).** Če pogledamo portfelje bančnih posojil podjetjem konec leta 2021, o katerih poroča AnaCredit (kreditni register euroobmočja), se je kreditna sposobnost posojiljemalcev dejansko poslabšala, kar je verjetno posledica obremenitve z višjimi obrestnimi merami in postopnega slabšanja makroekonomskih razmer (graf A, rumeni stolpci). Pričakovati je bilo, da bo to povzročilo izrazito poslabšanje posojilnih portfeljev bank. Vendar so banke poleg obsežnega krčenja ponudbe kreditov od začetka zaostrovanja denarne politike v svojih portfeljih posojil podjetjem selektivno preusmerjale odobritve kreditov k varnejšim nasprotnim strankam (graf A, modri stolpci). Takšno prerazporejanje je več kot nadomestilo pasivno poslabšanje kakovosti izpostavljenosti bank, ki so posledica sprememb kreditne sposobnosti obstoječih nasprotnih strank. Zaradi tega se je delež manj tveganih posojil v portfeljih posojil podjetjem (graf A, modri krogi) dejansko povečal, zato se je splošna kakovost neodplačanih posojil poslabšala manj, kot je bilo pričakovano. To je tudi v skladu z večjo nenaklonjenostjo tveganju, o kateri so banke poročale v anketi o bančnih posojilih v euroobmočju od začetka cikla zaostrovanja, v povezavi z okrepljenim zaznavanjem tveganja.<sup>4</sup> Dejstvo, da so varnejše in potencialno bolj likvidne naložbe veljale za privlačnejše, se je razširilo

<sup>1</sup> Glej na primer podatkovno vrsto za [nedonosna posojila in posojila v drugi skupini](#) v nadzorniški statistiki ECB.

<sup>2</sup> Glej na primer okvir z naslovom »[Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2024.

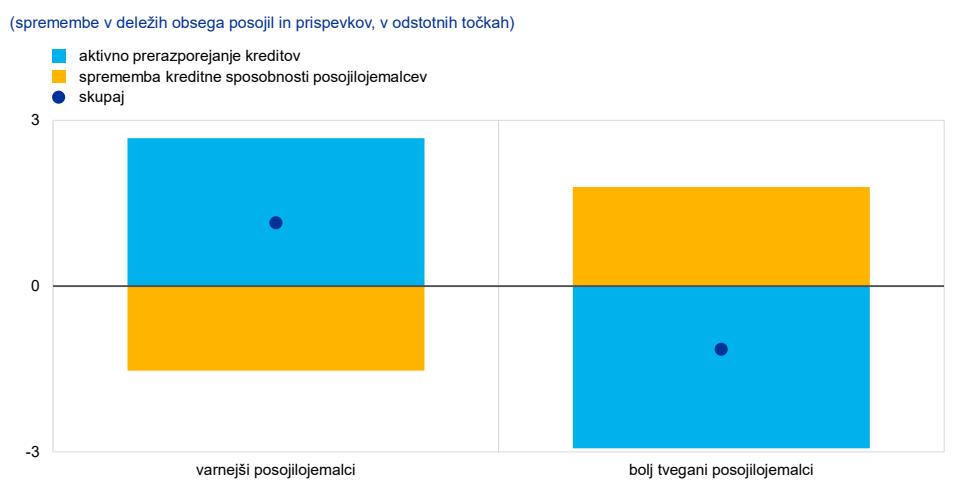
<sup>3</sup> Glej tudi af Jochnick, Kerstin, »[The single supervisor ten years on: experience and way forward](#)«, *LBBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13. marca 2024, in »[Euro area banking sector](#)«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2024.

<sup>4</sup> Glej »[The euro area bank lending survey – First quarter of 2024](#)«, ECB, april 2024.

tudi na to, da so banke prerazporedile naložbe v imetja vrednostnih papirjev namesto posojil, ta dinamika pa je večinoma posledica aktivnosti listinjenja.<sup>5</sup>

### Graf A

#### Razčlenitev gibanja bančnih portfeljev posojil podjetjem med zadnjim četrletjem 2021 in zadnjim četrletjem 2023



Viri: ECB (AnaCredit) in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje kumulative medčetrletne spremembe deleža posojil v posameznih kategorijah posojiljemalcov od prvega četrletja 2022 do zadnjega četrletja 2023. Kategorije posojiljemalcov temelijo na primerjavi med realiziranimi stopnjami neplačila in bonitetnimi ocenami, kot so jih podala bonitetne agencije. »Varnejši posojiljemalc« so posojiljemalc, pri katerih verjetnost neplačila ne presega 5%. »Bolj tvegani posojiljemalc« so posojiljemalc, pri katerih verjetnost neplačila presega 5%. Izračuni temelijo na neodplačanih zneskih posojil, ki so jih banke euroobmočja odobrile rezidentom euroobmočja. Opredelitev so skladne z Uredbo ECB/2021/2 (uredbo ECB o postavkah bilance stanja). Modri stolpc predstavljajo kumulative medčetrletne spremembe deležev posojil v vsaki kategoriji, izračunane z uporabo verjetnosti neplačila, zabeleženih v prejšnjem četrletju.

**Prerazporeditev bančnih portfeljev k varnejšim naložbam bi bila lahko posledica njihovih poskusov, da omejijo stroške kreditnega tveganja s preprečevanjem izrazitejšega povečanja rezervacij za izgube iz naslova posojil in širših merit kreditnega tveganja.** Potem ko so po svetovni finančni krizi in državni dolžniški krizi dosegli rekordno raven, so stroški kreditnega tveganja v zadnjih letih ostali omejeni (graf B, zeleno območje).<sup>6</sup> Zaradi povečanih nadzorniških pritiskov so banke začele izvajati drage ukrepe za sanacijo svojih bilanc, njihove prakse upravljanja tveganj pa so nenehno pod drobnogledom. Stroški, povezani s kreditnim tveganjem, so v kombinaciji z drugimi operativnimi neučinkovitostmi prispevali k nizki stopnji dobičkonosnosti, visokim stroškom lastniškega kapitala in odsotnosti razdelitve kapitala v letih pred zadnjim ciklom zaostrovanja, zlasti pa v preteklih krizah. Izrazito izogibanje tveganju je torej skladno s prizadevanjem bank, da bi znižale stroške kreditnega tveganja in dosegle raven dobičkonosnosti, ki bi jim omogočila nadaljnje razdelitve kapitala vlagateljem.<sup>7</sup> Zaradi takšnih prilagoditvenih strategij bank ostajajo rezervacije za izgube iz naslova posojil in širša merit kreditnega tveganja omejeni, čeprav jih nadzorniki in trgi natančno spremljajo. Iz istega razloga so rezervacije za izgube iz naslova posojil in merit kreditnega

<sup>5</sup> Preusmerjanje naložb bank v vrednostne papirje od konca leta 2021 ni bilo povezano s spremembami splošnega profila tveganosti kreditnih portfeljev.

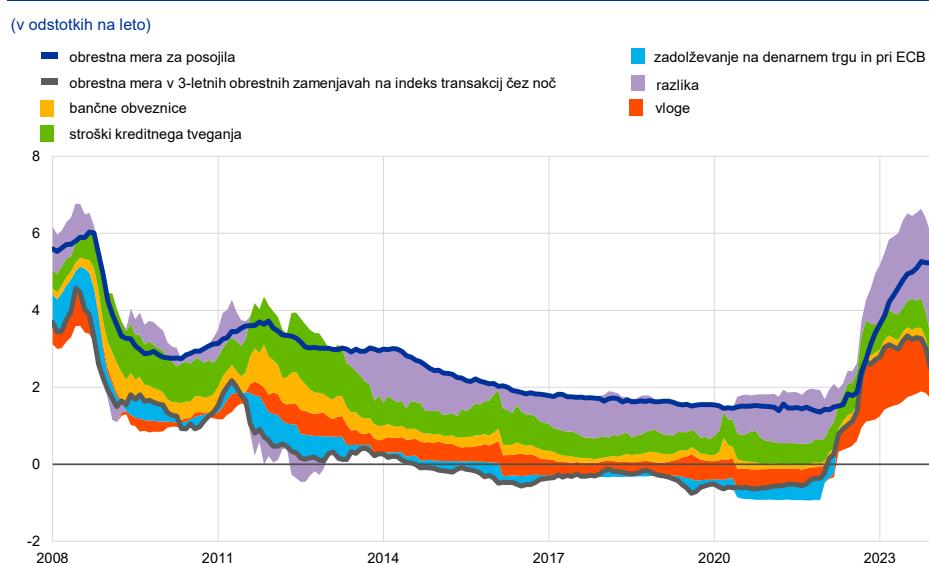
<sup>6</sup> V tem kontekstu so stroški kreditnega tveganja vsota kapitalskih zahtev in pričakovanih (kreditnih) izgub.

<sup>7</sup> Glej okvir z naslovom »Razdelitev kapitala bank in posledice za denarno politiko«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2023.

tveganja v bančnih bilancah delno izgubili zmožnost, da bi v celoti prikazali, na kateri stopnji zaostrovanje denarne politike vpliva na podjetja in gospodinjstva. To kaže, da je potreben bolj celosten pogled na transmisijo denarne politike v realni sektor. To je verjetno tudi posledica dejstva, da so bile bilance podjetij in gospodinjstev na začetku cikla zaostrovanja ugodne, kar je skupaj z visoko dobičkonosnostjo in zaposlenostjo verjetno preprečilo večje poslabšanje kreditne sposobnosti.

### Graf B

#### Obrestna mera za posojila nefinančnim družbam in komponente



Viri: ECB (bilančne postavke, statistika obrestnih mer denarnih finančnih institucij), Bloomberg, Moody's in izračuni ECB.  
Opombe: V tem grafu je realizirana obrestna mera za posojila nefinančnim družbam (modra črta) razčlenjena na prispevke komponent bančnih stroškov. Razlika med realizirano posojilno obrestno mero in vsoto različnih komponent stroškov je posredniška marža. Stroški vlog, bančnih obveznic ter zadolževanja na denarnem trgu in pri ECB so izraženi kot razlike v primerjavi z osnovno obrestno mero, tj. obrestno mero v 3-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (črna črta), tehtani glede na težo v strukturi bančnega financiranja. Zadnji podatki se nanašajo na december 2023.

**Empirični podatki dokazujejo, da so postale banke iz regulativnih in nadzornih razlogov previdnejše pri odobritvi kreditov (graf C, slika a).** Banke so zaradi poostrenega nadzora manj naklonjene tveganju pri odobritvi kreditov.<sup>8</sup> Banke so zaradi vse večjega regulativnega pritiska vse bolj motivirane, da izpolnjujejo standard kapitalske ustreznosti in zmanjšujejo izpostavljenost tveganim naložbam. Zato zaradi izpolnjevanja regulativnih zahtev in nadzorniških pritiskov ter izogibanja neželenemu ex post povečanju potreb po rezervacijah za izgube iz naslova posoil strateško prerazporejajo posojila k varnejšim posojiljemalcem ali manj tveganim naložbam. Vloga regulativnega in nadzorniškega pritiska je zajeta v odgovorih bank na vprašanja iz ankete o bančnih posojilih o učinku nadzorniških ali regulativnih ukrepov na kreditne standarde v preteklih 12 mesecih. Empirična analiza je pokazala, da so banke, ki so poročale o zaostritvi zaradi nadzorniških ali regulativnih ukrepov, v obravnavanem obdobju bistveno zmanjšale obseg posoil bolj tveganim

<sup>8</sup> Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J. L., in Smets, F., »Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers«, Working Paper Series, št. 2349, ECB, januar 2020.

posojilojemalcem v primerjavi s posojili varnejšim posojilojemalcem.<sup>9</sup> Tako je banka, ki je med letoma 2021 in 2023 zaradi nadzorniškega in regulativnega pritiska zaostrlila kreditne standarde v enaki meri kot povprečna banka (neto skupaj 20%), zmanjšala obseg posojil bolj tveganim posojilojemalcem za 3 odstotne točke, kar je primerljivo s skupnim 9,8-odstotnim zmanjšanjem obsega posojil v vzorcu bolj tveganih posojilojemalcev v obravnavanem obdobju. To potrjuje hipotezo, da so bile banke zaradi stalnega nadzora organov, ki spremljajo skrbno in varno poslovanje, previdne pri odobritvi posojil posojilojemalcem s slabimi možnostmi odplačevanja, ne glede na to, da so pri teh posojilojemalcih morda imeli pomembno vlogo tudi drugi dejavniki, na primer manjše povpraševanje po posojilih.

---

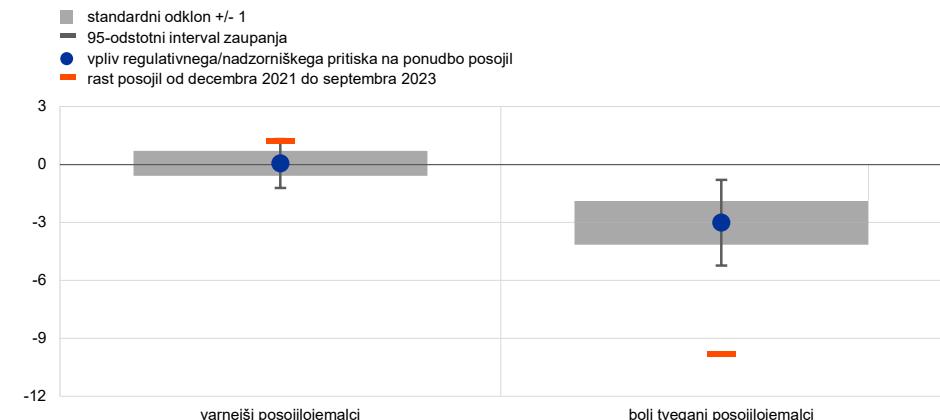
<sup>9</sup> Da bi preverili alternativne razlage, ki bi lahko podpirale ravnanje bank v zvezi s kreditnim tveganjem, smo sestavili nabor podatkov o bankah in podjetjih tako, da smo zbirko AnaCredit povezali s posameznimi odgovori bank na vprašanja iz ankete o bančnih posojilih, skupaj z bilančnimi postavkami iz statistike posameznih bilančnih postavk. Osredotočili smo se na spremembo obsega posojil na ravni para banka-podjetje med decembrom 2021, pred ciklom zaostrovanja, in septembrom 2023. Za opredelitev dejavnikov, ki so v tem obdobju vplivali na spremembo porazdelitve kreditov med ex ante varnejše ali bolj tvegane kreditojemalce, smo uporabili standardni empirični pristop, ki nam je omogočil, da smo pri ugotavljanju šokov v bančni ponudbi kreditov vključili podjetja z eno samo banko, ob predpostavki, da šoki podobno vplivajo na podjetja znotraj iste panoge, lokacije in velikosti (glej Degryse, H., De Jonghe, O., Jakovljević, S., Mulier, K., in Schepens, G., »Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications«, *Journal of Financial Intermediation*, zvezek 40, oktober 2019.) Nato smo določili presečni regresijski model, v katerega smo vključili nadzorne spremenljivke bank in podjetij, kot sta velikost banke in starost podjetja, ter fiksne učinke panoge, lokacije in velikosti, kot je opisano zgoraj.

## Graf C

### Empirični dokazi o dejavnikih, ki vplivajo na razporeditev ponudbe kreditov

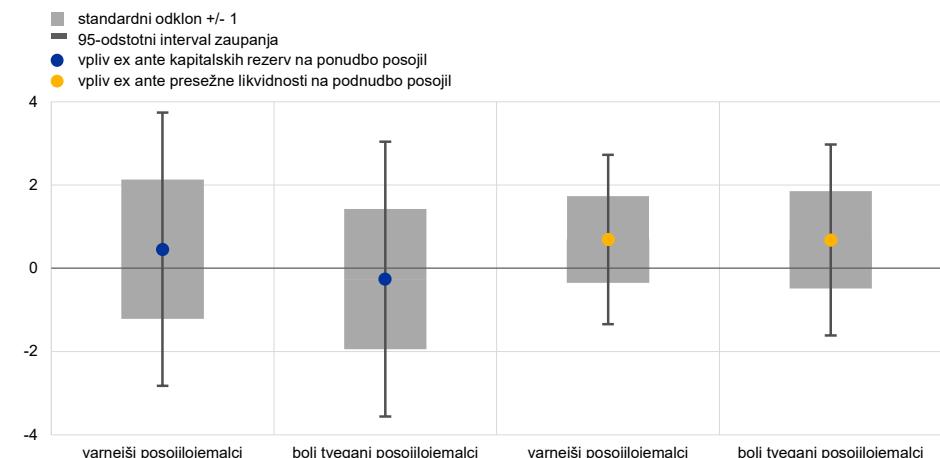
#### (a) Vpliv regulativnega/nadzorniškega pritiska

(v odstotnih točkah, ex ante obseg posojil)



#### (b) Vpliv ex ante kapitalskih rezerv in presežne likvidnosti

(v odstotnih točkah, ex ante obseg posojil)



Viri: ECB (posamezne bilančne postavke, AnaCredit), anketa o bančnih posojilih, nadzorniško poročanje ECB in izračuni ECB.

Opombe: V grafu so prikazani koeficienti iz regresije:  $Rast\ posojil_{b,f} = \beta^1 Boljtvegano_f + \beta^2 Varnejše_f \times X_b + \beta^3 Boljtvegano_f \times X_b + Y_b + Z_f + \gamma_{ILS} + \epsilon_{b,f}$ , kjer je  $Rast\ posojil_{b,f}$  (log) sprememba v obsegu posojil na ravni banke in podjetja med decembrom 2021 in septembrom 2023;  $Varnejše_f$  oz.  $Boljtvegano_f$  sta komplementarni navidezni spremenljivki, ki sta enaki 1, če je ex ante verjetnost neplačila posojilojemalca večja (manjša) od 5%;  $X_b$  je spremenljivka, ki je enaka 1, če so se zaradi nadzornih ali regulativnih ukrepov v zadnjih 12 mesecih zaostriли kreditni standardi (panel a) ali ex ante kapitalske rezerve ali količnik presežne likvidnosti nad aktivo (panel b). Regresija vključuje nadzorne spremenljivke bank in podjetij ( $Y_b$  in  $Z_f$ ), kot sta velikost banke in starost podjetja, ter fiksne učinke panoge, lokacije in velikosti ( $\gamma_{ILS}$ ). Standardne napake so združene v skupine na ravni banke. Povprečni koeficienti so prevrednoteni s kumulativnim neto zaostrovjanjem kreditnih standardov zaradi regulativnega/nadzorniškega pritiska v obdobju od 2021 do 2023 za posojila malim in srednje velikim podjetjem ter velikim podjetjem, kot je navedeno v anketi o bančnih posojilih.

**Nasprotno se zdi, da trdnost in absorpcijska sposobnost bančnih bilanc pred ciklom zaostrovanja nista bistveno vplivali na kvalitativno razporejanje kreditov (graf C, slika b).** Velike kapitalske in likvidnostne rezerve vplivajo na transmisijo denarne politike in se lahko prepletajo z upravljanjem kreditnega tveganja v bankah.<sup>10</sup> Na začetku zadnjega cikla zaostrovanja so imele banke veliko likvidnosti, njihove kapitalske rezerve pa so znatno presegale regulativne zahteve.

<sup>10</sup> Pričakovati je zlasti, da bo prerazporejanje kreditov od bolj tveganih k varnejšim posojilojemalcem manj razširjeno med bankami z višjimi ravnimi kapitala in presežne likvidnosti, v skladu z Gambacorta, L. in Shin, H. S., »Why bank capital matters for monetary policy«, *Journal of Financial Intermediation*, zvezek 35, julij 2018, str. 17–29.

To je bilo posledica dolgoletnih strogih regulativnih in nadzorniških pregledov, zaradi katerih je bančni sistem v euroobmočju postal odpornejši proti šokom, kakršen je bil pretres bančnega sektorja marca 2023. Vendar se zdi, da ex ante ravni kapitalskih rezerv in količnikov presežne likvidnosti niso pomembne za razlago premikov na področju odobritve kreditov varnejšim in bolj tveganim posojiljemalcem v ciklu zaostrovanja, medtem ko imajo pomembno vlogo regulativni in nadzorniški pritiski, kot je obravnavano zgoraj.

# Članka

## 1 Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area

Prepared by Niccolò Battistini and Johannes Gareis

### 1 Introduction

#### **Sectoral dynamics are key to understanding the business cycle in two ways.**

First, sectors are an important source of aggregate fluctuations. For example, an individual sector may experience unexpected changes, or shocks, in its production processes, including severe disruptions to its supply chains. Recent examples of this include the semiconductor shortage that hit the automotive sector or the difficulties the transport sector had in sourcing labour.<sup>11</sup> Second, sectors play a prominent role in the propagation of shocks to overall economic activity. Indeed, different sectors interact through a network of input-output linkages, which in turn connect the primary inputs of production, such as labour and capital, to the final uses of goods and services, such as consumption and investment. Taken together, these interconnections shape the sectoral structure of the economy and affect how different sectors respond to shocks and propagate them to the business cycle.<sup>12</sup>

**Recent developments, such as large sectoral shocks and visible changes in long-run trends, have rekindled interest in understanding the implications of sectoral dynamics for economic activity.** On the one hand, the exceptional sequence of sectoral shocks observed in recent years – mobility restrictions impeding contact-intensive services, supply bottlenecks disrupting long supply chains for industries and gas price volatility affecting energy-intensive sectors – has revived interest in sectoral dynamics. On the other hand, recent developments in long-run trends, such as the slowdown in globalisation, the acceleration in digitalisation and the progress made towards the green transition may cause changes in the sectoral structure of the economy, warranting a reassessment of the propagation mechanism of shocks.<sup>13</sup>

**How can sectoral dynamics inform the near-term assessment of the business cycle?** To answer this question, this article examines the main features of recent sectoral developments in the euro area using the decomposition of quarterly real

<sup>11</sup> For a detailed analysis of recent developments and an assessment of the near-term outlook for the automotive sector in the euro area, see the box entitled “Will the euro area car sector recover?” in this issue of the Economic Bulletin. For a recent analysis of how firms managed to cope with labour shortages, see the box entitled “Higher profit margins helped firms to hoard labour” in this issue of the Economic Bulletin.

<sup>12</sup> For a study of the different sensitivities of sectoral activity to aggregate shocks and their implications for overall economic activity, see the box entitled “Monetary policy and the recent slowdown in manufacturing and services”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2023.

<sup>13</sup> This article only briefly mentions the role of long-term trends in the dynamics of the sectoral composition of the economy. A thorough assessment of their impact is beyond the scope of this article.

gross value added for eleven sectors provided by Eurostat.<sup>14</sup> This is the best way to measure economic activity at the highest possible level of granularity and frequency in a consistent way across countries.<sup>15</sup> After briefly reviewing the existing literature, the article presents new evidence on the implications of sectoral developments for the near-term outlook of economic activity in the euro area.

## 2 Existing literature

**A large body of literature shows that sectors are important sources of business cycle fluctuations and that their interactions shape the propagation of shocks to the economy.** Gabaix argues that idiosyncratic shocks to large firms may explain an important part of aggregate movements in economic activity.<sup>16</sup> Acemoglu, Carvalho, Ozdaglar and Tahbaz-Salehi extend this intuition to an economy with static intersectoral input-output linkages, showing that idiosyncratic shocks in sectors that are important direct and indirect suppliers of other sectors – such as producers of transport goods or service providers of professional activities (e.g. engineering or research and development) – can determine aggregate fluctuations.<sup>17</sup> Baqaee and Fahri, Acemoglu and Azar, and Elliott, Golub and Leduc further enrich this framework with endogenous production networks to show how the complexity of network linkages together with microeconomic structural features determine the propagation of shocks.<sup>18</sup> In their empirical work across advanced economies, Foerster, Sarte and Watson, Atalay, Garin, Pries and Sims, and De Graeve and Schneider provide evidence that sector-specific shocks are the foremost determinants of aggregate fluctuations.<sup>19</sup> In addition, Joya and Rougier, and

<sup>14</sup> Note that euro area economic activity has been increasingly affected by developments in Ireland over the last ten years, most notably due to the large role of multinational corporations in driving activity in manufacturing and information and communication. See the box entitled “[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023. However, all the empirical results in this article are robust, to the exclusion of Ireland.

<sup>15</sup> The eleven sectors correspond to the NACE2 data on real gross value added for sectors A (henceforth, agriculture), B, D and E (mining and energy), C (manufacturing), G, H and I (trade, transport and hospitality), J (information and communication), K (finance and insurance), L (real estate), M and N (professional activities), O, P and Q (public administration) and R, S, T and U (arts and recreation). Note that, due to limited data availability, real gross value for mining and energy is proxied by the difference between real gross value added for B, C, D and E and real gross value added for C.

<sup>16</sup> Gabaix, X., “The Granular Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 79, No 3, 2011, pp. 733-772, building on the contributions by Long, Jr., J.B. and Plosser, C.I., “Real Business Cycles”, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No 1, 1983, pp. 39-69; Horvath, M., “Sectoral shocks and aggregate fluctuations”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 45, Issue 1, 2000, pp. 69-106; and Dupor, W., “Aggregation and irrelevance in multi-sector models”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, Issue 2, 1999, pp. 391-409.

<sup>17</sup> Acemoglu, D., Carvalho, V.M., Ozdaglar, A. and Tahbaz-Salehi, A., “The Network Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 80, No 5, 2012, pp. 1977-2016.

<sup>18</sup> Baqaee, D.R. and Farhi, E., “The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten’s Theorem”, *Econometrica*, Vol. 87, 2019, pp. 1155-1203; Acemoglu, D. and Azar, P.D., “Endogenous Production Networks”, *Econometrica*, Vol. 88, Issue 1, 2020, pp. 33-82; and Elliott, M., Golub, B. and Leduc, M.V., “Supply Network Formation and Fragility”, *American Economic Review*, Vol. 112, No 8, 2022, pp. 2701-47.

<sup>19</sup> Foerster, A.T., Sarte, P-D.G. and Watson, M.W., “Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production”, *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No 1, 2011, pp. 1-38; Atalay, E., “How Important Are Sectoral Shocks?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 9, No 4, 2017, pp. 254-280; Garin, J., Pries, M.J. and Sims, E.R., “The Relative Importance of Aggregate and Sectoral Shocks and the Changing Nature of Economic Fluctuations”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 10, No 1, 2018, pp. 119-48; and De Graeve, F. and Schneider, J.D., “Identifying sectoral shocks and their role in business cycles”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 140, 2023, pp. 124-141.

Caraiani et al. show how the economic impact of sectoral and aggregate shocks depends on the characteristics of the production network.<sup>20</sup>

**The existing literature devotes relatively little attention to the predictive power of the sectoral features of the economy for business cycle fluctuations.** A large part of the theoretical literature uses static quantitative models of production networks or assumes a complete propagation of shocks within a single period. Furthermore, the empirical literature focuses mostly on the explanatory power of sectoral shocks for overall macroeconomic fluctuations without exploring the dynamics of their propagation. However, recent works by Baqae, Fahri and Rubio, based on dynamic models with an incomplete pass-through of shocks through long supply chains, show that shocks ripple through the economy only gradually.<sup>21</sup> Building on their insights, this article investigates to what extent sectoral developments may act as leading indicators for aggregate economic activity.<sup>22</sup>

### 3 Cross-sectoral shifts in activity and the business cycle

**Between 1999 and 2023, the sectoral composition of euro area economic activity remained broadly similar despite episodes of significant shifts in activity across sectors.** Looking at the sectoral shares of real gross value added in the euro area in 1999, 2019 and 2023 (Chart 1), the sectoral composition of economic activity in the euro area seems largely stable, as the ranking across sectors by size and the sectoral concentration of activity (measured by the weighted average of sectoral shares) remained broadly the same. Specifically, public administration, trade, transport and hospitality, and manufacturing were still the largest sectors, followed by professional activities and real estate. Over the same period, the composition of activity changed visibly only for relatively small sectors. Some of these exhibited a steady decline, such as construction, due mainly to the contraction in the housing market after the global financial crisis, and mining and energy, especially after the recent energy crisis, while others recorded steady growth, such as information and communication, most notably following the increasing digitalisation of the economy. However, these long-term developments largely overlook short-term shifts in activity across sectors in specific episodes.

---

<sup>20</sup> Joya, O. and Rougier, E., "Do (all) sectoral shocks lead to aggregate volatility? Empirics from a production network perspective", *European Economic Review*, Vol. 113, Issue C, pp. 77-107; and Caraiani, P., Dutescu, A., Hoinaru, R. and Stănilă, G.O., "Production network structure and the impact of the monetary policy shocks: Evidence from the OECD", *Economics Letters*, Vol. 193, Issue C, 2020.

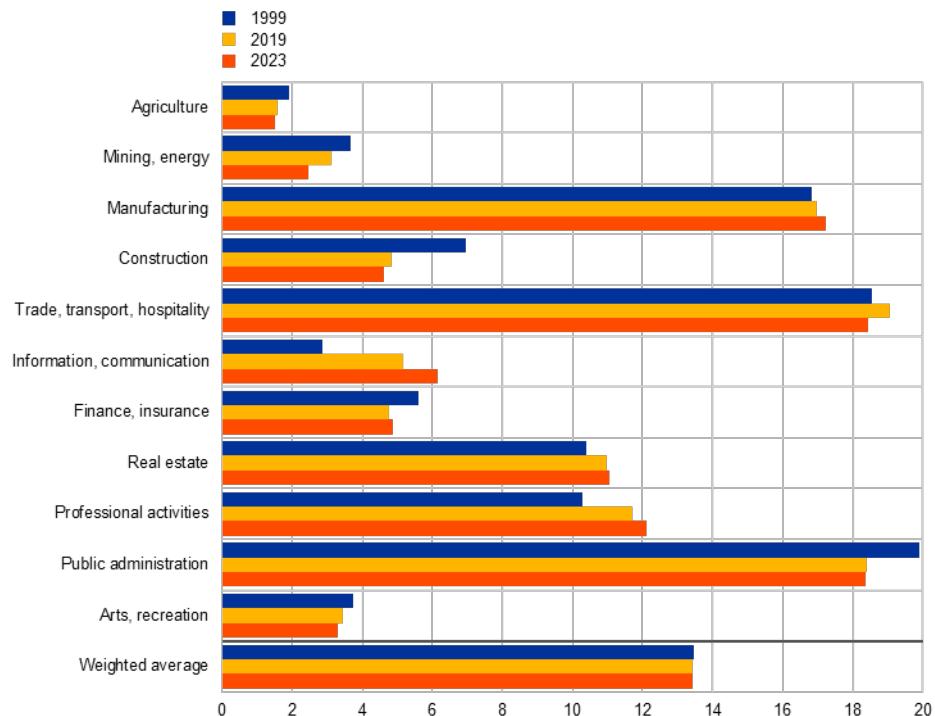
<sup>21</sup> Baqae, D.R. and Farhi, E., "Networks, Barriers, and Trade", *Econometrica*, Vol. 92, 2024, pp. 505-541; and Baqae, D.R. and Rubio, E., "Micro Propagation and Macro Aggregation", *Annual Review of Economics*, Vol. 15, 2023.

<sup>22</sup> Assessing the leading-indicator properties of sectoral developments is important, especially in the light of the time lag in the availability of sectoral hard data on value added. Indeed, the presence of leading-indicator properties would justify the use of recent high-frequency, short-term indicators for sectoral output as well as past sectoral hard data on value added to inform the near-term outlook of overall economic activity.

## Chart 1

### Sectoral composition of economic activity in the euro area

(sectoral share; percentages of real gross value added)



Sources: Eurostat, ECB calculations.

Note: The weighted average uses the sectoral shares of real gross value added as weights and it is a synthetic measure for the degree of sectoral concentration of the economy, in the spirit of a [Herfindahl-Hirschmann Index](#) (commonly used to gauge market concentration at the firm level) applied to sectoral real gross value added.

**Relatively short-lived episodes of significant shifts in activity across sectors occurred during the two largest euro area recessions.** These cross-sectoral shifts in activity can be shown by a simple overall index measuring the aggregate absolute magnitude of changes in sectoral shares at a quarterly frequency, as detailed in Box 1.<sup>23</sup> This overall index of cross-sectoral shifts increases with the magnitude of the changes in sectoral shares, thus indicating a greater reallocation of activity across sectors in the economy. Looking at the evolution of this index between 1999 and 2023 (Chart 2), cross-sectoral shifts increased significantly on two occasions: the first occurred during the global financial crisis and the second during the pandemic crisis.<sup>24</sup> These developments hint at the presence of a clear correlation between large recessions and sizeable reallocations of activity across sectors. Moreover, the index of cross-sectoral shifts provides insights into the magnitude of the recessions, indicating that larger index values are associated with

<sup>23</sup> This index of cross-sectoral shifts is inspired by the seminal work by Lilien, D. M., "Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No 4, 1982, pp. 777-793, as well as more recently by Chodorow-Reich, G. and Wieland, J., "Secular Labor Reallocation and Business Cycles", *Journal of Political Economy*, Vol. 128, No 6, 2020, pp. 2245-2287. In this article, the index is computed as proposed by Tase, M., "Sectoral dynamics and business cycles", *Economics Letters*, Vol. 175, 2019, pp. 60-63. It is based solely on accounting decompositions and does not rely on model assumptions to net out the impact of the business cycle, such as the measure proposed by Rissman, E.R., "Measuring labor market turbulence", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Vol. 21, No 3, 1997, pp. 2-14.

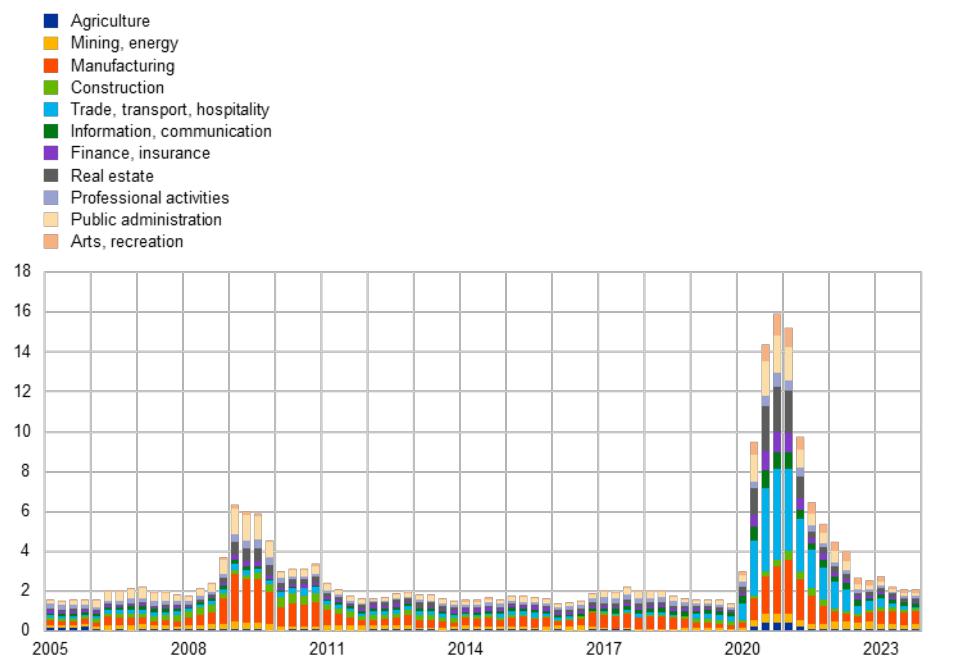
<sup>24</sup> In the absence of Ireland, the index of cross-sectoral shifts would exhibit almost identical dynamics to the index shown in Chart 2.

deeper contractions in economic activity. Indeed, in year-on-year terms, the index increased by about 6 percentage points of real gross value added on average in 2009 as real GDP decreased by about 4 per cent, while it gained about 11 percentage points on average in 2020 vis-à-vis a contraction in real GDP of about 6 per cent on average. This correlation between the magnitude of cross-sectoral shifts and the depth of recessions mainly stems from the rebalancing of activity *within* the services sector that occurred during the pandemic crisis.<sup>25</sup>

### Chart 2

#### Shifts in economic activity across sectors in the euro area

(year-on-year changes and contributions; percentage points of real gross value added)



Sources: Eurostat, ECB calculations.

Notes: The bars represent the absolute value of the year-on-year changes in each sector's share of total real gross value added. By construction, the actual changes (not in absolute value) across sectors sum to zero at each point in time. The latest observations are for the fourth quarter of 2023.

**Shifts in activity across sectors reflect a reallocation of activity between and within countries.** The overall index of cross-sectoral shifts can be broken down into between-country and within-country indices of cross-sectoral shifts (see Box 1).<sup>26</sup> Looking at the absolute magnitude of cross-sectoral shifts, as in the case of the overall index, the between-country index gauges the reallocation of activity from one country to another assuming unchanged sectoral shares, while the within-country

<sup>25</sup> Note that a less detailed index of cross-sectoral shifts constructed with only industry and market services would not display the correlation in terms of magnitude, as it would miss the reallocation of activity within the services sector during the pandemic crisis and would show a similar increase during the global financial crisis and the pandemic crisis. For the role of contact-intensive services in driving economic activity in the aftermath of the pandemic crisis, see the box entitled "[The impact of containment measures across sectors and countries during the COVID-19 pandemic](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2021, the box entitled "[Economic developments and outlook for contact-intensive services in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021, and the box entitled "[What role do reopening effects play across countries and sectors?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2023.

<sup>26</sup> In a different context, a similar accounting decomposition was used to understand the secular decline in the wage share of income by Karabarbounis, L. and Neiman, B., "The Global Decline of the Labor Share", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, Issue 1, 2014, pp. 61-103.

index measures the shifts in activity from one sector to another assuming unchanged country shares.<sup>27</sup> The between-country index may therefore reflect shocks inducing cross-country asymmetries, since these shocks entail a relocation of production processes across countries aimed at making efficiency gains through specialisation and comparative advantage, but which require large adjustment costs and thus typically occur gradually.<sup>28</sup> In contrast, the within-country index may reflect shocks leading to cross-sectoral asymmetries, as these shocks imply changes in the use of factors of production by different sectors, such as hours worked and capital utilisation, which companies may need to implement during a crisis and then unwind as the economy improves. This interpretation appears to be confirmed by the empirical analysis in Box 1, according to which unexpected movements in between-country and within-country cross-sectoral shifts induce persistent positive and negative effects on economic activity respectively.<sup>29</sup> Indeed, the within-country and the between-country indices show significantly different dynamics between 1999 and 2023, indicating their potentially different role in predicting fluctuations in economic activity (Chart 3). While the within-country index largely explains the overall index and is tightly linked to the occurrence of recessions, the between-country index exhibits significantly smaller changes and tends to increase during recoveries, such as between the global financial crisis and the sovereign debt crisis and then again before and after the pandemic crisis, despite a marked increase also during the pandemic crisis, as in the case of the within-country index.<sup>30</sup>

---

<sup>27</sup> This methodology makes it possible to identify symmetric shocks as well as cross-country and cross-sectoral asymmetric shocks. In this way, it contributes to the literature on the assessment of the importance of sectoral and aggregate shocks in driving macroeconomic fluctuations, such as Foerster et al., op. cit., Garin et al., op. cit., and the box entitled “[Disentangling aggregate and sectoral shocks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

<sup>28</sup> In their discussion of the secular decline of the wage share, Karabarbounis and Neiman, op. cit., find that within-sector reallocations explain most of the variation in the wage share over time and across countries, while between-sector reallocations play a relatively minor role in driving the wage share. On the basis of these dynamics, the authors argue that between-sector shifts may be related to long-run developments, such as globalisation more generally.

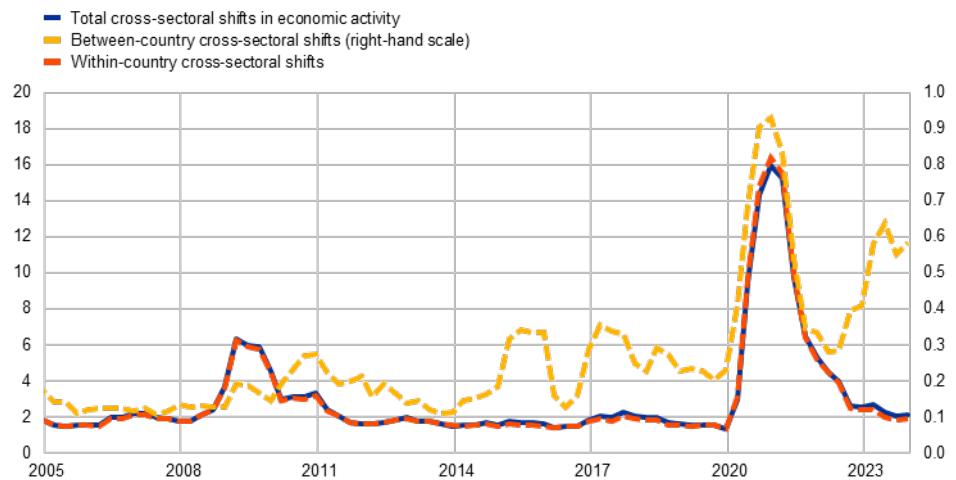
<sup>29</sup> This interpretation is also in line with empirical evidence and theoretical foundation proposed by Garin et al., op. cit., which show that reallocative shocks of labour supply across sectors – regardless of the direction of the reallocation – precipitate a reduction in employment and thus in output.

<sup>30</sup> The between-country index for the euro area as a whole increases several times, especially in 2011, 2015, 2017 and again in 2022 and 2023, mainly due to large shifts in German and Irish manufacturing and Irish information and communication, but also reallocations in trade, transport and hospitality, real estate and public administration across the largest countries. In the absence of Ireland, the index of within-country cross-sectoral shifts would exhibit almost identical dynamics to the index shown in Chart 3, while the index of between-country cross-sectoral shifts would show less marked but still sizeable spikes in 2011, 2015 and 2017 (driven by trade, transport and hospitality, and manufacturing), as well as in 2020 and beyond (driven also by real estate and public administration), reflecting contributions by the largest countries.

### Chart 3

#### Cross-sectoral shifts in euro area economic activity between and within countries

(year-on-year changes and contributions; percentages and percentage points of real gross value added)



Sources: Eurostat, ECB calculations.

Notes: Between-country cross-sectoral shifts represent the absolute magnitude of year-on-year changes in sectoral shares of real gross value added explained by shifts in activity across countries, conditional on no change in the sectoral composition of economic activity within countries. Within-country cross-sectoral shifts represent the absolute magnitude of year-on-year changes in sectoral shares of real gross value added explained by shifts in activity across sectors in each country, conditional on no change in the country composition of economic activity in the euro area. The latest observations are for the fourth quarter of 2023.

**An empirical model shows that the two largest recessions in the euro area were driven mainly by asymmetric shocks across sectors.** The empirical model disentangles the contributions of symmetric shocks as well as cross-country and cross-sectoral asymmetric shocks to overall economic activity (see Box 1). To this end, the model assumes that symmetric shocks affect only real GDP on impact, while asymmetric shocks induce changes in both real GDP and cross-sectoral shifts.<sup>31</sup> Importantly, the model allows the data to indicate the direction of the response of real GDP to asymmetric shocks. The model suggests that cross-country and cross-sectoral asymmetric shocks respectively induce lasting positive and negative changes in activity. It thus confirms that cross-sectoral shifts between and within countries are important leading indicators of aggregate activity. Using the model to interpret fluctuations in aggregate activity, the results show that symmetric shocks played a relatively large role over time, especially in the sovereign debt crisis, but cross-sectoral asymmetric shocks explained a significant part of the economic recessions during the global financial crisis and, to a larger extent, the pandemic crisis, suggesting that cross-sectoral (relative to cross-country) dynamics played a prominent role in the euro area business cycle (Chart 4).<sup>32</sup> Looking ahead, it indicates that, as the impact of the pandemic subsides, cross-country and cross-

<sup>31</sup> Note that this identification strategy implies that asymmetric or symmetric shocks do or do not *lead to* shifts in activity across countries and sectors respectively. Hence, this identification strategy does not explain whether asymmetric or symmetric shocks do or do not *originate from* a specific country or sector respectively. In other words, the shocks are identified on the basis of their effects (*ex post*), rather than their causes (*ex ante*).

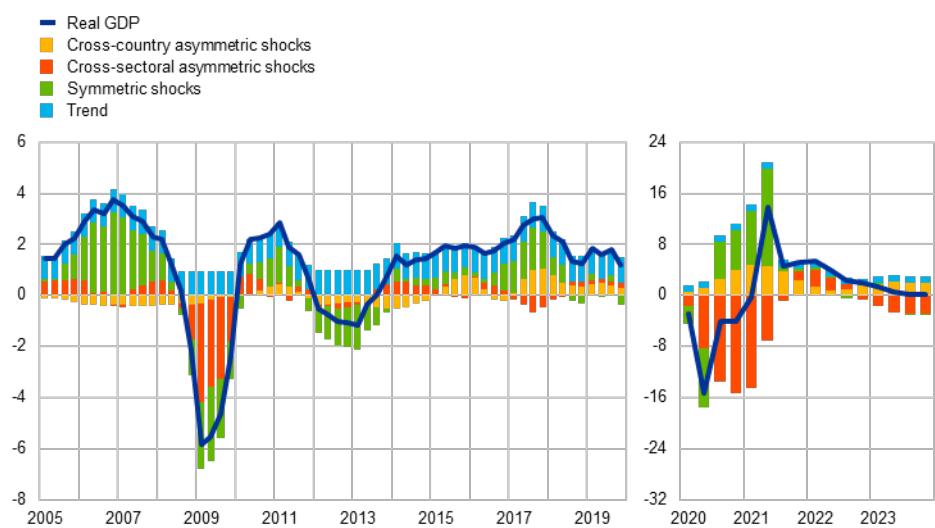
<sup>32</sup> This result is in line with empirical and theoretical evidence showing that a country-specific financial shock induces a synchronisation of the business cycle across financially integrated countries. See Cesa-Bianchi, A., Imbs, J. and Saleheen, J., "Finance and synchronization," *Journal of International Economics*, Vol. 116, 2019, pp. 74-87.

sectoral asymmetric shocks should have a broadly offsetting impact on economic activity, implying an overall moderate momentum in the near term.<sup>33</sup>

#### Chart 4

Drivers of real GDP in the euro area due to cross-sectoral shifts between and within countries

(year-on-year changes; percentages and percentage points computed as log deviations times 100)



Sources: Eurostat, ECB calculations.

Notes: The chart shows the year-on-year changes in the (log) level of real GDP and the contributions from unexpected movements (shocks) in between-country and within-country cross-sectoral shifts in economic activity in the euro area based on an estimated empirical model. See Box 1 for details on the estimation of the empirical model. The latest observations are for the fourth quarter of 2023.

#### Box 1

Disentangling the business cycle implications of cross-sectoral shifts in activity between and within countries

Prepared by Niccolò Battistini and Johannes Gareis

This box investigates the changes in the allocation of economic activity across sectors over time and explores how these sectoral dynamics relate to the euro area business cycle. It first explains the methodology used to construct a simple index of sectoral dynamics based on shifts in euro area economic activity across sectors. It then shows how to decompose this index into two components reflecting cross-sectoral shifts between and within euro area countries, suggesting a possible interpretation of their dynamics as being driven by cross-country and cross-sectoral asymmetric shocks respectively. To confirm this interpretation, the box applies an empirical model to estimate the impact of symmetric and (cross-country and cross-sectoral) asymmetric shocks on economic activity.

A simple index can measure the extent of the allocation of economic activity across sectors in the euro area as well as its breakdown between and within countries. The index of sectoral dynamics is computed as the sum of the absolute value of the changes in the sectoral shares of euro area real gross value added across all sectors between two consecutive quarters.<sup>34</sup> Hence, the larger the

<sup>33</sup> These results are not significantly affected by the exclusion of Ireland and/or the post-pandemic period.

<sup>34</sup> By construction, the sum of the same changes would equal zero if they were not taken in absolute value.

index, the more pronounced the changes in the sectoral composition of the economy. In turn, each sectoral change can be further broken down into a first component reflecting the change in every country's share of the euro area economy (conditional on a constant country-specific sectoral share) and a second reflecting the change in every country's sectoral share (conditional on a constant country share of the euro area economy).<sup>35</sup> In other words, the first and second components reflect cross-sectoral shifts driven by the allocation of activity between and within countries respectively. As discussed in Section 3, the between-country and within-country indices of cross-sectoral shifts exhibit markedly different dynamics, the former being associated mainly with recoveries, the latter with recessions. In turn, these dynamics suggest that these indices can be interpreted as reallocations of activity induced by cross-country and cross-sectoral asymmetric shocks with positive and negative implications for economic activity respectively.

An empirical model shows the different role of cross-country and cross-sectoral asymmetric shocks in driving the euro area business cycle. The model is a structural vector autoregression estimated with Bayesian techniques on aggregate euro area data from the first quarter of 1999 to the fourth quarter of 2023.<sup>36</sup> The baseline version of the model includes the index of total cross-sectoral shifts and real GDP, while the extended version includes the two indices of between-country and within-country cross-sectoral shifts and real GDP. The model teases out the economic impact of symmetric and asymmetric shocks by assuming that positive symmetric shocks raise real GDP and do not imply any change in cross-sectoral shifts, while positive asymmetric shocks increase cross-sectoral shifts and may affect real GDP in either direction. According to the baseline model (Chart A, panel a), total asymmetric shocks reduce real GDP on average by more than 0.3% on impact, about 0.4% at trough and around 0.3% over the medium term.<sup>37</sup> According to the extended model (Chart A, panels b and c), these results mask opposing effects from cross-sectoral asymmetric shocks, which induce a larger negative impact compared with total asymmetric shocks, and cross-country asymmetric shocks, which instead exert persistent and increasing upward pressure on real GDP, reaching almost 0.6% after five years, on average. Hence, these results indicate that shifts in activity across sectors within countries are associated with recessions, while reallocations between countries generate a prolonged increase in activity. Overall, these results suggest that between-country and within-country cross-sectoral shifts have significant implications for business cycle fluctuations over the near term.

---

<sup>35</sup> The index of total cross-sectoral shifts ( $\sigma_t$ ) is computed as  $\sigma_t = \sum_s |\Delta\omega_{s,t}|$  and the between-country ( $\sigma_{b,t}$ ) and within-country ( $\sigma_{w,t}$ ) components are calculated as  $\sigma_{b,t} = \sum_s |\sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t}|$  and  $\sigma_{w,t} = \sum_s |\sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}|$ , with  $\omega_{s,t}$ ,  $\omega_{c,t}$  and  $\omega_{c,s,t}$  denoting the share of sector  $s$  in euro area real gross value added, the share of country  $c$  in euro area real gross value added and the share of sector  $s$  in country  $c$ 's real gross value added respectively, for each quarter  $t$ . Further, the symbols  $\Delta$  and  $\mu$  denote the change and the sum of the following variable over quarter  $t - 1$  and  $t$  respectively. Note that the sum of the two components is greater than or equal to the index due to the absolute values and the following accounting identity:  $\sum_s \Delta\omega_{s,t} = \sum_s (\sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t} + \sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}) = \sum_s \sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t} + \sum_s \sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}$ . The computation of the index of total cross-sectoral shifts follows Tase, op. cit. The decomposition of the index into its between- and within-country components follows an analogous methodology applied to the wage share of income by Karabarounis and Neiman, op. cit.

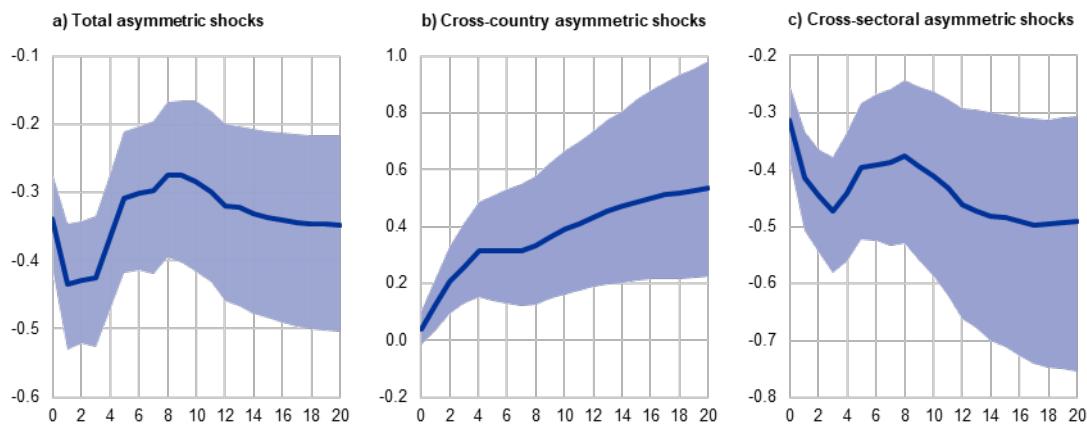
<sup>36</sup> The models use data for the euro area as a whole and account for the marked volatility of macroeconomic data in 2020 by using a pandemic heteroskedasticity adjustment from the first to the fourth quarter of 2020. See Lenza, M. and Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, June/July 2022, pp. 688-699.

<sup>37</sup> These results are qualitatively and quantitatively in line with those in Tase, op. cit. and are robust to the exclusion of Ireland and/or the post-pandemic period.

## Chart A

### Average impact of asymmetric shocks on real GDP in the euro area

(x axis: quarters; y axis: percentages, computed as log deviations times 100)



Sources: Eurostat, ECB calculations.

Notes: The charts in panels a, b, and c show the dynamic impact on the log level of real GDP of a unit-standard deviation shock in quarter-on-quarter total, between-country, and within-country shifts in sectoral shares, corresponding to 0.36, 0.04 and 0.32 percentage points of real gross value added respectively. The solid line refers to the median and the shaded areas refer to the 68% credibility bands. The structural vector autoregression model is estimated with Bayesian techniques from the first quarter of 1999 to the fourth quarter of 2023, including twelve lags and a Minnesota prior with a pandemic heteroskedasticity adjustment from the first to the fourth quarter of 2020 (Lenza and Primiceri, op. cit.).

## 4 Granular sectoral developments and the business cycle

**Cross-sectoral shifts, as measured by the overall index mentioned previously, have important implications for the business cycle over the near term, but the dynamics of individual sectors also provide useful information.** These granular sectoral dynamics are important because specific characteristics, such as an individual sector's relative size, volatility or sensitivity to aggregate shocks affect their leading-indicator properties. Moreover, sectors are interconnected through input-output linkages. Changes in activity specific to one sector can therefore have cascading effects on other sectors and become a source of macroeconomic fluctuations, especially if the sector affected by the shock has a central position within the production structure of the economy.

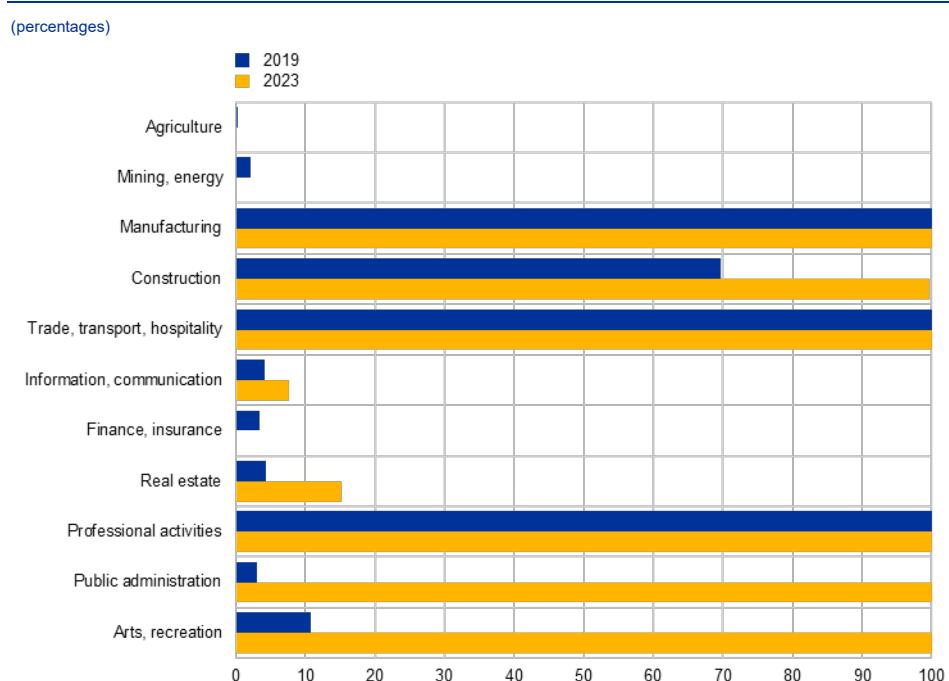
**Manufacturing, construction, trade, transport and hospitality as well as professional activities individually act as leading indicators for overall economic activity in the euro area.** To gauge the leading-indicator characteristics of activity in the eleven sectors of the euro area economy, a vector autoregressive model assesses whether activity in a sector is helpful for predicting real GDP. The model is based on “Granger causal priority”, which takes into account the indirect effects between economic activity in the different sectors and other macroeconomic variables, and estimates the probabilities that activity in an individual sector predicts real GDP better than vice versa.<sup>38</sup> A high probability means that sectoral activity is

<sup>38</sup> To this end, the model uses the unweighted (auto)correlation pattern between all variables. Therefore, the estimated Granger causal priority cannot be interpreted structurally, as the model is silent about the underlying causes for the different leading-indicator characteristics of the sectors. See Jarociński, M. and Maćkowiak, B., “Granger Causal Priority and Choice of Variables in Vector Autoregressions”, *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, Vol. 99, No 2, 2017, pp. 319-329.

very important for predicting real GDP. The results of the model show that manufacturing, trade, transport and hospitality, and professional activities are the best predictors of real GDP for both the pre-pandemic sample and the full sample (Chart 5). In addition, construction activity tends to act as a leading indicator for overall economic activity, while other sectors do not appear to be very relevant. However, for the sample including the post-pandemic period, the estimated probabilities also point towards the importance of public administration and arts and recreation as sectors with leading-indicator characteristics. This result shows that these sectors were subject to strong and symmetric fluctuations in the post-pandemic period, with lasting effects on the overall economy.<sup>39</sup> However, as the effects of the pandemic subside, the leading-indicator role of these sectors is likely to weaken again in the future.

### Chart 5

#### Leading-indicator relation between sectoral activity and real GDP in the euro area



Sources: Eurostat, European Commission, ECB and ECB calculations.

Notes: The chart shows the estimated probability that real GDP is not Granger causally prior to sectoral activity for two samples starting in the first quarter of 1999 and ending in the fourth quarter of 2019 (blue bars) and in the fourth quarter of 2023 (yellow bars) respectively. The empirical model follows Jarociński and Maćkowiak (see footnote 28). In addition to euro area real GDP and real gross value added in the eleven sectors, the HICP, 3-month Euribor, oil prices, effective euro exchange rate and economic sentiment measured by the European Commission survey are also included in the model. All variables are entered in the model in log levels, except for interest rates and economic sentiment, which are entered in levels.

**The sectors of the euro area economy vary considerably in terms of their position within the production structure.** Intuitively, the leading-indicator property of a sector is linked to its “centrality” within the economy, namely whether a sector occupies a central position in the economy’s production network and can therefore be an important source or propagator of shocks. This centrality can be measured using input-output tables in different ways. First-order centrality measures the direct

<sup>39</sup> See the box entitled “What role do reopening effects play across countries and sectors?”, *Economic Bulletin*, Issue 6, 2023.

links of a sector as a provider or user of inputs to or from other sectors. Second-order centrality gauges the direct and indirect links across the entire network of sectors. According to the second-order centrality, a sector can therefore also be central if it has few links with other important sectors. Computations based on Eurostat's FIGARO input-output tables show that the most central sector of the euro area economy according to both first-order and second-order centrality is manufacturing (Chart 6, panels a and b).<sup>40</sup> In addition to the manufacturing sector, trade, transport and hospitality also have a relatively high first and second-order centrality. Construction, on the other hand, has relatively few direct links to other sectors based on first-order out-degree and in-degree centrality (hence, low first-order centrality) but is a very central sector based on second-order centrality because it is linked to other important sectors, such as manufacturing. The least central sectors within the production structure of the euro area economy are agriculture and arts and recreation, both in terms of first-order centrality and second-order centrality.

---

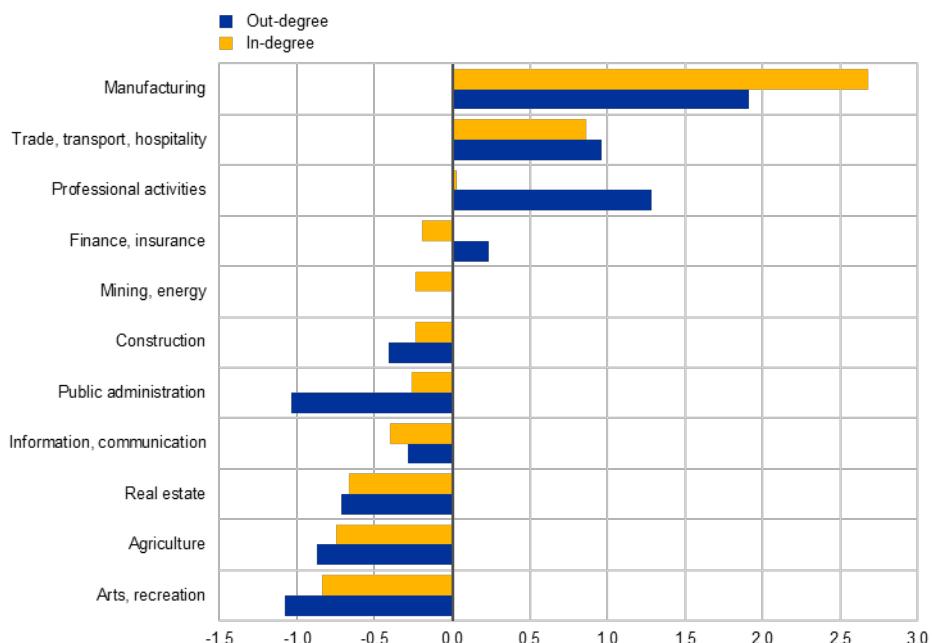
<sup>40</sup> Eurostat's FIGARO input-output tables contain information on production linkages between the two-digit NACE2 level, covering a total of 64 subsectors and 46 countries, and are available at an annual frequency from 2010 to 2021. The domestic input-output table for the euro area for the 64 subsectors are aggregated into the eleven main sectors and first- and second-order centrality measures are constructed. The measures for first-order out-degree and in-degree centrality of sector  $i$  are defined as the importance of sector  $i$  as a producer and a user for all other sectors and they are computed as  $foc_i = \sum_j a_{ij}$  and  $fic_i = \sum_i b_{ij}$  respectively, with  $a_{ij}$  denoting the use of sector  $i$ 's input by sector  $j$  relative to sector  $j$ 's total output and  $b_{ij}$  the use of sector  $i$ 's input by sector  $j$  relative to sector  $i$ 's total output. Second-order centrality is measured by PageRank centrality, which measures the importance of sector  $i$  as a producer and a user for all other sectors and is computed as  $sc_i = (I - \delta A)^{-1} \mathbf{1}_i$ , with  $\delta$  denoting the damping factor (i.e. the probability that a random walk follows a link),  $A$  the matrix with elements  $a_{ij}$  (see previous footnote) and  $I$  and  $\mathbf{1}_i$  the identity matrix and (standardised) selection vectors respectively. See Acemoglu et al., op. cit. and Joya and Rougier, op. cit. Among the manufacturing subsectors at the two-digit NACE2 level, the automotive sector has the highest second-order centrality, followed by the manufacture of food, beverages and tobacco and the manufacture of machinery.

## Chart 6

### Position of sectors in the production structure of the euro area economy

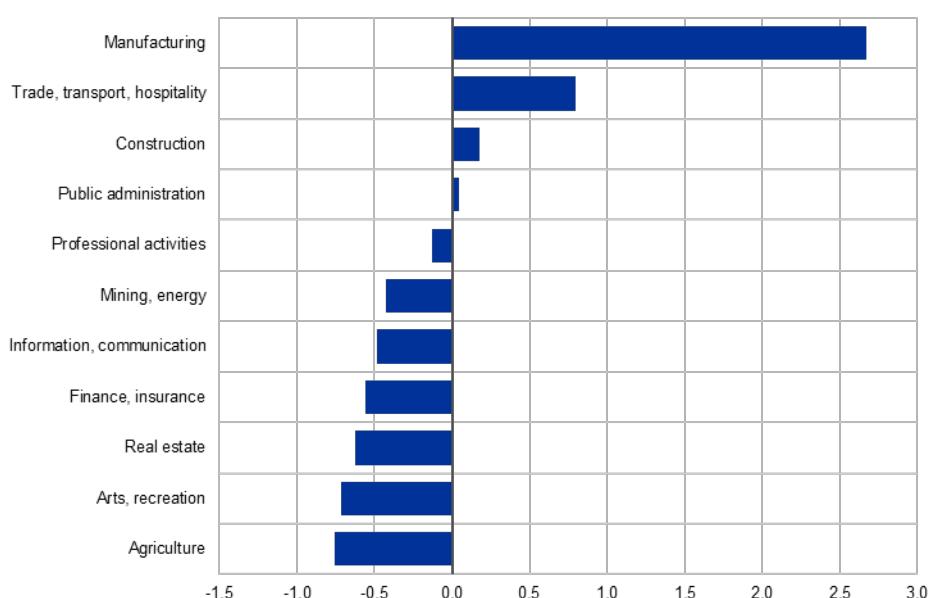
#### a) First-order centrality

(standard deviation)



#### b) Second-order centrality

(standard deviation)



Sources: FIGARO and ECB calculations.

Notes: The chart shows standardised values with mean zero and a standard deviation of one for the average values for first-order and second-order centrality for the available data from 2010 to 2021. First-order centrality is measured in terms of in-degree and out-degree, while second-order centrality is measured by PageRank centrality. The sectors are sorted according to the degree of centrality, with the sector with the highest centrality coming first. In panel a, this order refers to the in-degree.

**A formal test confirms that the leading-indicator characteristics of manufacturing, construction, trade, transport and hospitality and of professional activities are linked to these sectors' central position within the**

**euro area economy.** To formally check whether centrality can explain the relevance of sectoral activity for predicting real GDP, a cross-sectional regression is performed for the ten largest euro area countries, relating the leading-indicator characteristic of a sector to its various centrality measures and taking into account the relative size and volatility of a sector.<sup>41</sup> The results show that, for the pre-pandemic sample, the different centrality measures are positively and statistically significantly associated with the leading-indicator characteristic of a sector, while size and volatility do not seem to matter (Table 1, columns 1, 2 and 3). Indeed, while manufacturing and trade, transport and hospitality each have a relatively large share of total economic activity across the euro area, the share of construction is relatively small. In the sample covering the post-pandemic period, the first-order measures are not significant, while the second-order centrality remains significant, and size becomes statistically relevant in explaining the leading-indicator characteristics across sectors (Table 1, columns 4, 5 and 6). The latter result is explained by public administration, which is quite large and emerged as a sector with leading-indicator characteristics in the sample including the post-pandemic period.

---

<sup>41</sup> Similar to the results for the euro area for the pre-pandemic sample, manufacturing and trade, transport and hospitality are found to act as sectors with leading-indicator characteristics for overall economic activity in all countries considered; construction and professional activities were also found to act as sectors with leading-indicator characteristics in the vast majority of countries. The same is true for the sample that includes the pandemic, for which public administration and arts and recreation also emerge as leading-indicator sectors in all countries. In terms of centrality, manufacturing, construction, trade, transport and hospitality and professional activities are always relatively centrally located in the respective economies.

**Table 1**

Determinants of the leading-indicator properties of a sector

(coefficient estimates and standard errors (in parenthesis); dependent variable: Granger causal priority probabilities)

		1999-2019			1999-2023		
		1	2	3	4	5	6
<b>First-order centrality</b>	In-degree	0.14*** (0.004)			0.05 (0.053)		
	Out-degree		0.11*** (0.034)			0.02 (0.042)	
<b>Second-order centrality</b>	PageRank			0.19*** (0.044)			0.13** (0.057)
		-0.00 (0.007)	0.01 (0.005)	-0.01 (0.001)	0.028*** (0.008)	0.03*** (0.006)	0.01** (0.009)
<b>Size</b>		-0.06 (0.032)	-0.05 (0.031)	-0.07 (0.030)	0.04 (0.054)	0.06 (0.052)	0.02 (0.054)
<b>Total observations</b>		<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>
<b>R-squared</b>		<b>0.20</b>	<b>0.20</b>	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>	<b>0.28</b>

Sources: Eurostat, FIGARO, European Commission, ECB and ECB staff calculations.

Notes: The table presents cross-sectional regressions for the ten largest euro area member countries. The dependent variable is the Granger causal priority probability of a sector in each country. The first-order out-degree and in-degree centrality measures the importance of the producers of inputs for other sectors and the users of inputs from other sectors respectively, while PageRank centrality takes into account the direct sectoral inflows and outflows as well as the indirect links across the entire network of sectors. The size of a sector is measured by the share of sectoral real gross value added and the volatility by the standard deviation of the annual growth rate of a sector's real gross value added relative to total real gross value added, on average, over the corresponding sample. Ordinary standard errors in parentheses: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1, where the p-value denotes the significance of the estimated coefficient. R-squared refers to McFadden's pseudo R-squared and indicates the relative explanatory power of the regressions.

**The recent developments in economic activity in manufacturing, construction, trade, transport and hospitality as well as in professional activities point to moderate momentum for euro area real GDP in the near term.** The (unweighted) average of the year-on-year changes in real gross value added for manufacturing, construction, trade, transport and hospitality as well as for professional activities generally appears to act as a leading indicator for developments in economic activity in the other sectors (Chart 7).<sup>42</sup> This underlines that activity in these sectors, which include both manufacturing and some market services, is more relevant for predicting overall economic activity than activity in the other sectors. In terms of recent economic developments, momentum in the sectors with leading-indicator properties declined in 2023, while it held steady in the other sectors, driven mostly by buoyant activity in information and communication, and in arts and recreation. Although activity in information and communication may continue to grow owing to the increase in digitalisation, activity in arts and recreation may be held back due to the dissipation of reopening effects. Together with weakening activity in the sectors with leading-indicator properties, these developments suggest moderate momentum

<sup>42</sup> For the pre-pandemic sample, the lead-lag relationship between growth in economic activity in the sectors with leading-indicator properties and in the other sectors shows a lead of half a year for the former. Including the pandemic period, the growth momentum in both sectors changes largely simultaneously.

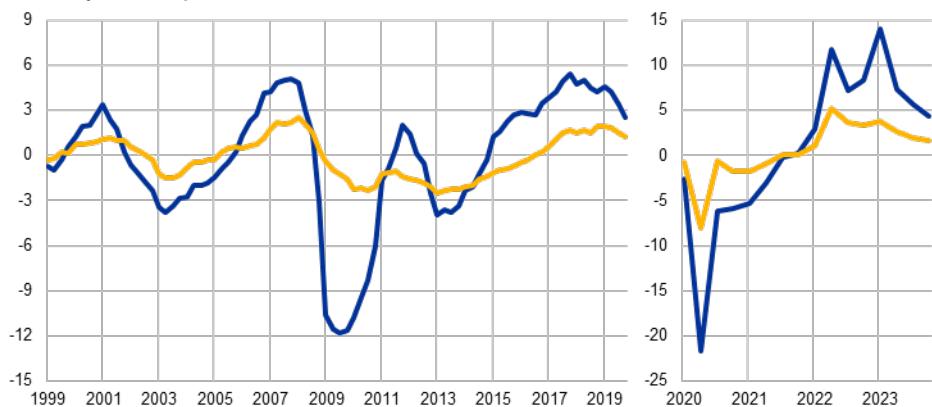
in the overall economy over the near term in line with the signals from the cross-sectoral shifts in activity (Section 3).

### Chart 7

#### Developments in sectors with leading-indicator properties and other sectors in the euro area

(year-on-year changes, percentages)

— Cyclical developments in sectors with leading-indicator properties  
— Cyclical developments in other sectors



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The chart shows the (unweighted) average of the year-on-year percentage changes for real gross value added in the sectors with leading-indicator properties (manufacturing, construction, trade, transport and hospitality as well as professional activities) and the other sectors in the euro area economy. The latest observations are for the fourth quarter of 2023.

## 5 Conclusion

The article provides model-based evidence that cross-sectoral shifts in activity can act as leading indicators for aggregate economic activity. Moreover, it shows that the overall index of cross-sectoral shifts – as measured by the sum of absolute changes in sectoral shares – masks opposing effects from shifts in activity between countries owing to the gradual relocation of production processes aimed at efficiency gains across countries, and within countries, reflecting detrimental changes in the use of resources across sectors. Based on model evidence, the article shows that between-country shifts anticipate lasting growth dynamics, while within-country shifts precede economic recessions.

The article further identifies four sectors with leading-indicator properties for aggregate activity, namely manufacturing, construction, trade, transport and hospitality, as well as professional activities. It then examines the position of sectors in the production structure of the euro area economy on the basis of their centrality, which measures a sector's importance in the economy in terms of its influence on other sectors; it then relates this centrality to a sector's usefulness for predicting real GDP. The article finds that the centrality of a sector, especially its second-order centrality, which measures its influence through direct and indirect effects within the economy's production structure, explains its predictive power with respect to economic activity.

**Overall, the article underlines the importance of monitoring and analysing sectoral developments.** It argues that examining cross-sectoral shifts from an aggregate perspective as well as individual sectoral developments from a granular perspective provides a comprehensive understanding of the economy and enables more effective policymaking. In fact, a thorough sectoral analysis helps to understand how shocks originate and propagate throughout the economy, which is crucial for assessing their potential magnitude and cascading effects. Ultimately, monitoring and analysing sectoral developments enables policymakers to anticipate and mitigate potential risks to the economy by adjusting their policy responses.

## 2

# Longer-term challenges for fiscal policy in the euro area

Prepared by Edmund Moshammer

## 1 Introduction

**In the future, various longer-term challenges are likely to exert pressure on public finances in the euro area.** On top of the existing fiscal burdens – as reflected in the high debt ratios in a number of euro area countries, which were exacerbated by the pandemic and the subsequent energy crisis – there are several important longer-term challenges for fiscal dynamics. This article starts by reviewing some of the most important challenges and discussing their fiscal relevance, with a focus on demographic ageing (Section 2), the end of the “peace dividend” (Section 3), digitalisation (Section 4) and climate change (Section 5). Acknowledging the uncertainties surrounding any quantification of these challenges, Section 6 then presents some tentative – purely indicative – estimates of the additional fiscal effort that could be required to ensure the long-term sustainability of public finances in the presence of such developments. The implications of digitalisation are excluded from that exercise, given the particular uncertainty that surrounds their quantification. Section 7 then provides some concluding remarks.

## 2 Fiscal costs of ageing societies

**The euro area is experiencing demographic ageing.** The region is witnessing a significant decline in fertility rates, coupled with steady increases in life expectancy, resulting in an ageing population. At the level of the European Union as a whole, average remaining life expectancy at the age of 65 has increased over the last two decades, rising from 17.8 years in 2002 to 19.5 years in 2022.<sup>1</sup>

**This demographic ageing presents challenges for government finances.** With the number of elderly citizens increasing relative to the working-age population, pay-as-you-go pension systems face mounting financial pressures. Furthermore, ageing populations typically require more extensive healthcare services and long-term care.

**Developments in ageing-related public spending vary across euro area countries.** The recently published 2024 Ageing Report provides long-term projections for the key drivers of ageing-related costs and their components (which comprise pensions, health care, long-term care and education) in EU Member States over the period 2022-2070.<sup>2</sup> In the baseline scenario, which assumes unchanged policies, the euro area on aggregate will face an increase in ageing-related expenditure of 1.4 percentage points of GDP relative to today, but this could

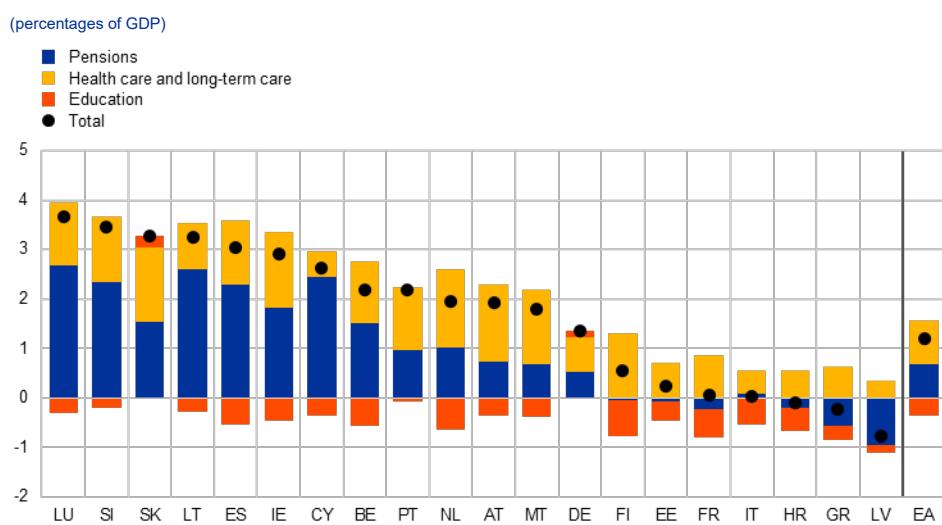
<sup>1</sup> This figure peaked at 20.2 years in 2019 (i.e. pre-pandemic).

<sup>2</sup> See European Commission, “[2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#)”, *European Economy – Institutional Papers*, No 279, April 2024.

increase to 4.0 percentage points in a risk scenario. And even in the baseline scenario five countries may need to increase their ageing-related spending by over 3 percentage points of GDP (Chart 1). The increase in the public cost of pensions has the highest variability across countries, given the varied nature of demographics and pension system arrangements at country level (e.g. the extent to which retirement ages are linked to life expectancy). The increased burden of ageing will require policy reforms or structurally increased savings in other areas.

### Chart 1

#### Additional fiscal efforts required owing to ageing populations



Sources: 2024 Ageing Report and ECB calculations.

Notes: This chart shows, for each component, the average increase in ageing-related costs from 2023 to 2070, weighted by the cumulative product of the reciprocal interest-growth differential. This increase can be interpreted as the constant additional budget balance needed in all years to meet the fiscal burden of an ageing population. Public spending on pensions is net of tax revenues.

### 3 Fiscal costs of the end of the “peace dividend”

**Russia’s war of aggression against Ukraine has prompted far-reaching discussions on security, military spending and geopolitical stability.** NATO members in the euro area have responded to this challenge by announcing and implementing large increases in defence spending, which represents a significant reversal of previous trends. As the Cold War thawed, all major economies reduced their defence expenditure (Chart 2, panel a). The United States and the United Kingdom more than halved their spending, reducing it from over 10% of GDP in the 1950s to less than 5% as of the 1990s. Germany and France, in turn, reduced their spending from over 4% of GDP to less than 2% today. Using this “peace dividend”, governments refocused their budgets, targeting new priorities such as increased social welfare spending.<sup>3</sup> After Russia’s annexation of Crimea in 2014, all NATO members agreed to spend at least 2% of GDP on defence.<sup>4</sup> Since then – and

<sup>3</sup> See the article entitled “Social spending, a euro area cross-country comparison”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

<sup>4</sup> Only three of the 32 current NATO members achieved that target in 2014. By 2023, however, the number had risen to 11, and it is expected to reach 18 by the end of 2024. See “Pre-ministerial press conference by NATO Secretary General Jens Stoltenberg”, 14 February 2024.

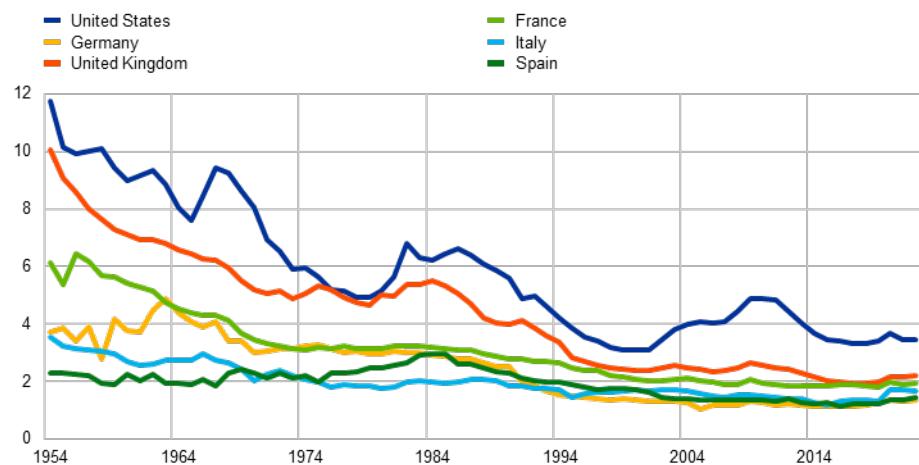
especially following Russia's full-scale invasion of Ukraine – the vast majority of euro area countries have increased their defence expenditure (Chart 2, panel b). If all euro area countries (including those that are not NATO members) were to increase their defence expenditure to 2% of GDP, this would result in an estimated €71 billion of additional spending annually – equivalent to 0.5% of euro area GDP.<sup>5</sup>

## Chart 2

### Public spending on defence

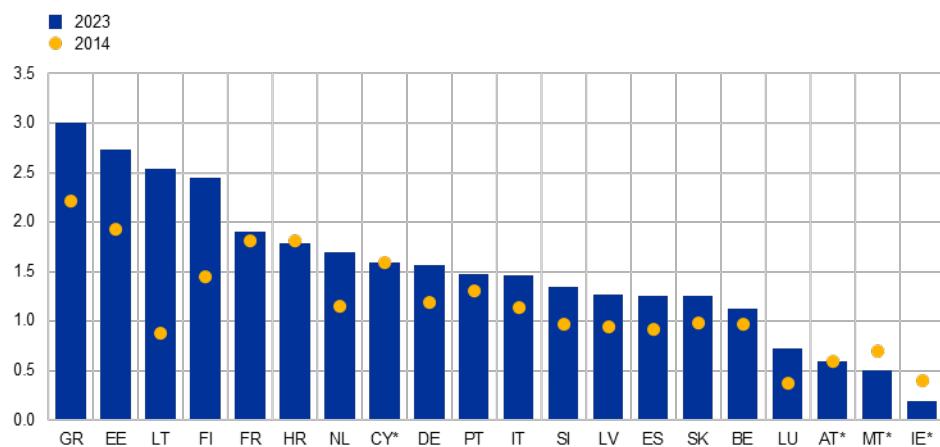
#### a) Long-term decline since the peak of the Cold War

(spending as a percentage of GDP, 1954–2022)



#### b) Changes since Russia's annexation of Crimea in 2014

(spending as a percentage of GDP)



Sources: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), NATO and Eurostat.

Notes: In panel a, data are sourced from SIPRI. In panel b, the asterisks denote non-NATO countries, where data are sourced from Eurostat and the blue bars refer to 2022. Data for other countries are sourced from NATO (press release from 7 July 2023).

**Additional defence spending could potentially increase GDP growth in the EU, with positive implications for fiscal sustainability in the longer term, if it (i) is concentrated in R&D-intensive investment, (ii) does not crowd out other productive investment, and (iii) focuses on EU-based sources.** According to the

<sup>5</sup> See also Freier, M., Ioannou, D. and Vergara Caffarelli, F., "EU public goods and military spending", Box 16 in "The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment", Occasional Paper Series, No 311, ECB, March 2023.

European Commission, using EU-based suppliers in defence contracts and, accordingly, shifting towards sourcing defence equipment and services from within the EU's internal market could stimulate economic growth in the longer term. The Commission recently announced the European Defence Industrial Strategy, which encourages EU Member States to make strategic investments in their defence capabilities while promoting intra-EU collaboration and cooperation.<sup>6</sup> One of the key pillars of this strategy involves ensuring that defence products are readily available through the European Defence Technological and Industrial Base. This is about incentivising Member States to procure defence equipment and services from EU suppliers, thereby strengthening domestic defence industries, reducing reliance on external sources and enhancing resilience to any potential geopolitical shocks. According to the Commission, this has the potential to support the growth and development of EU-based defence companies, fostering innovation, job creation and technological advancement within the region. It would also produce multiplier effects across different sectors and ultimately increase fiscal revenues.

**The economic impact of Russia's war of aggression extends far beyond the realm of military spending.** In the two years since the invasion of Ukraine, EU Member States and institutions have committed an estimated 0.55% of the EU's annual GDP in bilateral short-term support.<sup>7</sup> Furthermore, the EU has also established a €50 billion Ukraine Facility covering the period 2024-27. The World Bank estimates that Ukraine's overall recovery and reconstruction needs will total around \$486 billion over the next ten years.<sup>8</sup>

**Moreover, in 2022 and 2023, governments were also forced to react to the resulting energy crisis and the high levels of inflation that followed.** Indirectly, the war in Ukraine triggered a large temporary fiscal policy response at European level aimed at counteracting the high energy prices and the ensuing inflation, thus pointing to the multifaceted challenges posed by the ongoing conflict.<sup>9</sup> While governments should continue to roll back these energy-related support measures in 2024 to allow the disinflation process to proceed sustainably, the longer-term challenge of improving energy security in the EU will remain.

**As the war in Ukraine is still ongoing and the geopolitical landscape is also characterised by instability in the Middle East and other parts of the world, the full long-term fiscal cost of the end of the peace dividend remains uncertain and is very difficult to estimate.** For instance, the fragmentation of global trade could have severe implications for producers and consumers alike. If firms restructure their production chains in order to source inputs from countries that are geographically closer, rather than those with the most efficient production capabilities, their production costs will typically increase.<sup>10</sup> While the indirect fiscal

<sup>6</sup> See the Commission's [website](#) for more details.

<sup>7</sup> See Kiel Institute for the World Economy, "[Ukraine Support Tracker](#)" database.

<sup>8</sup> See World Bank, "[Ukraine – Third Rapid Damage and Needs Assessment \(RDNA3\): February 2022 – December 2023](#)", February 2024.

<sup>9</sup> See the article entitled "[Fiscal policy and high inflation](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023, and the box entitled "[Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation](#)" in the same issue.

<sup>10</sup> See Di Sano, M., Gunnella, V. and Lebastard, L., "[Deglobalisation: risk or reality?](#)", *The ECB Blog*, 12 July 2023.

effects are very difficult to quantify, they could be sizeable.<sup>11</sup> As a result, there continues to be significant uncertainty regarding the long-term fiscal consequences of these developments.

#### 4      Fiscal costs of closing the digitalisation gap

**The rising importance of digital value chains and transformative technologies is necessitating substantial investment in digital infrastructure and digital public services in order to maintain competitiveness.** Before establishing the Recovery and Resilience Facility (RRF) in 2021, the European Commission estimated the EU's digital investment gap vis-à-vis the United States and China at €125 billion per year (equivalent to around 0.9% of the EU's GDP), calling for the resulting costs to be shared between the private and the public sector.<sup>12</sup> This will involve significant investment in digital infrastructure, particularly telecommunications networks.

**In 2022, the EU adopted the Digital Decade Policy Programme 2030, a set of targets and objectives aimed at catching up in the area of digital transformation, supported by public investment.** Around 70% of all funding for that programme – €117 billion in total – will come from the RRF, with €16.6 billion having been disbursed to fund the digital transition by March 2024 (Chart 3, panel a).<sup>13</sup> Under EU rules, at least 20% of all disbursed RRF funds must be spent on the digital transition. However, most Member States are exceeding this minimum threshold in their revised Recovery and Resilience Plans, with country-specific allocations of RRF funds to the digital transition ranging from the minimum of 20% in Croatia and Slovenia to 48.1% in Germany. The degree of digitalisation still varies considerably across countries. In order to gauge progress towards the targets set, a Digital Economy and Society Index (DESI) has been devised (Chart 3, panel b). This is a composite index comprising 32 sub-indicators, 11 of which are directly linked to the Digital Decade. The short time horizon limits any causal inference, but estimates suggest that there is a significant correlation between DESI scores and GDP per capita, further reinforcing the ongoing Digital Decade agenda.<sup>14</sup> Digital investment that results in the strengthening of economic growth may, ultimately, also boost fiscal revenues.

---

<sup>11</sup> Restructuring production chains in order to prioritise geographical proximity over efficiency could result in increased production costs, a fall in employment and disruption to supply chains. This would ultimately have an impact on government revenues from corporate taxation, personal income tax, sales taxes and international trade. Additionally, it could also discourage investment in innovation, further hampering long-term economic growth and tax revenues.

<sup>12</sup> See European Commission, “Identifying Europe’s recovery needs” (SWD/2020/98 final), 27 May 2020.

<sup>13</sup> See “Delivering the Digital Decade with EU investments”, Chapter 5 of European Commission, “Implementation of the Digital Decade objectives and the Digital Rights and Principles” (SWD/2023/570 final), 27 September 2023.

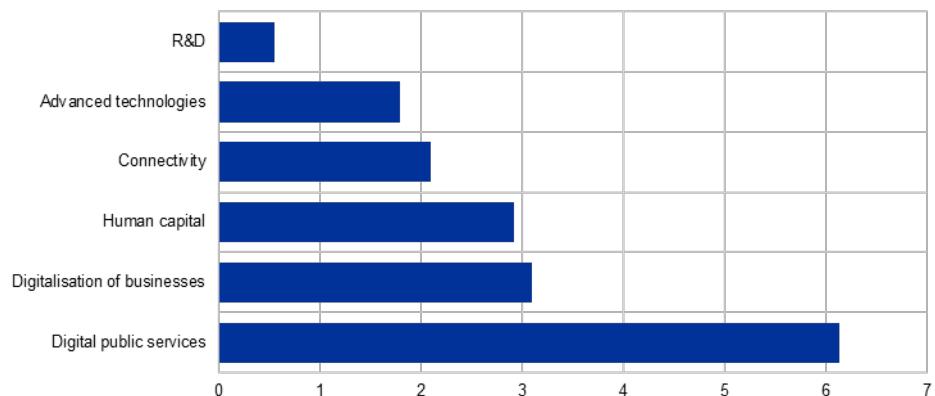
<sup>14</sup> See Olczyk, M. and Kuc-Czarnecka, M., “Digital transformation and economic growth – DESI improvement and implementation”, *Technological and Economic Development of Economy*, Vol. 28, No 3, 2022, pp. 775-803.

### Chart 3

#### Digital RRF expenditure and DESI scores

##### a) RRF disbursements targeting digital objectives: breakdown by policy area

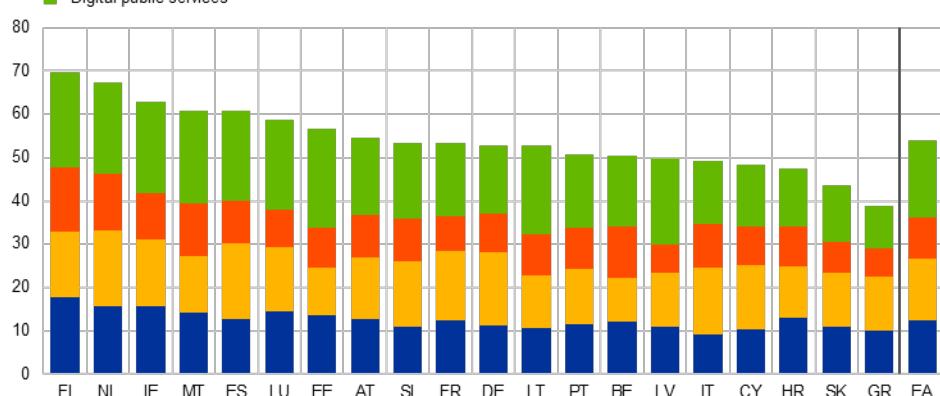
(EUR billions; as at March 2024)



##### b) DESI 2023 scores

(as a percentage of target scores for 2030)

- Human capital
- Connectivity
- Integration of digital technology
- Digital public services



Sources: European Commission and ECB calculations.

Note: In panel b, the target for each of the four broad categories is a maximum score of 25 points.

## 5 Fiscal effects of climate change

**Climate change poses major fiscal challenges for euro area economies.** From the direct costs of extreme weather events to the broader economic implications of transitioning to a low-carbon future, the fiscal impact of climate change is multifaceted and requires comprehensive analysis and action. As outlined in the ECB's climate and nature plan 2024-2025, central banks will need to improve their understanding of these drivers in order to deliver on their core objectives.

**Extreme weather events – which may increase in frequency and severity as a result of climate change – pose immediate and tangible risks.** The economic costs of floods, storms, heatwaves and droughts have increased sharply in recent

decades, placing a substantial financial burden on governments.<sup>15</sup> Costs relating to disaster relief, infrastructure repair and healthcare services in the aftermath of such events place strain on public finances, diverting resources from other essential areas. At the same time, the burden of climate change is distributed unevenly across euro area countries. For example, the European Commission's PESETA IV project estimates that welfare losses from climate change in southern Europe will be several times larger than in the north of Europe, mostly because of higher temperatures and water scarcity.<sup>16</sup> This uneven burden is further exacerbated by the fact that some countries which have historically suffered significant losses also have large insurance protection gaps.<sup>17</sup> Against that background, a recent European Commission discussion paper sheds light on the potential fiscal repercussions of extreme climate events.<sup>18</sup> The paper estimates that in a scenario where temperatures rise by 2°C globally in the long term, eight euro area countries could see their public debt-to-GDP ratio rise by over 2 percentage points by 2032 owing to extreme weather events.

**Transitioning to a low-carbon economy entails significant upfront costs and policy challenges.** Mitigation measures (such as investment in renewable energy infrastructure, energy efficiency improvements and other emission reduction strategies) require substantial financial resources and long-term planning. Green investment, both public and private, will be essential in order to facilitate the transition to a sustainable economy.<sup>19</sup> Carbon-pricing mechanisms such as carbon taxes offer a potential source of revenue that could offset some of the fiscal costs of climate policies.<sup>20</sup> Recent IMF estimates based on a New Keynesian dynamic general equilibrium model suggest that primary deficits in advanced economies could increase by around 0.4 percentage points of GDP over the next few decades as a result of a policy package designed to achieve net-zero emissions in 2050.<sup>21</sup> However, this assumes that a large share of public spending on green investment and subsidies is financed through carbon tax revenues.

**The macroeconomic and financial consequences of climate change and related policies can also have an indirect impact on public finances.** The economic consequences of climate change (which include productivity losses, disruptions to supply chains and declines in agricultural output) can dampen GDP growth. The resulting contraction in economic activity can, in turn, erode government

---

<sup>15</sup> The global economic losses are estimated to total \$4.3 trillion. See World Meteorological Organization, "Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water-Related Hazards (1970-2021)", 22 May 2023.

<sup>16</sup> See Feyen, L., Ciscar, J.C., Gosling, S., Ibarreta, D. and Soria, A. (eds.), "Climate change impacts and adaptation in Europe", JRC PESETA IV final report, 2020.

<sup>17</sup> See ECB and EIOPA, "Policy options to reduce the climate insurance protection gap", Discussion Paper, April 2023.

<sup>18</sup> See Gagliardi, N., Arévalo, P. and Pamies, S., "The Fiscal Impact of Extreme Weather and Climate Events: Evidence for EU Countries", *European Economy Discussion Papers*, No 168, European Commission, July 2022.

<sup>19</sup> In Europe, for instance, an estimated €275 billion of Next Generation EU and REPowerEU funds will be used to support investment in clean technology, while €118 billion has been set aside to help fund the transition to clean energy between now and 2027 under the Cohesion Policy.

<sup>20</sup> See the article entitled "Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022.

<sup>21</sup> See Chapter 1 of the IMF's October 2023 Fiscal Monitor.

revenues and result in higher debt servicing costs. Model simulations conducted by the Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) suggest that some euro area countries could experience significant real output losses. When conducting such analysis, the cost of different transition policies<sup>22</sup> needs to be set against the reduction in physical risks from climate-related events. For instance, in the “net-zero by 2050” scenario, which limits global warming to 1.5°C through stringent climate policies and innovation, real output losses are fairly limited (Chart 4, panel a); however, the costly transition policies lead to spikes in inflation and relatively persistent increases in interest rates (which rise by 1 percentage point on average; Chart 4, panel b). Increases in interest rates tend to reflect the inflationary pressure created by carbon prices, as well as increased demand for investment.<sup>23</sup> The higher interest rates in the NGFS’s “net-zero by 2050” scenario are the single most important driver of the long-term interest-growth differential. For instance, for a country with debt totalling 60% of GDP, a 1 percentage point increase in the interest-growth differential would, over time, result in the annual debt service burden rising by 0.6 percentage points of GDP. Naturally, these simulations are based on strong assumptions and contain a large degree of model uncertainty.<sup>24</sup> Several aspects – including the drivers of rising long-term interest rates and the role of monetary policy – need to be investigated further, and the ECB is actively contributing to those research efforts.

**Under EU rules, at least 37% of all RRF funds disbursed must be spent on the green transition.** While Member States often choose to spend significantly higher shares (ranging from 37.4% in Lithuania to 68.8% in Luxembourg and Malta), RRF funds can only cover a limited proportion of a country’s climate expenditure needs.

---

<sup>22</sup> NGFS Phase IV simulates the impact in terms of physical and transition risks of five transition scenarios relative to a hypothetical baseline scenario with no physical or transition risk. “Net-zero by 2050” is an ambitious scenario that limits global warming to 1.5°C through stringent climate policies and innovation, reaching net-zero CO<sub>2</sub> emissions around 2050. “Delayed transition” assumes that annual global emissions do not start to decline until 2030, with strong policies then being needed to keep global warming below 2°C. “Below 2°C” is a scenario where the stringency of climate policies is gradually increased, giving a 67% chance of keeping global warming below 2°C. “NDCs” (nationally determined contributions) is a scenario where all current NDCs are implemented (including NDCs that have been pledged but not yet implemented). The “fragmented world” scenario assumes delayed and divergent climate policy ambition globally, leading to elevated transition risks in some countries and high physical risks everywhere owing to the overall ineffectiveness of the transition.

<sup>23</sup> For these macroeconomic scenarios, the NGFS applies the NiGEM model, under which central banks follow the Taylor rule and long-term fiscal solvency is ensured. Furthermore, there is an assumption that 50% of the carbon price will be passed straight on to consumer prices. In the NiGEM model, the high levels of investment can result in persistently higher real interest rates owing to several interrelated factors. First, heightened demand for investment can lead to a crowding-out effect, whereby increased competition for available funds in capital markets drives borrowing costs up. And second, inflation expectations can, if influenced by increased investment activity, prompt lenders to demand higher nominal interest rates, driving up real interest rates. At the same time, the concrete formulation of central bank behaviour has major implications for the interest rate path in the model simulations.

<sup>24</sup> See, for example, the article entitled “[The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2023 and the box entitled “[Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

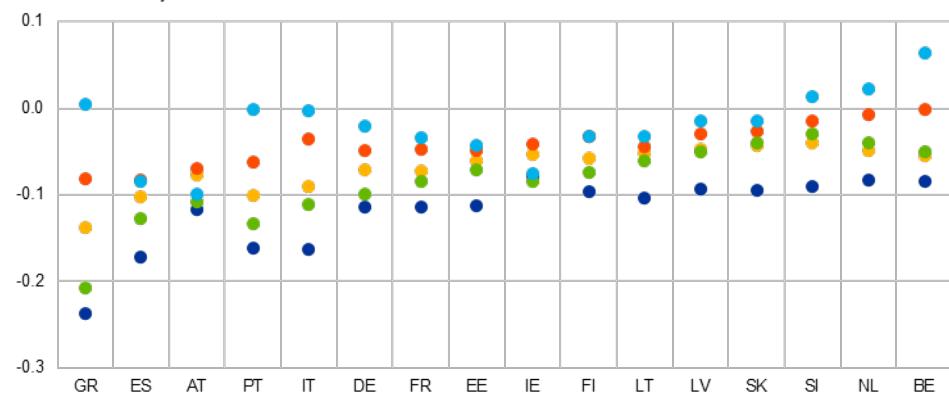
## Chart 4

### Simulating the impact of climate change under different transition scenarios

#### a) Impact on real GDP growth rates

(percentage point changes; averages for the period 2024-50)

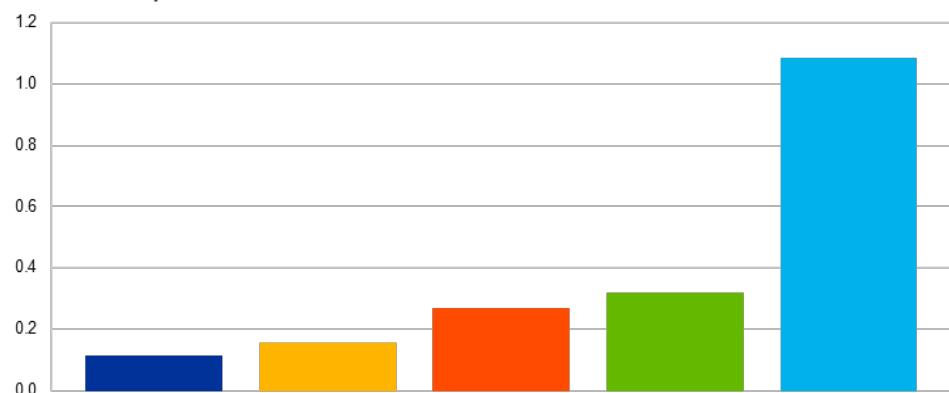
- Fragmented world
- NDCs
- Below 2°C
- Delayed transition
- Net-zero by 2050



#### b) Impact on long-term interest rates

(percentage point changes; averages for the period 2024-50)

- Fragmented world
- NDCs
- Below 2°C
- Delayed transition
- Net-zero by 2050



Sources: NGFS long-term scenarios (Phase IV) and ECB calculations.

Notes: See footnote [Napaka! Zaznamek ni definiran](#), for a description of NGFS scenarios. Countries are ordered on the basis of the average cross-scenario impact. Data refer to geometric means over the period 2024-50 and are not available for Croatia, Cyprus, Luxembourg or Malta. NGFS simulations employ three different models (GCAM, MESSAGEix-GLOBIOM and REMIND-MagPIE), and the results presented here are averages of the findings for those three models.

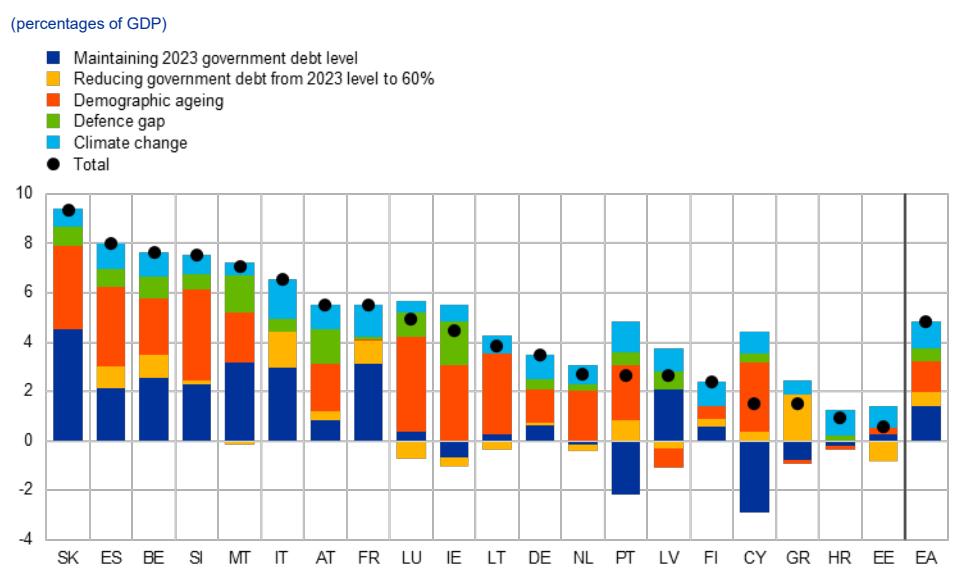
## 6 Cumulative impact

This section provides a rough and purely indicative estimate of the possible fiscal burden arising from the developments described in the previous sections. A single indicator aggregates the various components (Chart 5 and Box 1), estimating the fiscal adjustment that each euro area country would need to

implement as of 2024 and maintain throughout the simulation horizon.<sup>25</sup> The shared long-term target is a government debt-to-GDP ratio of 60% (as referred to in the Treaty) by 2070.<sup>26</sup> This fiscal gap measure is indicative and requires further analysis and interpretation to reach normative conclusions. Countries will need to ascertain and execute their respective adjustment paths. Moreover, the implementation of more ambitious structural reforms – notably those that support long-term growth – would help to reduce the fiscal burden, which is computed here on the basis of currently projected long-term growth rates. This is also the reason why the issue of digitalisation is not included in this exercise, as the benefits of digitalisation could potentially compensate for some of the fiscal costs incurred.

### Chart 5

#### Overview of fiscal efforts required in response to specific challenges



Sources: 2024 Ageing Report, European Commission's Debt Sustainability Monitor 2023, NGFS Phase IV simulations, IMF's October 2023 Fiscal Monitor, NATO, Eurostat and ECB calculations.

Notes: The chart depicts the required immediate and permanent one-off improvement in the ratio of structural primary balance to GDP to bring the debt ratio to 60% of GDP by 2070, incorporating financing for any additional expenditure until 2070 arising from an ageing population, defence and climate. See Box 1 for a description of the methodology.

**Achieving a government debt-to-GDP ratio of 60% by 2070 from today's debt levels would require euro area governments to immediately and permanently increase their primary balances by 2% of GDP on average (dark blue and yellow bars in Chart 5).** 16 euro area countries would require fiscal adjustments just to maintain their current debt levels, with necessary average savings of 1.4% of GDP (blue bars). Going further and reducing debt to 60% of GDP would, on average,

<sup>25</sup> See also the section entitled "Fiscal Policy Sustainability and Structural Spending Pressures" in Chapter 1 of the IMF's [April 2024 Fiscal Monitor](#), which presents details of a comparable exercise and reaches similar conclusions. The IMF shows that advanced economies are facing additional public spending pressures equivalent to 7.4% of GDP by 2030. This comprises increases of 1 percentage point for interest payments, 2 percentage points for climate spending (under the "net-zero by 2050" scenario), 2.9 percentage points for demographic ageing, 0.6 percentage points for defence spending, and 1 percentage point for industrial policy and the UN's Sustainable Development Goals.

<sup>26</sup> The government debt-to-GDP ratio of 60% is referred to in Article 126(2) of the Treaty on the Functioning of the European Union and specified in Protocol No 12 annexed to the Treaty.

require additional savings totalling 0.6% of GDP in the euro area, with high-debt countries having the largest adjustment needs (yellow bars).

**The additional challenges discussed above, excluding digitalisation, could widen the euro area's average fiscal deficit by approximately a further 3% of GDP.<sup>27</sup>** Of those challenges, demographic ageing is expected to result in the largest fiscal burden over the next five decades, potentially necessitating additional spending of up to 4% of GDP for some countries, and 1.2% for the euro area on average. As regards the NATO target for defence expenditure, four of the NATO members in the euro area are already spending the targeted amount of 2% of GDP, while the other 12 face additional burdens of up to 1% of GDP, resulting in an average burden of 0.5% of GDP at euro area level. For the four non-NATO countries – Ireland, Cyprus, Malta and Austria – there is no formal requirement to spend a specific amount on defence. However, Chart 5 plots the gap vis-à-vis 2% of GDP in the light of the changing geopolitical environment.<sup>28</sup> For climate change, assuming a “net-zero by 2050” scenario which limits global warming to 1.5°C, we estimate an average cost increase totalling 1.1% of GDP at the level of the euro area as a whole. This is driven by the 0.4 percentage point increase in the primary deficit-to-GDP ratio that was calculated by the IMF and the additional interest burden on debt stocks that was projected by the NGFS.<sup>29</sup>

**The necessary fiscal adjustment is large by historical standards, but not without precedent.** At the same time, for all of the challenges discussed above, there is considerable cross-country heterogeneity in the required fiscal efforts, with estimates of gaps ranging from 0.5% to almost 10% of GDP. In the past, large fiscal adjustments were mainly observed in response to major fiscal crises and in the presence of sizeable debt overhangs. Belgium, Ireland and Finland maintained cyclically adjusted primary surpluses of over 5% of GDP on average for more than a decade in the 1990s and early 2000s.<sup>30</sup> In some countries, the fiscal pressures discussed may not strengthen in the short term; however, there is no room for complacency, as the longer the adjustment is postponed, the larger the eventual adjustment cost will be.

**Moreover, additional fiscal burdens may well emerge in the medium term.** For instance, the model-based simulations used in this article exclude the digitalisation gap, the long-term implications of which are still hard to grasp. Furthermore, one does not need to go back very far in time to find a large fiscal shock appearing out of the blue: the euro area's government debt-to-GDP ratio increased by a total of 13 percentage points in 2020 in response to the COVID-19 pandemic. At the same time, the simulation of climate change is based on simplified assumptions and on the

<sup>27</sup> The exclusion of digitalisation stems mainly from the limited number of reliable forecasts and the lack of clarity regarding interaction with other key macroeconomic and financial variables.

<sup>28</sup> See also European Commission, “[Defence Investment Gaps Analysis and Way Forward](#)”, Joint communication to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 18 May 2022. For Luxembourg, a target of 1.7% of GDP is assumed, given its commitment to spending 2% of gross national income.

<sup>29</sup> Climate shock scenario data, which are only available until 2050 in the source material, are constant-extrapolated. The Greek NGFS climate shock is adjusted to reflect the fact that debt with fixed rates and long maturities accounts for a significant share of total debt.

<sup>30</sup> See the box entitled “[Past experience of EU countries with sustaining large primary budget surpluses](#)”, *Monthly Bulletin*, ECB, June 2011.

unlikely premise that limiting global warming to 1.5°C is still feasible. It also does not capture the impact of societal repercussions (such as conflict), tipping points or macroeconomic effects (such as changes to prices and productivity). This suggests that there could be substantial additional fiscal costs associated with climate change.<sup>31</sup> On the upside, however, the simulation may underestimate the potential positive economic side effects of increased public spending, such as spending on digitalisation. While the demographic ageing and climate change scenarios are built on a set of internally consistent assumptions, which also capture macroeconomic effects, the modelling of defence spending does not take account of the possible macroeconomic impact (e.g. the potential for the benefits of technological progress to spill over from the defence sector to the wider economy).

## Box 1

### Methodology of the fiscal gap indicator

In order to make the diverse fiscal long-term pressures comparable in a single indicator per country, we compute the immediate and permanent improvement in the structural primary balance required to bring the debt ratio to 60% of GDP by 2070. In addition to accounting for the adjustment need to stabilise and then reduce the initial debt level to the target level, the indicator incorporates financing for any additional expenditure arising from an ageing population, defence needs and climate change.

#### Deriving the fiscal gap and its components

Government debt in euro at the end of any given year is the sum of four components: (i) the debt at the end of the previous year, (ii) the interest accrued on that debt, (iii) the negative primary balance, and (iv) any debt-deficit-adjustment (DDA). Expressed in terms of GDP, in an economy with a balanced budget and zero DDA, debt-to-GDP grows every year proportional to the interest-growth differential (IGD). The IGD is the ratio between (i) one plus the average nominal interest rate and (ii) one plus the nominal GDP growth rate. However, the development of government debt is also determined by future primary balances and any DDA. From the above accounting identity we can apply the net present value (NPV) approach, discounting future flows by the annual IGDs and thus making them comparable across different time horizons. For instance, for reducing the current debt ratio by a given percentage, a government could apply a certain amount of savings in the current year or the same savings discounted by IGD in the following year. More generally, the difference between (i) the NPV of government debt as a percentage of GDP at a future date, and (ii) current government debt equals the NPV of the (negative) primary balances plus any DDA flows between today and the future date.

We define as our fiscal gap indicator the necessary permanent improvement in the ratio of the structural primary balance to GDP as of 2024 to reach a government debt of 60% of GDP by 2070. To determine the NPV of the fiscal flows needed to meet the target, we take (i) the 2023 government debt as a percentage of GDP, (ii) subtract the NPV of 60% of GDP debt discounted

<sup>31</sup> The recently published UN Emissions Gap Report found that even in the most optimistic scenario, the chance of limiting global warming to 1.5°C is only 14%, leaving open a large possibility that global warming will exceed 2°C or even 3°C. See United Nations Environment Programme, “[Emissions Gap Report 2023: Broken Record – Temperatures hit new highs, yet world fails to cut emissions \(again\)](#)”, November 2023; and Elderson, F., “[“Know thyself” – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science](#)”, keynote speech at the Delphi Economic Forum IX, 12 April 2024.

from 2070 to 2023, and (iii) add the NPV of negative primary balances plus DDA flows from 2024 to 2070. This NPV is then converted into a steady flow of primary balances that guarantee the attainment of the final target.

This approach can also be used to provide a breakdown of the fiscal gap into the different drivers. Looking at the equation below, we split the effort to reach the 60% debt ratio by 2070 into five components. These are the adjustments needed to (i) achieve the 2023 debt ratio ( $d_0$ ) by 2070 taking into account the starting primary balance and any DDA, (ii) reduce the 2070 debt ratio to 60% of GDP, (iii) cover ageing-related costs, (iv) cover additional defence expenditure needs, and (v) cover climate change-related costs.

$$\text{gap} = \left( \sum \frac{1}{a_t} \right)^{-1} \left[ \left( d_0 - \frac{d_0}{a_T} - \sum \frac{\text{pbBase}_t - \text{dd}_t}{a_t} \right) + \left( \frac{d_0 - 60\%}{a_T} \right) + \left( \sum \frac{\text{age}_t}{a_t} \right) + \left( \sum \frac{\text{def}_t}{a_t} \right) + \left( \sum \frac{\text{climate}_t}{a_t} \right) \right]$$

In this equation,  $a_t$  and  $a_T$  are the NPV discount factors at period  $t$  and in 2070 respectively, and  $\Sigma$  refers to the sum of flows from 2024 to 2070.

### **Assumptions for fiscal pressures and future interest-growth differentials**

Our approach is similar to the S1 indicator presented in the European Commission's Debt Sustainability Monitor (DSM) 2023, also with regard to the assumptions for primary balances, the interest-growth differential and ageing costs.<sup>32</sup> There are, however, three notable differences in the approach used here. First, the one-off fiscal adjustment is assumed to happen in 2024, compared with a two-year delay in the DSM. Second, we assume a constant structural primary fiscal balance over the projection horizon in order to avoid double-counting of legislated climate and defence measures. Third, we include these two additional components, which do not feature in the Commission's indicator.

## **7 Conclusions**

**Issues such as demographic ageing, increased defence expenditure, digitalisation and climate change will result in significant fiscal burdens in the decades ahead.** These developments will be challenging enough in isolation, and countries will face all of them simultaneously. Consequently, action needs to be taken today – especially in high-debt countries facing elevated interest rates and the associated risks.<sup>33</sup> Economic policies should seek to gradually reduce high levels of public debt and prepare for the future, which will also help to ensure a sound environment for the conduct of the euro area's single monetary policy.

<sup>32</sup> See European Commission, “Debt Sustainability Monitor 2023”, *Institutional Papers*, No 271, 22 March 2024.

<sup>33</sup> See Adrian, T., Gaspar, V. and Gourinchas, P.-O., “The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World”, *IMF Blog*, 28 March 2024.

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

<https://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 <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	5.8	8.7	2.6	8.4	5.9	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.0	3.0	3.4	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.2	2.6	0.1	1.9	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q2	0.7	0.5	0.0	1.0	0.5	0.1	6.6	7.0	4.0	8.4	3.3	0.1	6.2
Q3	0.9	1.2	-0.1	-0.9	1.8	-0.1	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.0	1.2	-0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	.	0.4	0.6	-0.5	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
2023 Dec.	-	-	-	-	-	-	6.0	6.7	3.4	4.0	2.6	-0.3	2.9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.6	3.1	4.0	2.2	-0.8	2.8
Feb.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.4	3.2	3.4	2.8	0.7	2.6
Mar.	-	-	-	-	-	-	5.8	6.4	3.5	3.2	2.7	0.1	2.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	5.7	.	3.4	2.3	2.5	.	2.4
May	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.6

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.

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>					
	Global	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.9	12.5
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.5	4.2	0.6
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-2.3	-3.8	-0.6
2023 Q2	54.0	53.6	53.9	53.1	53.9	52.3	50.5	54.8	47.6	-0.2	-1.2	0.9
Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	49.3	51.4	47.0	-0.3	-0.3	-0.2
Q4	51.0	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	1.0	0.9	1.1
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.4	0.2	-1.1
2023 Dec.	51.6	50.9	52.1	50.0	52.6	47.6	49.4	51.6	48.1	1.0	0.9	1.1
2024 Jan.	52.5	52.0	52.9	51.5	52.5	47.9	50.3	52.3	48.8	-0.9	-0.4	-1.5
Feb.	52.6	52.5	53.0	50.6	52.5	49.2	51.2	52.4	49.3	-0.4	0.2	-1.0
Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.4	0.2	-1.1
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.5	.	.	.
May	.	54.4	52.8	.	.	52.2	52.6	.	50.4	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (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)

Total	GDP											External balance <sup>1)</sup>				
	Domestic demand										Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>			
	Gross fixed capital formation				Total	construction	machinery	Intellectual property products								
	Total	Private consumption	Government consumption	Total												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
Current prices (EUR billions)																
2021	12,474.6	11,980.5	6,354.5	2,737.3	2,727.0	1,388.6	761.4	570.4	161.7	494.1	6,172.3	5,678.2				
2022	13,507.4	13,266.1	7,069.4	2,901.0	3,017.6	1,560.8	847.5	602.3	278.0	241.3	7,440.0	7,198.8				
2023	14,375.9	13,861.3	7,535.7	3,037.9	3,176.9	1,626.8	904.8	637.8	110.8	514.6	7,389.7	6,875.2				
2023 Q1	3,540.4	3,408.5	1,855.9	741.2	782.8	405.2	223.3	152.5	28.6	131.9	1,896.0	1,764.1				
Q2	3,580.7	3,445.7	1,874.5	754.8	788.5	405.7	226.0	155.0	27.8	135.0	1,859.2	1,724.1				
Q3	3,602.7	3,466.5	1,899.1	767.8	794.1	407.0	228.7	156.4	5.5	136.2	1,827.8	1,691.7				
Q4	3,650.9	3,529.0	1,909.1	775.3	808.5	409.0	225.3	172.3	36.1	121.9	1,836.2	1,714.3				
as percentage of GDP																
2023	100.0	96.4	52.4	21.1	22.1	11.3	6.3	4.4	0.8	3.6	-	-				
Chain-linked volumes (prices for the previous year)																
quarter-on-quarter percentage changes																
2023 Q2	0.1	0.8	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.4	1.4	-	-	-1.1	-0.1				
Q3	-0.1	-0.1	0.3	0.7	0.0	-0.5	0.7	0.4	-	-	-1.2	-1.4				
Q4	-0.1	0.3	0.1	0.5	1.0	-0.4	-2.5	9.6	-	-	0.0	0.6				
2024 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.				
annual percentage changes																
2021	5.9	4.7	4.4	4.2	3.5	5.8	8.1	-6.5	-	-	11.5	9.2				
2022	3.4	3.6	4.2	1.6	2.5	1.4	4.5	2.6	-	-	7.2	7.9				
2023	0.4	0.2	0.5	0.8	1.2	-0.8	3.3	3.5	-	-	-1.1	-1.6				
2023 Q2	0.6	0.7	0.7	0.5	1.7	-0.6	5.3	2.6	-	-	-0.5	-0.4				
Q3	0.1	-0.4	-0.3	1.3	0.5	-0.3	2.6	-0.3	-	-	-3.0	-4.1				
Q4	0.1	0.3	0.6	1.2	1.5	-0.6	0.4	8.4	-	-	-2.8	-2.5				
2024 Q1	0.4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.				
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points																
2023 Q2	0.1	0.7	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.6	-	-				
Q3	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-				
Q4	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.4	-0.1	-0.3	-	-				
2024 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.				
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points																
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-				
2022	3.4	3.5	2.2	0.4	0.5	0.2	0.3	0.1	0.4	0.0	-	-				
2023	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	0.2	-0.5	0.2	-	-				
2023 Q2	0.6	0.7	0.4	0.1	0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-	-				
Q3	0.1	-0.4	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.7	0.6	-	-				
Q4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.4	-0.6	-0.3	-	-				
2024 Q1	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
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2021	11,191.6	186.6	2,218.6	595.0	2,021.7	598.5	515.2	1,247.3	1,298.1	2,173.0	337.6	1,283.0
2022	12,165.7	215.1	2,450.1	656.6	2,333.5	633.2	532.7	1,300.2	1,398.4	2,274.6	371.3	1,341.7
2023	13,004.5	221.5	2,628.7	723.6	2,447.6	678.9	610.0	1,412.2	1,491.4	2,391.3	399.3	1,371.4
2023 Q1	3,201.4	57.1	660.9	178.2	605.1	164.1	147.5	343.9	364.4	582.8	97.4	339.1
Q2	3,244.4	55.6	662.1	180.1	612.6	169.3	152.1	349.9	372.2	591.7	98.9	336.3
Q3	3,256.3	54.8	653.2	181.8	611.7	170.9	155.0	353.3	374.5	600.8	100.2	346.3
Q4	3,297.2	54.0	662.0	184.2	618.6	173.2	155.0	359.2	381.2	609.1	100.8	353.7
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	20.2	5.6	18.8	5.2	4.7	10.9	11.5	18.4	3.1	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q1	0.1	1.0	-1.3	1.9	0.1	0.9	-0.4	0.9	0.1	0.2	2.1	-0.5
Q2	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	0.1	1.5	0.6	-0.1	0.5	0.1	0.7	0.2
Q3	-0.1	-1.2	-1.0	-0.1	0.0	0.8	0.1	0.2	0.0	0.1	1.7	0.1
Q4	0.0	0.8	-0.4	-0.1	-0.3	0.2	-0.6	0.1	0.3	0.6	-1.3	-0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2021	5.8	1.1	8.7	3.0	7.8	9.3	5.6	2.0	6.7	3.5	4.3	7.2
2022	3.5	-2.5	1.2	1.1	7.7	6.1	0.7	1.8	4.9	1.9	12.0	2.6
2023	0.6	0.6	-1.7	0.6	0.4	4.2	0.4	1.3	1.3	1.1	4.0	-1.2
2023 Q1	1.8	0.8	0.2	0.8	2.5	5.2	0.6	1.7	1.9	1.5	6.6	-2.5
Q2	0.9	1.2	-0.6	0.3	0.2	4.8	0.8	1.2	1.5	1.1	3.3	-1.3
Q3	0.2	0.0	-2.4	1.1	-0.6	3.6	0.8	1.2	1.0	0.7	3.2	-0.3
Q4	0.1	0.4	-3.0	1.1	-0.1	3.5	-0.3	1.1	1.0	1.1	3.2	-0.5
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q1	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-
Q2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-
Q4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	5.8	0.0	1.8	0.2	1.4	0.5	0.3	0.2	0.8	0.7	0.1	-
2022	3.5	0.0	0.2	0.1	1.4	0.3	0.0	0.2	0.6	0.4	0.4	-
2023	0.6	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
2023 Q1	1.8	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-
Q2	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
Q3	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-
Q4	0.1	0.0	-0.6	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	By employment status			By economic activity									
	Total	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>													
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.4	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.0	25.0	6.6
2022	100.0	86.2	13.8	2.9	14.2	6.4	24.4	3.2	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
2023	100.0	86.3	13.7	2.8	14.2	6.4	24.5	3.3	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	0.0	3.2	0.3	4.5	0.6	0.4	2.9	2.1	0.9
2022	2.3	2.4	1.3	-0.8	1.2	3.2	3.4	5.8	0.0	2.8	3.0	1.6	1.5
2023	1.4	1.5	1.1	-1.3	0.9	1.5	1.9	3.5	1.0	1.6	1.6	1.4	0.9
2023 Q2	1.4	1.5	0.9	-2.2	1.1	1.0	1.9	4.0	1.0	2.2	1.9	1.4	0.7
Q3	1.4	1.4	0.9	-1.0	0.8	1.4	2.0	2.4	1.1	0.8	1.4	1.5	0.5
Q4	1.2	1.2	1.3	-0.6	0.4	1.8	1.4	2.7	0.7	1.2	1.2	1.5	1.1
2024 Q1	1.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.2	3.5	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
2023	100.0	82.1	17.9	3.8	14.5	7.3	25.3	3.5	2.4	1.1	14.1	22.1	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	5.9	5.7	6.7	1.1	5.1	9.8	6.8	7.9	3.0	5.9	8.2	3.9	6.5
2022	3.4	3.5	3.0	-1.3	1.0	3.3	7.6	5.9	-0.2	4.6	3.9	0.6	5.7
2023	1.3	1.5	0.4	-1.5	0.6	1.2	1.7	3.0	0.6	1.1	1.6	1.5	1.4
2023 Q1	2.1	2.5	0.5	-0.6	1.8	1.7	3.0	4.6	1.1	1.8	2.3	1.5	2.5
Q2	1.6	1.8	0.8	-2.5	1.3	1.2	1.8	4.1	1.3	1.7	2.2	1.8	1.6
Q3	1.4	1.6	0.7	-1.2	0.6	1.4	1.8	1.9	1.0	1.1	1.6	1.8	1.5
Q4	1.3	1.4	0.6	-0.7	0.5	2.1	1.2	3.0	0.4	0.8	1.4	1.8	1.0
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.4	4.1	6.3	0.9	5.1	6.4	6.4	3.2	2.3	5.4	5.1	1.7	5.6
2022	1.1	1.1	1.7	-0.4	-0.2	0.1	4.1	0.1	-0.2	1.8	1.0	-1.0	4.2
2023	-0.1	0.0	-0.7	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.4	-0.3	-0.5	0.0	0.1	0.6
2023 Q1	0.4	0.7	-0.6	0.7	0.5	-0.1	0.7	-0.3	0.0	-0.4	0.4	0.1	1.3
Q2	0.2	0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.5	0.3	0.5	0.9
Q3	0.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.3	1.1
Q4	0.1	0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.3	-0.2	0.3	-0.3	-0.4	0.2	0.3	-0.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>										Job vacancy rate <sup>3)</sup>		
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age			By gender						
			Millions	% of labour force		Adult	Youth	Male	Female	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force		
	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
2021	165.007	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.548	7.4	6.283	8.2	2.5	
2022	167.790	3.1	11.394	6.8	2.7	9.140	6.0	2.254	14.5	5.722	6.4	5.672	7.2	3.3	
2023	169.982	2.9	11.174	6.6	2.4	8.877	5.8	2.297	14.5	5.642	6.2	5.533	6.9	3.0	
2023 Q2	169.835	2.9	11.111	6.5	2.4	8.838	5.7	2.273	14.3	5.599	6.2	5.513	6.9	3.1	
Q3	169.974	2.9	11.206	6.6	2.3	8.877	5.8	2.329	14.6	5.670	6.3	5.536	6.9	3.0	
Q4	170.720	2.9	11.145	6.5	2.3	8.782	5.7	2.363	14.8	5.639	6.2	5.506	6.9	2.9	
2024 Q1	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.5	-	6.2	-	6.9	2.9	
2023 Nov.	-	-	11.155	6.5	-	8.831	5.7	2.324	14.7	5.669	6.2	5.486	6.9	-	
Dec.	-	-	11.134	6.5	-	8.803	5.7	2.331	14.6	5.643	6.2	5.491	6.9	-	
2024 Jan.	-	-	11.182	6.5	-	8.852	5.7	2.330	14.6	5.679	6.2	5.503	6.9	-	
Feb.	-	-	11.203	6.5	-	8.875	5.7	2.328	14.6	5.690	6.2	5.514	6.9	-	
Mar.	-	-	11.098	6.5	-	8.807	5.7	2.291	14.3	5.594	6.1	5.504	6.9	-	
Apr.	-	-	10.998	6.4	-	8.726	5.6	2.272	14.1	5.577	6.1	5.421	6.7	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.3	1.0	8.3	9.0	8.0	-2.9
2022	2.1	2.8	-1.9	5.0	6.3	-2.9	2.9	0.9	-2.8	3.1	4.5	10.0	-4.3
2023	-2.2	-1.7	-5.4	2.3	-1.7	-5.6	1.5	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.8	14.5
2023 Q2	-0.8	0.1	-6.2	7.5	-1.6	-8.4	1.5	-2.2	-3.3	-1.1	-0.8	2.7	22.7
Q3	-4.8	-4.3	-5.3	-2.5	-3.2	-7.6	1.7	-2.3	-1.9	-1.6	-3.8	2.0	15.4
Q4	-3.9	-4.3	-4.5	-2.5	-6.7	-0.8	1.1	-0.8	-0.6	0.0	-4.0	1.8	4.1
2024 Q1	-4.6	-4.7	-2.5	-6.0	-5.5	-2.3	-0.2	-0.1	-0.5	0.2	-0.6	-	4.8
2023 Nov.	-5.2	-5.9	-5.6	-4.7	-6.9	0.7	-0.2	-0.6	-0.5	0.3	-3.1	1.5	5.3
Dec.	0.2	0.3	-3.4	4.7	-4.9	-1.7	2.4	-0.5	-0.1	-0.1	-3.4	1.9	-0.4
2024 Jan.	-6.5	-7.4	-2.9	-11.2	-4.2	0.3	0.6	-0.7	-0.7	0.7	0.7	3.8	7.0
Feb.	-6.2	-6.2	-2.4	-8.9	-5.0	-4.1	-1.8	-0.3	-1.2	0.7	-1.5	4.9	4.5
Mar.	-1.0	-0.8	-2.3	1.8	-7.1	-3.5	0.1	0.7	1.0	0.7	-1.0	-	2.9
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	0.0	-0.5	0.4	0.3	-	3.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Nov.	0.4	0.4	-0.7	0.5	1.1	2.0	-0.2	0.4	-0.1	0.3	1.9	0.1	0.7
Dec.	1.6	5.9	-1.3	11.6	0.4	0.7	0.4	-0.5	-0.6	-0.7	0.5	0.4	-1.3
2024 Jan.	-3.2	-6.7	2.2	-15.6	-0.3	0.8	0.8	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	-1.2
Feb.	1.0	0.9	0.8	1.7	-0.3	-3.4	0.4	-0.3	-0.2	0.4	-1.1	1.0	1.0
Mar.	0.6	0.9	-0.5	1.0	-1.8	-0.9	0.1	0.8	1.0	-0.1	1.0	-	-1.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-0.5	-0.1	-2.2	-	-	-0.3

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)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	-	-	-	-	
2021	111.2	9.6	80.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.3	-	-	-	
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	
2023 Q3	94.2	-8.9	80.7	-16.3	-4.7	-4.6	5.0	90.5	43.2	43.1	49.2	
Q4	94.8	-9.0	79.9	-16.7	-4.2	-6.5	6.2	90.5	43.9	44.0	48.4	
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.5	-5.2	-6.1	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	
Q2	.	.	79.0	.	.	.	.	90.0	.	.	.	
2023 Dec.	96.4	-9.0	.	-15.1	-3.5	-5.5	8.1	.	44.4	44.4	48.8	
2024 Jan.	96.1	-9.3	79.4	-16.1	-4.5	-5.7	8.4	90.1	46.6	46.6	48.4	
Feb.	95.5	-9.5	.	-15.5	-5.4	-6.7	6.1	.	46.5	46.6	50.2	
Mar.	96.3	-8.9	.	-14.9	-5.6	-6.0	6.5	.	46.1	47.1	51.5	
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-5.9	-6.8	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	
May	96.0	-9.9	.	-14.3	-6.0	-6.8	6.5	.	47.3	49.3	53.2	

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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

Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	2021	17.5	95.2	2.0	3.6	19.1	8.5	8.8	36.1	8.4	76.0	5.4	9.9
2022	13.7	92.8	-0.2	2.4	12.8	2.1	7.9	35.8	5.3	71.6	3.4	9.0	2.2
2023	14.4	87.0	1.3	2.1	3.1	1.3	-1.9	34.6	5.6	67.1	1.5	2.9	0.7
2023 Q1	13.5	90.8	1.3	2.3	7.1	2.0	4.2	35.5	5.6	69.5	2.8	1.2	1.6
Q2	13.9	89.3	1.3	2.2	2.3	2.2	1.1	35.5	5.6	68.5	1.8	19.9	0.9
Q3	14.0	88.0	0.4	2.0	1.3	1.1	-0.7	35.2	5.6	67.7	1.4	-11.2	0.5
Q4	14.4	87.0	2.0	2.1	2.2	1.3	-1.9	34.6	5.6	67.1	1.5	5.5	0.7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2023 Q2	1,401.7	1,342.2	59.5	725.2	667.1	327.2	294.0	305.1	295.0	44.3	86.1	25.8	22.9
Q3	1,414.6	1,339.8	74.8	722.9	645.1	329.1	295.4	320.3	313.1	42.4	86.2	29.1	18.5
Q4	1,384.2	1,311.9	72.3	710.3	645.0	328.0	295.0	299.6	284.8	46.3	87.2	61.6	40.6
2024 Q1	1,445.7	1,341.9	103.7	746.9	632.2	340.3	324.1	314.8	311.8	43.7	73.8	22.0	18.3
2023 Oct.	457.1	440.1	17.0	230.1	217.8	109.7	98.4	102.7	94.5	14.6	29.5	10.7	9.6
Nov.	462.4	439.0	23.4	239.8	213.3	108.6	99.3	99.1	97.7	15.0	28.8	9.3	7.5
Dec.	464.7	432.8	31.9	240.4	213.8	109.8	97.3	97.8	92.6	16.8	29.0	41.6	23.5
2024 Jan.	480.1	441.0	39.1	249.5	201.8	112.2	107.9	104.2	107.3	14.2	23.9	4.8	9.1
Feb.	486.5	457.6	28.9	246.6	212.9	116.9	109.7	108.2	110.8	14.7	24.2	5.5	3.7
Mar.	479.2	443.4	35.8	250.8	217.6	111.2	106.5	102.3	93.7	14.9	25.7	11.7	5.5
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Mar.	5,646.2	5,336.0	310.3	2,905.2	2,589.3	1,324.6	1,208.5	1,239.7	1,204.8	176.7	333.4	138.5	100.3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Mar.	39.3	37.1	2.2	20.2	18.0	9.2	8.4	8.6	8.4	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup> (seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)						Imports (c.i.f.)					
Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:		
		Total 1	Intermediate goods 2	Capital goods 3	Consump- tion goods 4		Manufacturing 7	Total 8	Intermediate goods 9	Capital goods 10	Consump- tion goods 11	Manufacturing 12	Oil 13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q2	-1.5	-13.5	710.1	331.9	144.1	216.5	590.6	707.3	411.9	113.6	164.9	503.5	74.1
Q3	-5.2	-22.1	704.3	331.8	141.9	214.6	587.4	677.7	390.4	111.9	158.5	488.6	82.2
Q4	-4.6	-16.7	709.4	334.8	144.1	214.7	589.0	668.9	382.3	107.2	157.2	475.7	81.2
2024 Q1	-3.2	-12.3	712.7	.	.	.	587.4	652.8	.	.	.	458.9	.
2023 Oct.	-1.6	-15.3	236.4	112.1	47.6	70.8	197.5	226.0	130.0	36.2	53.1	160.5	29.5
Nov.	-4.2	-16.2	237.7	111.9	48.9	71.8	197.3	222.1	127.4	35.3	52.2	157.9	26.7
Dec.	-8.3	-18.7	235.2	110.9	47.6	72.1	194.2	220.8	124.9	35.7	52.0	157.4	25.0
2024 Jan.	0.6	-16.1	237.7	113.0	46.8	72.0	196.3	211.6	120.8	33.4	51.0	149.9	25.2
Feb.	0.1	-8.3	237.4	111.2	47.5	72.9	195.9	220.7	124.1	35.3	52.3	153.8	24.8
Mar.	-9.2	-12.0	237.7	.	.	195.2	220.4	.	.	.	.	155.2	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q1	0.7	-3.0	99.2	95.5	98.4	108.0	98.6	110.4	108.5	111.4	111.1	109.8	144.9
Q2	-3.6	-6.6	97.3	92.7	99.4	105.2	97.2	109.7	107.9	112.3	112.0	110.9	159.0
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	95.9	102.4	95.9	106.6	104.5	111.5	109.4	108.5	171.7
Q4	-3.4	-8.7	96.5	93.2	96.1	102.9	95.7	104.3	101.1	104.3	107.8	105.3	164.4
2023 Sep.	-8.3	-13.4	96.1	94.6	93.5	101.3	95.7	104.6	103.0	108.1	107.0	106.6	173.5
Oct.	-0.2	-5.9	96.2	93.6	95.8	101.1	95.6	105.0	102.0	107.3	109.7	107.4	162.2
Nov.	-2.9	-9.4	96.6	93.0	96.4	103.3	96.1	103.1	100.0	101.1	107.3	103.8	162.6
Dec.	-7.3	-11.1	96.8	93.0	96.2	104.2	95.4	104.8	101.2	104.4	106.4	104.7	168.5
2024 Jan.	0.1	-9.5	97.3	95.5	93.3	102.2	96.1	101.4	99.0	96.4	103.9	100.4	160.9
Feb.	-1.1	-3.6	96.2	92.2	91.9	104.4	94.8	103.1	99.9	101.8	105.9	102.2	166.6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

### 3 Prices and costs

#### 3.1 Harmonised Index of Consumer Prices<sup>1)</sup> (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total			Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>								Administered prices			
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices		
		Total	excluding food and energy			4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5		
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	
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9	
2023 Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.9	0.7	-4.3	1.2	6.1	6.8		
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.2	0.5	1.3	0.9	5.0	4.5		
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.7	0.9	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3		
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.2	0.3	0.2	1.1	2.7	2.3		
2023 Dec.	124.0	2.9	3.4	2.1	4.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-1.6	0.3	3.1	1.7		
2024 Jan.	123.6	2.8	3.3	1.8	4.0	0.4	0.5	0.3	0.1	1.2	0.4	3.0	1.9		
Feb.	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.4	0.2	-1.0	0.1	1.4	0.5	2.6	2.5		
Mar.	125.3	2.4	2.9	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.5	2.4	2.5		
Apr.	126.0	2.4	2.7	1.3	3.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.2	2.4	2.1		
May <sup>3)</sup>	126.3	2.6	2.9	.	4.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-1.2	0.5	.	.		
	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	Total	Rents							
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3			
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			
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0			
2023 Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1			
Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2			
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0			
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8			
2023 Dec.	6.1	5.9	6.8	-0.1	2.5	-6.7	3.5	2.7	3.3	0.5	5.2	3.8			
2024 Jan.	5.6	5.2	6.9	-0.3	2.0	-6.1	3.4	2.8	3.5	-0.3	5.4	3.8			
Feb.	3.9	4.5	2.1	0.2	1.6	-3.7	3.4	2.8	3.3	0.1	5.2	3.9			
Mar.	2.6	3.5	-0.5	0.4	1.1	-1.8	3.4	2.8	3.9	-0.4	5.2	3.8			
Apr.	2.8	3.2	1.2	0.5	0.9	-0.6	3.4	2.8	2.7	-0.5	4.8	3.9			
May <sup>3)</sup>	2.6	2.9	1.8	.	0.8	0.3	.	.	.	.	.	.			

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: May 2024

### 3 Prices and costs

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

Total (index: 2021 = 100)	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Energy	Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>				
	Total			Industry excluding construction and energy														
	Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods												
	1	2	3	4	5	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7								
2021	100.0	12.2	7.4	5.7	10.9	2.6	2.2	3.4	1.7	30.3	5.8	7.9	0.5					
2022	133.5	33.5	17.2	14.0	19.9	7.2	12.2	16.5	7.0	82.0	11.9	7.1	0.6					
2023	130.5	-2.2	1.8	3.7	-0.3	5.1	8.3	8.4	5.0	-13.3	6.8	-1.1	-7.4					
2023 Q2	129.0	-0.8	0.7	4.1	-0.6	5.7	9.5	9.6	5.9	-11.3	7.5	-1.6	-9.4					
Q3	128.1	-8.8	-0.5	1.3	-4.0	4.4	6.4	5.5	4.1	-25.2	4.9	-2.2	-6.7					
Q4	128.4	-8.7	-1.2	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.1	2.4	-23.1	4.6	-1.1	-8.7					
2024 Q1	125.4	-8.1	-1.6	-1.3	-5.2	2.0	1.5	-0.3	0.9	-20.4	3.6							
2023 Nov.	128.5	-8.1	-1.4	-0.2	-4.9	3.2	3.6	2.0	2.4	-21.9	-	-	-					
Dec.	127.7	-9.6	-0.9	-0.3	-4.6	3.0	3.1	1.6	2.1	-25.2	-	-	-					
2024 Jan.	126.5	-8.0	-2.0	-1.2	-5.4	2.2	1.8	0.2	1.1	-19.9	-	-	-					
Feb.	125.1	-8.4	-1.6	-1.3	-5.4	2.0	1.4	-0.4	0.9	-21.2	-	-	-					
Mar.	124.5	-7.8	-1.3	-1.3	-4.8	1.9	1.2	-0.6	0.8	-20.3	-	-	-					
Apr.	123.3	-5.7	-0.7	-1.0	-3.9	1.5	1.0	-0.9	0.7	-14.7	-	-	-					

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

#### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

Total (s.a.; index: 2015 = 100)	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>			Total	Food	Non- food	
	Total	Total	Private con- sumption	Government con- sumption			Total	Food		Total	Food					
	1	2	3	4	5	6	7	8		9	10	11	12	13	14	
% of total										100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	109.7	2.2	2.9	2.2	1.8	3.9	5.9	7.9	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0	
2022	114.9	4.7	6.9	6.8	4.3	8.0	12.5	17.6	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9	
2023	121.8	6.0	4.3	6.1	3.9	4.1	0.5	-2.9	76.4	-13.0	-11.6	-14.3	-13.8	-12.5	-15.3	
2023 Q2	121.2	6.3	4.3	6.8	4.5	4.2	0.3	-3.7	71.6	-18.0	-16.1	-19.9	-18.4	-16.4	-20.8	
Q3	122.1	5.9	3.2	5.8	4.1	3.1	-1.9	-7.0	79.8	-13.8	-14.5	-13.0	-14.9	-15.2	-14.5	
Q4	123.8	5.3	3.8	3.8	3.0	2.7	-1.4	-4.5	78.5	-9.0	-9.3	-8.8	-10.1	-10.4	-9.6	
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	76.5	-2.9	2.8	-8.4	-3.5	1.0	-8.7	
2023 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71.4	-5.8	-3.7	-7.9	-6.8	-5.5	-8.2	
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.5	-5.3	-0.7	-9.6	-6.3	-3.2	-9.7	
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.5	-3.9	1.2	-8.9	-4.1	0.4	-9.1	
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	0.5	7.9	-6.6	-0.2	5.8	-7.2	
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	11.7	19.2	4.2	9.8	14.5	4.1	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.4	12.6	12.2	11.4	11.0	11.9	

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 balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q2	7.1	29.8	18.0	12.3	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.5	22.1	15.3	6.4	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.7	18.8	17.6	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.7	16.6	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
2023 Dec.	3.6	18.4	18.8	11.6	66.9	43.1	61.6	48.9	55.6
2024 Jan.	4.6	18.6	20.0	9.9	66.1	42.8	62.6	48.6	56.3
Feb.	4.0	16.9	17.3	3.7	65.3	45.5	62.9	48.3	56.6
Mar.	5.6	14.3	15.1	1.6	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.0	14.0	2.5	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.4	13.7	13.2	3.6	56.9	49.4	60.5	48.2	54.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

#### 3.5 Labour cost indices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	Total	By component		For selected economic activities			Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy		
			1	2	3	4	5	6
% of total in 2020	100.0		100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	100.9	0.9	1.0	0.5	0.9	0.9	1.4	
2022	105.7	4.8	4.0	7.0	5.0	4.2	2.9	
2023	110.4	4.4	4.4	4.7	4.9	3.4	4.5	
2023 Q2	113.7	4.3	4.4	4.0	4.6	3.8	4.4	
Q3	107.4	5.2	5.2	4.9	5.7	3.9	4.7	
Q4	117.9	3.3	3.2	4.0	4.0	2.0	4.5	
2024 Q1	107.6	4.9	5.0	4.4	5.1	5.0	4.7	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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 andfishing	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 ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Unit labor costs													
2021	110.1	-0.2	1.8	-3.6	5.5	-1.8	1.2	-1.5	5.0	1.0	0.9	-0.1	
2022	113.7	3.3	6.9	3.6	6.1	1.9	3.0	2.7	4.9	3.2	3.5	-3.0	
2023	120.8	6.2	3.7	8.3	5.6	7.4	4.4	5.2	4.4	6.5	4.5	2.3	
2023 Q1	118.8	5.9	3.9	6.9	5.3	6.5	4.5	5.8	4.2	7.0	3.9	0.0	
Q2	119.5	6.2	2.4	7.0	5.8	7.7	4.5	4.6	4.9	6.6	4.9	2.9	
Q3	121.5	6.5	4.5	9.2	5.0	8.0	4.1	4.5	3.5	6.6	5.1	2.9	
Q4	123.2	5.9	3.7	9.2	5.4	6.9	4.2	5.8	4.9	5.5	3.8	3.2	
Compensation per employee													
2021	111.6	4.2	2.7	4.7	5.2	5.5	5.8	3.3	6.6	4.7	2.3	3.3	
2022	116.6	4.5	5.1	3.6	4.0	6.2	3.3	3.4	3.9	5.2	3.8	7.1	
2023	122.6	5.2	5.6	5.5	4.7	5.8	5.1	4.6	4.0	6.2	4.1	5.5	
2023 Q1	121.0	5.4	6.1	5.7	4.3	6.7	4.8	5.2	3.7	6.9	4.0	5.4	
Q2	121.7	5.3	6.0	5.2	5.0	5.9	5.3	4.4	3.8	6.2	4.7	5.5	
Q3	123.3	5.2	5.5	5.8	4.7	5.2	5.3	4.2	3.8	6.3	4.4	5.7	
Q4	124.6	4.7	4.8	5.5	4.7	5.3	5.0	4.7	4.7	5.2	3.4	5.3	
Labour productivity per person employed													
2021	101.4	4.4	0.9	8.7	-0.2	7.5	4.6	4.9	1.5	3.6	1.3	3.4	
2022	102.5	1.1	-1.7	-0.1	-2.0	4.2	0.3	0.7	-0.9	1.9	0.3	10.4	
2023	101.5	-1.0	1.9	-2.6	-0.9	-1.5	0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	3.1	
2023 Q2	101.8	-0.8	3.5	-1.6	-0.7	-1.6	0.8	-0.2	-1.0	-0.4	-0.3	2.6	
Q3	101.5	-1.2	1.0	-3.1	-0.3	-2.6	1.1	-0.2	0.3	-0.3	-0.7	2.7	
Q4	101.2	-1.1	1.0	-3.4	-0.7	-1.5	0.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.4	2.1	
2024 Q1	101.2	-0.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Compensation per hour worked													
2021	114.1	0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	2.7	1.2	2.2	0.1	0.8	-1.5	
2022	118.0	3.4	6.3	3.9	4.3	1.7	3.3	3.4	2.7	3.9	4.9	3.7	
2023	124.0	5.1	5.4	5.8	4.8	5.8	5.3	5.0	4.5	6.0	4.0	4.7	
2023 Q1	121.8	4.7	4.7	5.2	4.1	5.3	5.0	5.2	4.0	6.1	3.7	4.1	
Q2	122.5	5.0	6.4	5.0	5.1	6.0	5.1	4.2	4.1	5.8	4.1	4.2	
Q3	124.4	5.0	5.1	5.8	5.0	5.3	5.5	4.5	4.7	6.0	4.0	4.3	
Q4	125.9	4.5	4.6	5.3	3.8	5.4	4.4	4.8	4.0	4.8	3.2	5.0	
Hourly labour productivity													
2021	104.7	0.0	0.0	3.4	-6.2	1.0	1.3	2.6	-3.7	-1.4	-0.3	-2.1	
2022	104.7	0.0	-1.3	0.2	-2.1	0.1	0.2	0.8	-2.6	1.0	1.3	5.9	
2023	103.8	-0.9	2.1	-2.3	-0.6	-1.3	1.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.4	2.5	
2023 Q1	103.7	-0.8	1.5	-1.6	-0.9	-0.5	0.6	-0.5	-0.1	-0.4	0.0	4.0	
Q2	103.6	-1.0	3.8	-1.8	-0.9	-1.5	0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	1.6	
Q3	103.5	-1.3	1.1	-3.0	-0.3	-2.4	1.6	-0.2	0.1	-0.6	-1.0	1.7	
Q4	103.3	-1.2	1.1	-3.5	-1.0	-1.3	0.4	-0.8	0.2	-0.5	-0.7	2.2	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) 1	1-month deposits (EURIBOR) 2	3-month deposits (EURIBOR) 3	6-month deposits (EURIBOR) 4	12-month deposit (EURIBOR) 5		
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2023 Dec.	3.90	3.86	3.93	3.92	3.67	5.33	-0.01
2024 Jan.	3.90	3.87	3.93	3.89	3.61	5.32	-0.01
Feb.	3.91	3.87	3.92	3.90	3.67	5.31	-0.01
Mar.	3.91	3.85	3.92	3.89	3.72	5.31	0.02
Apr.	3.91	3.85	3.89	3.84	3.70	5.32	0.08
May	3.91	3.82	3.81	3.79	3.68	5.31	0.08

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1)</sup>					Euro area <sup>1(2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1(2)</sup>			
	3 months 1	1 year 2	2 years 3	5 years 4	10 years 5				1 year 9	2 years 10	5 years 11	10 years 12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2023 Dec.	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Jan.	3.81	3.05	2.47	2.05	2.27	-0.79	-0.81	-1.03	2.26	1.67	2.06	2.76
Feb.	3.82	3.33	2.90	2.43	2.48	-0.85	-0.76	-0.46	2.79	2.24	2.20	2.79
Mar.	3.78	3.26	2.80	2.30	2.36	-0.90	-0.83	-0.55	2.68	2.09	2.07	2.70
Apr.	3.74	3.35	3.00	2.58	2.64	-0.72	-0.57	-0.42	2.91	2.44	2.37	2.96
May	3.67	3.33	3.02	2.64	2.70	-0.63	-0.69	-0.47	2.95	2.52	2.45	3.03

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index 1	50 2	Basic materials 3	Consumer services 4	Consumer goods 5	Oil and gas 6	Financials 7	Industrials 8	Technology 9	Utilities 10	Telecoms 11	Health care 12	Standard & Poor's 500 13	Nikkei 225 14
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	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2023 Dec.	472.0	4,508.6	1,019.9	298.5	163.4	122.7	202.0	862.9	950.4	390.0	282.2	749.5	4,688.4	33,118.0
2024 Jan.	471.8	4,505.8	998.5	289.2	163.2	120.2	204.7	875.3	963.2	381.9	288.4	762.5	4,804.5	35,451.8
Feb.	489.4	4,758.9	989.4	315.9	165.3	119.0	207.3	916.0	1,085.4	353.4	283.8	747.9	5,012.0	37,785.2
Mar.	509.8	4,989.6	1,046.7	330.6	161.5	123.1	223.8	965.1	1,114.6	358.1	283.7	764.4	5,170.6	39,844.3
Apr.	511.2	4,981.4	1,049.5	325.4	160.1	132.7	232.6	960.6	1,086.7	361.3	281.0	757.2	5,112.5	38,750.5
May	519.5	5,022.6	1,031.6	318.8	165.9	131.8	239.2	987.8	1,105.0	382.4	286.9	779.5	5,235.2	38,557.9

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

### 4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business)<sup>1), 2)</sup> (percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Ex- tended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincor- porated partner- ships	Loans for house purchase					APRC <sup>3)</sup>	Composite cost-of-borrowing indicator			
		With an agreed maturity of:		Up tp 2 years	Over 2 years			By initial period of rate fixation				By initial period of rate fixation								
		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	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					
2023 May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.15	16.35	8.16	7.60	8.31	5.08	4.28	3.99	3.65	3.31	3.93	3.59				
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.29	16.35	7.03	7.49	7.99	5.11	4.42	4.07	3.72	3.41	4.05	3.71				
July	0.27	1.42	2.83	2.86	7.50	16.41	8.42	7.73	8.41	5.23	4.58	4.14	3.72	3.46	4.09	3.76				
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.60	16.47	8.78	7.83	8.50	5.36	4.71	4.22	3.79	3.51	4.16	3.86				
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.78	16.55	8.51	7.83	8.56	5.40	4.74	4.25	3.86	3.57	4.25	3.89				
Oct.	0.35	1.59	3.27	3.31	7.98	16.55	8.26	7.87	8.54	5.58	4.83	4.29	3.78	3.61	4.27	3.92				
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.98	16.66	7.29	7.91	8.54	5.56	4.91	4.32	3.90	3.70	4.35	4.02				
Dec.	0.37	1.65	3.28	3.46	8.04	16.79	7.55	7.71	8.43	5.38	4.90	4.24	3.81	3.63	4.33	3.97				
2024 Jan.	0.39	1.68	3.20	3.15	8.14	16.85	7.99	8.02	8.73	5.37	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88				
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.80	7.68	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.85				
Mar.	0.39	1.71	3.18	2.91	8.16	16.90	8.09	7.79	8.54	5.16	4.79	4.00	3.57	3.44	4.05	3.80				
Apr.	0.39	1.73	3.12	2.89	8.14	16.92	8.11	7.85	8.58	5.19	4.82	3.99	3.59	3.42	4.03	3.80				

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business)<sup>1), 2)</sup> (Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

Over-night	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation										Composite cost-of-borrowing indicator		
	With an agreed maturity of:		Up tp 2 years		Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million						
	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year			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				
2023 May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.05	5.07	5.16	4.76	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.58			
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.24	5.43	5.26	4.95	4.99	4.14	4.71	4.88	4.10	4.78			
July	0.61	3.31	3.58	4.88	5.52	5.52	5.43	5.13	5.02	4.30	4.86	5.01	4.32	4.94			
Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.47	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99			
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.59	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09			
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.67	5.87	5.73	5.49	5.29	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27			
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.71	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23			
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.49	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.23			
2024 Jan.	0.89	3.69	3.37	5.37	5.29	5.69	5.66	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18			
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.98	5.14			
Mar.	0.90	3.68	3.60	5.35	5.39	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.16	5.16	4.16	5.18			
Apr.	0.91	3.66	3.30	5.36	5.20	5.60	5.62	5.35	5.09	4.30	5.19	4.99	4.13	5.18			

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	of which central government
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2021	1,408.4	429.7	125.2	48.8	88.8	764.7	674.9	387.2	138.6	79.0	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,378.0	473.9	142.6	50.4	94.6	667.0	621.7	480.7	182.9	115.8	48.1	48.1	133.9	97.1
2023	1,519.6	595.3	134.3	51.1	88.4	701.8	659.1	499.4	211.5	111.4	37.8	49.0	127.5	103.8
2023 Nov.	1,542.5	598.2	134.2	46.5	98.1	712.0	667.7	481.1	187.2	119.5	40.0	45.5	129.0	100.2
Dec.	1,519.6	595.3	134.3	51.1	88.4	701.8	659.1	329.1	143.3	80.0	36.0	32.1	73.6	60.7
2024 Jan.	1,532.4	598.9	155.5	51.4	93.2	684.8	642.7	541.5	212.1	132.9	43.2	47.7	148.8	121.6
Feb.	1,525.7	593.5	152.9	49.6	96.0	683.4	643.2	457.6	183.1	112.3	36.8	39.7	122.5	100.7
Mar.	1,528.0	600.3	151.2	48.3	85.1	691.4	644.0	461.7	181.5	109.7	33.1	38.9	131.5	102.8
Apr.	1,497.2	564.1	153.9	47.3	91.4	687.8	643.4	438.5	173.6	93.5	32.4	46.1	125.3	103.8
Long-term														
2021	19,872.6	4,170.0	3,341.1	1,350.1	1,620.3	10,741.2	9,942.9	316.2	68.7	83.4	33.8	23.3	140.9	128.1
2022	17,817.7	3,956.3	3,204.6	1,347.1	1,414.3	9,242.4	8,559.1	297.9	79.4	71.6	30.1	16.9	130.0	121.2
2023	19,460.7	4,485.8	3,387.7	1,362.5	1,525.1	10,062.0	9,361.1	322.1	94.4	69.2	25.4	21.0	137.5	129.9
2023 Nov.	18,976.4	4,400.1	3,345.8	1,356.9	1,482.4	9,748.1	9,065.7	302.9	83.7	87.6	36.1	25.7	105.9	101.2
Dec.	19,460.7	4,485.8	3,387.7	1,362.5	1,525.1	10,062.0	9,361.1	214.8	68.9	59.6	19.5	16.7	69.6	68.0
2024 Jan.	19,564.1	4,542.8	3,447.3	1,371.7	1,524.9	10,049.1	9,345.3	471.0	167.2	91.8	31.3	22.7	189.2	172.3
Feb.	19,520.6	4,543.0	3,442.8	1,364.6	1,514.8	10,020.0	9,311.1	369.8	100.3	63.6	11.3	19.5	186.4	168.1
Mar.	19,793.3	4,622.2	3,471.7	1,372.2	1,535.6	10,163.8	9,445.2	435.0	124.4	95.7	31.7	35.8	179.1	164.4
Apr.	19,685.1	4,638.9	3,459.0	1,361.8	1,528.8	10,058.3	9,351.8	322.8	96.1	58.3	10.8	27.5	140.8	135.0

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		Non-financial corporations	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government			Total	of which central government	Total	of which central government		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Outstanding amount														
2021	21,281.0	4,599.7	3,466.3	1,398.8	1,709.1	11,505.9	10,617.8	10,368.4	600.3	1,486.6	1,486.6	800.3	8,280.5	
2022	19,195.7	4,430.2	3,347.2	1,397.4	1,508.9	9,909.4	9,180.8	8,711.1	525.2	1,290.2	1,290.2	621.8	6,895.1	
2023	20,980.3	5,081.1	3,522.0	1,413.7	1,613.4	10,763.7	10,020.2	9,689.7	621.8	1,414.9	1,414.9	729.1	7,652.6	
2023 Nov.	20,518.9	4,998.3	3,480.0	1,403.4	1,580.5	10,460.1	9,733.4	9,392.7	611.5	1,395.6	1,395.6	652.5	7,385.2	
Dec.	20,980.3	5,081.1	3,522.0	1,413.7	1,613.4	10,763.7	10,020.2	9,689.7	621.8	1,414.9	1,414.9	652.5	7,652.6	
2024 Jan.	21,096.5	5,141.7	3,602.8	1,423.2	1,618.1	10,733.9	9,988.0	9,841.5	641.1	1,443.2	1,443.2	729.1	7,756.7	
Feb.	21,046.3	5,136.4	3,595.7	1,414.2	1,610.8	10,703.4	9,954.3	10,165.8	652.5	1,506.6	1,506.6	727.4	8,006.2	
Mar.	21,321.3	5,222.5	3,622.8	1,420.4	1,620.7	10,855.2	10,089.2	10,521.7	727.4	1,595.5	1,595.5	729.1	8,198.4	
Apr.	21,182.3	5,203.0	3,613.0	1,409.1	1,620.2	10,746.1	9,995.2	10,247.2	729.1	1,531.8	1,531.8	729.1	7,985.9	
Growth rate <sup>1)</sup>														
2023 Sep.	6.3	11.3	4.4	3.9	2.0	5.4	6.2	-1.0	-3.1	1.2	-1.2			
Oct.	5.9	10.9	4.1	3.7	2.5	4.8	5.5	-1.4	-3.0	1.1	-1.7			
Nov.	5.3	10.4	2.8	1.1	2.5	4.4	4.9	-1.3	-3.3	1.0	-1.5			
Dec.	5.7	11.8	2.9	1.2	2.3	4.5	5.0	-1.5	-3.1	0.8	-1.7			
2024 Jan.	5.8	10.8	4.4	2.7	2.3	4.6	5.1	-1.5	-3.0	0.8	-1.8			
Feb.	5.5	10.2	4.0	1.9	2.2	4.4	4.8	-1.5	-3.0	0.8	-1.7			
Mar.	5.6	10.9	4.3	2.4	2.6	4.2	4.6	-1.3	-3.0	1.1	-1.6			
Apr.	5.4	10.0	3.9	0.7	2.6	4.2	4.5	-1.4	-3.1	0.7	-1.6			

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	89.4	68.3	87.6	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.3	63.3	82.8	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.4	65.1	86.5	121.8	94.7
2023 Q2	98.2	93.9	98.1	88.2	64.3	85.9	121.4	94.6
Q3	98.9	94.9	99.0	89.0	65.3	87.4	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	89.0	65.3	87.1	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.5	98.5	-	-	-	123.7	95.2
2023 Dec.	98.2	93.9	98.0	-	-	-	123.2	94.9
2024 Jan.	98.4	94.4	98.4	-	-	-	123.6	95.2
Feb.	98.1	94.2	98.2	-	-	-	123.3	94.9
Mar.	98.8	94.8	98.8	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.6	98.5	-	-	-	124.0	95.2
May	98.9	94.8	98.8	-	-	-	124.4	95.3
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 May	0.3	0.3	0.3	-	-	-	0.3	0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 May	1.0	1.3	1.0	-	-	-	2.8	1.2

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish złoty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q3	7.886	.	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.794	.	25.043	7.460	389.736	166.824	4.291	0.856	4.9742	11.605	0.980	1.077
2023 Dec.	7.787	.	24.478	7.456	381.803	157.213	4.334	0.862	4.9707	11.203	0.944	1.090
2024 Jan.	7.820	.	24.716	7.457	382.042	159.458	4.365	0.859	4.9749	11.283	0.937	1.091
Feb.	7.765	.	25.232	7.455	388.039	161.377	4.326	0.855	4.9746	11.250	0.946	1.079
Mar.	7.830	.	25.292	7.457	395.087	162.773	4.307	0.855	4.9708	11.305	0.966	1.087
Apr.	7.766	.	25.278	7.460	392.411	165.030	4.303	0.857	4.9730	11.591	0.976	1.073
May	7.821	.	24.818	7.461	387.183	168.536	4.280	0.856	4.9754	11.619	0.983	1.081
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 May	0.7	0.0	-1.8	0.0	-1.3	2.1	-0.5	-0.1	0.0	0.2	0.7	0.8
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 May	3.0	.	5.2	0.2	4.0	13.2	-5.6	-1.7	0.6	2.2	0.8	-0.5

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11
Outstanding amounts (international investment position)												
2023 Q1	31,760.6	31,487.6	273.0	12,342.4	10,109.1	11,351.7	13,390.3	35.4	6,897.7	7,988.2	1,133.5	16,096.9
Q2	31,906.0	31,584.7	321.3	12,230.2	9,984.7	11,737.5	13,698.8	13.5	6,819.1	7,901.2	1,105.7	16,069.4
Q3	32,083.3	31,600.0	483.3	12,334.0	10,074.6	11,785.9	13,705.3	-9.6	6,859.0	7,820.1	1,114.1	16,078.3
Q4	32,017.5	31,432.1	585.3	11,957.1	9,642.3	12,219.9	14,267.5	8.3	6,683.8	7,522.3	1,148.3	15,749.5
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2023 Q4	222.7	218.6	4.1	83.2	67.1	85.0	99.2	0.1	46.5	52.3	8.0	109.6
Transactions												
2023 Q2	12.9	-27.2	40.1	-104.3	-97.0	213.7	131.6	-5.0	-93.4	-61.8	1.9	-
Q3	122.2	26.8	95.4	8.3	-0.5	96.5	114.6	-2.7	22.2	-87.3	-2.2	-
Q4	-326.7	-424.5	97.8	-321.5	-311.6	41.9	93.1	23.6	-77.1	-206.0	6.4	-
2024 Q1	489.7	411.2	78.5	58.5	13.5	131.4	199.9	23.8	274.8	197.7	1.2	-
2023 Oct.	-38.2	-71.8	33.6	-119.8	-121.4	0.7	8.7	17.3	60.1	40.8	3.5	-
Nov.	10.0	-27.9	38.0	-54.6	-57.0	79.0	33.9	1.3	-17.0	-4.9	1.4	-
Dec.	-298.5	-324.7	26.2	-147.0	-133.2	-37.7	50.5	5.0	-120.3	-242.0	1.5	-
2024 Jan.	175.8	170.3	5.5	-5.3	-8.3	55.1	123.4	15.6	109.5	55.1	0.8	-
Feb.	182.5	174.0	8.5	34.0	2.2	45.4	56.6	13.8	88.4	115.2	0.9	-
Mar.	131.4	66.9	64.5	29.8	19.7	30.9	19.8	-5.6	76.9	27.3	-0.5	-
12-month cumulated transactions												
2024 Mar.	298.1	-13.7	311.8	-359.0	-395.5	483.5	539.2	39.7	126.5	-157.4	7.3	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2024 Mar.	2.1	-0.1	2.2	-2.5	-2.8	3.4	3.8	0.3	0.9	-1.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3												Total	
	M2						Total	M3-M2						
	M1			M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total		8	9	10	11			
Outstanding amounts														
2021	1,469.3	9,822.6	11,291.8	918.8	2,504.9	3,423.7	14,715.5	118.7	644.1	25.3	788.1	15,503.7		
2022	1,539.5	9,763.0	11,302.6	1,382.1	2,563.9	3,946.1	15,248.7	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.4		
2023	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0		
2023 Q2	1,535.3	9,179.2	10,714.5	1,865.1	2,517.8	4,382.9	15,097.4	114.1	695.9	83.7	893.7	15,991.1		
Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.3		
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0		
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	1,522.3	8,735.8	10,258.1	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,136.6	192.7	787.1	72.9	1,052.7	16,189.3		
2023 Nov.	1,533.7	8,835.1	10,368.7	2,232.6	2,446.9	4,679.5	15,048.3	161.4	719.3	73.1	953.8	16,002.1		
Dec.	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0		
2024 Jan.	1,532.6	8,729.1	10,261.7	2,360.5	2,447.6	4,808.1	15,069.9	183.2	754.0	85.6	1,022.8	16,092.7		
Feb.	1,532.7	8,711.8	10,244.5	2,423.9	2,433.7	4,857.6	15,102.1	178.5	769.2	69.4	1,017.2	16,119.3		
Mar.	1,522.3	8,735.8	10,258.1	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,136.6	192.7	787.1	72.9	1,052.7	16,189.3		
Apr. <sup>(p)</sup>	1,531.4	8,712.1	10,243.4	2,459.1	2,431.4	4,890.5	15,133.9	205.1	797.0	70.3	1,072.4	16,206.4		
Transactions														
2021	106.6	908.1	1,014.7	-121.0	65.7	-55.3	959.4	12.3	20.3	13.2	45.7	1,005.1		
2022	70.3	-47.4	23.0	429.5	54.9	484.4	507.4	3.9	2.4	76.6	82.8	590.2		
2023	-5.0	-954.4	-959.3	925.5	-100.1	825.4	-133.9	40.9	93.8	23.1	157.8	23.9		
2023 Q2	-6.9	-275.5	-282.4	226.1	-30.2	195.9	-86.5	11.6	19.0	-5.5	25.2	-61.3		
Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.4	18.2	-8.8	25.8	-4.7		
Q4	0.3	-129.5	-129.3	228.9	-6.8	222.2	92.9	35.0	26.0	-6.3	54.6	147.6		
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-13.1	-104.1	-117.2	135.8	-27.0	108.9	-8.3	8.3	47.4	8.0	63.7	55.4		
2023 Nov.	-2.2	-27.4	-29.7	66.4	-6.2	60.2	30.6	17.8	7.9	-15.1	10.6	41.2		
Dec.	2.3	12.5	14.8	78.3	11.7	90.0	104.8	3.8	21.3	-2.3	22.8	127.6		
2024 Jan.	-2.8	-110.2	-113.0	46.7	-11.0	35.7	-77.3	-1.2	14.4	21.2	34.3	-43.0		
Feb.	0.1	-17.8	-17.8	65.7	-13.3	52.4	34.6	-4.6	15.1	-14.9	-4.4	30.2		
Mar.	-10.3	24.0	13.6	23.5	-2.7	20.8	34.4	14.2	17.9	1.7	33.7	68.2		
Apr. <sup>(p)</sup>	9.0	-25.9	-16.9	11.3	0.4	11.7	-5.2	12.2	9.8	0.5	22.5	17.3		
Growth rates														
2021	7.8	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.2	158.5	6.2	6.9		
2022	4.8	-0.5	0.2	45.8	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8		
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1		
2023 Q2	0.4	-9.3	-8.0	85.8	-0.4	24.0	-0.6	-2.7	14.4	325.1	22.3	0.5		
Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	64.8	19.9	-1.2		
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1		
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-1.3	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-16.7	19.3	0.9		
2023 Nov.	-0.6	-10.9	-9.5	68.7	-4.1	20.8	-1.9	18.2	13.0	92.2	17.7	-0.9		
Dec.	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1		
2024 Jan.	-0.5	-9.9	-8.6	62.1	-4.3	19.8	-1.1	25.1	18.2	68.9	22.8	0.1		
Feb.	-0.4	-8.9	-7.8	57.9	-4.7	18.8	-0.6	29.6	17.8	0.1	18.2	0.4		
Mar.	-1.3	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-16.7	19.3	0.9		
Apr. <sup>(p)</sup>	-0.3	-7.0	-6.0	45.4	-4.2	15.7	0.0	78.5	17.8	-10.7	22.6	1.3		

Sources: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3<sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>2)</sup> 11	Insurance corporations and pension funds <sup>2)</sup> 12	Other general government <sup>4)</sup> 13
	Total 1	Overnight 2	With an agreed maturity of up to 2 years 3	Redeemable at notice of up to 3 months 4	Repos 5	Total 6	Overnight 7	With an agreed maturity of up to 2 years 8	Redeemable at notice of up to 3 months 9	Repos 10			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Outstanding amounts													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,088.0	5,380.9	374.1	2,332.3	0.7	1,272.7	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	135.0	6.4	8,373.4	5,536.6	444.9	2,391.1	0.9	1,302.3	236.3	560.8
2023	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2023 Q2	3,333.1	2,502.4	687.7	132.0	11.0	8,362.5	5,310.2	701.6	2,349.9	0.8	1,186.6	229.1	564.9
Q3	3,322.7	2,438.9	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.0	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
2023 Nov.	3,326.1	2,405.1	772.6	132.0	16.4	8,373.2	5,123.7	969.9	2,278.8	0.8	1,217.1	223.3	536.3
Dec.	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Jan.	3,325.8	2,383.3	802.9	128.4	11.1	8,441.4	5,083.3	1,073.2	2,283.8	1.1	1,208.5	221.9	522.9
Feb.	3,316.4	2,366.9	810.0	127.9	11.5	8,452.6	5,065.7	1,114.0	2,271.9	1.0	1,214.0	223.4	541.6
Mar.	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.0	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Apr. <sup>(p)</sup>	3,348.0	2,385.9	824.8	126.8	10.7	8,486.2	5,058.2	1,159.7	2,267.4	1.0	1,248.1	209.9	515.4
Transactions													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.0	411.1	-65.0	76.1	-0.2	159.2	-10.4	46.0
2022	121.9	-89.2	206.5	5.9	-1.4	296.1	167.5	75.2	53.3	0.1	1.2	7.7	14.0
2023	-29.1	-302.9	269.3	-1.4	5.9	22.5	-458.3	575.4	-95.1	0.6	-55.5	0.0	-25.9
2023 Q2	0.7	-91.7	90.6	-0.6	2.4	-19.1	-127.0	135.2	-27.1	-0.1	-37.7	-1.3	-10.7
Q3	-13.7	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.2	-110.6	149.3	-52.9	0.0	30.2	-17.3	0.6
Q4	21.1	-8.8	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-4.0	-46.0	45.8	-3.5	-0.2	32.1	-55.7	112.2	-24.0	-0.4	-8.3	-8.0	1.3
2023 Nov.	4.0	-5.9	5.5	0.7	3.7	23.6	-30.0	60.9	-7.4	0.1	20.3	13.4	-10.8
Dec.	11.4	20.7	-4.7	-0.3	-4.2	52.3	-12.5	52.0	12.2	0.6	25.6	11.6	5.4
2024 Jan.	-10.9	-42.1	34.3	-3.3	0.1	13.5	-28.6	49.7	-7.2	-0.3	-46.4	-13.2	-18.8
Feb.	-9.1	-16.9	7.3	0.1	0.4	10.8	-17.7	40.6	-11.9	-0.1	8.2	1.3	18.7
Mar.	16.0	12.9	4.1	-0.3	-0.7	7.7	-9.4	21.9	-4.9	0.1	29.9	3.9	1.5
Apr. <sup>(p)</sup>	13.3	3.8	10.4	-0.8	-0.2	27.3	2.8	24.2	0.4	-0.1	2.6	-17.6	-27.7
Growth rates													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.8	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.3	2.3	19.9	0.4	3.4	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2023 Q2	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.4	-0.3	20.9	-14.2	0.5	-2.3
Q3	-1.2	-14.0	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.8	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
2023 Nov.	-1.8	-13.0	59.3	1.0	102.4	-0.3	-8.5	132.7	-4.4	-18.6	-8.7	-8.9	-5.1
Dec.	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Jan.	-1.1	-11.2	49.6	-3.2	57.8	0.3	-8.3	121.7	-4.3	39.2	-5.3	-4.9	-7.3
Feb.	-1.2	-10.5	42.3	-3.1	45.7	0.6	-7.9	114.3	-4.7	28.9	-1.7	-1.3	-6.0
Mar.	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Apr. <sup>(p)</sup>	0.7	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.7	-4.3	9.0	1.9	-8.6	-8.6

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares				
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans						To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds				
					Total		To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds								
					Total	Adjusted loans <sup>2)</sup>												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12						
Outstanding amounts																		
2021	6,531.5	994.3	5,535.4	14,805.5	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,576.9	888.1						
2022	6,361.8	1,004.7	5,332.0	15,390.4	12,990.1	13,178.0	5,129.8	6,632.2	1,080.6	147.6	1,564.3	836.0						
2023	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7						
2023 Q2	6,275.3	986.6	5,263.3	15,431.0	12,986.7	13,208.0	5,127.0	6,636.1	1,081.1	142.5	1,575.0	869.3						
Q3	6,212.1	989.2	5,197.9	15,435.4	12,984.0	13,192.8	5,114.7	6,635.7	1,096.5	137.2	1,576.9	874.6						
Q4	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7						
2024 Q1	6,217.3	976.8	5,214.9	15,547.5	13,044.8	13,275.9	5,115.7	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.2	931.4						
2023 Nov.	6,226.7	986.0	5,215.5	15,474.0	13,035.7	13,237.3	5,118.3	6,654.4	1,129.0	134.1	1,560.4	877.9						
Dec.	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7						
2024 Jan.	6,249.9	984.4	5,240.1	15,498.6	13,004.6	13,240.7	5,110.5	6,634.7	1,125.2	134.1	1,584.3	909.7						
Feb.	6,210.2	982.6	5,202.1	15,527.6	13,028.1	13,262.5	5,113.2	6,638.2	1,140.6	136.1	1,581.9	917.5						
Mar.	6,217.3	976.8	5,214.9	15,547.5	13,044.8	13,275.9	5,115.7	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.2	931.4						
Apr.	6,208.5	972.7	5,210.2	15,536.4	13,059.1	13,292.9	5,112.2	6,641.7	1,168.2	137.0	1,557.5	919.8						
Transactions																		
2021	663.1	-0.9	673.6	562.7	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	77.7	9.2						
2022	176.0	9.6	165.6	636.0	624.1	680.8	269.5	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.4						
2023	-160.5	-16.8	-144.0	55.4	25.0	72.6	-5.4	7.8	30.7	-8.1	-15.3	45.7						
2023 Q2	-75.1	-8.6	-67.0	7.0	-25.7	6.3	-5.1	-28.6	7.2	0.8	17.5	15.2						
Q3	-18.2	1.6	-19.5	10.1	2.2	-9.4	-8.6	2.1	14.0	-5.3	2.1	5.8						
Q4	5.9	7.8	-2.2	39.1	46.6	69.4	10.1	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3						
2024 Q1	-75.1	-16.4	-58.9	60.9	24.9	37.5	-4.1	-0.9	29.2	0.8	12.3	23.7						
2023 Nov.	-15.1	-2.1	-13.1	0.4	14.6	21.6	-3.9	11.2	8.2	-0.8	-6.7	-7.5						
Dec.	36.4	9.0	27.3	6.1	-5.1	13.4	11.3	-3.5	-17.8	4.9	-4.4	15.7						
2024 Jan.	-44.2	-8.8	-35.6	7.2	-28.0	-11.8	-14.1	-13.2	4.2	-4.9	27.0	8.3						
Feb.	-22.1	-2.0	-20.0	36.3	32.9	33.3	5.7	4.7	20.4	2.0	-1.3	4.7						
Mar.	-8.8	-5.6	-3.3	17.3	20.1	16.0	4.3	7.6	4.5	3.6	-13.4	10.6						
Apr.	13.3	-3.5	16.7	-4.6	14.0	17.8	-3.9	-1.5	22.2	-2.8	-12.5	-6.1						
Growth rates																		
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.1	1.0						
2022	2.7	1.0	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6						
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4						
2023 Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.6	1.4	2.0	2.5	1.1	0.8	-12.2	1.0	4.4						
Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.3	-0.2	-13.9	1.6	5.0						
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4						
2024 Q1	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.2	-1.2	0.5	7.2						
2023 Nov.	-2.8	-1.7	-3.1	0.2	0.0	0.4	-0.7	0.2	3.4	-10.5	-0.2	3.9						
Dec.	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4						
2024 Jan.	-2.5	-1.1	-2.7	0.4	-0.1	0.4	-0.5	-0.1	3.0	-9.1	1.3	6.4						
Feb.	-2.8	-1.3	-3.1	0.7	0.2	0.7	-0.3	-0.2	5.8	-7.7	1.6	6.2						
Mar.	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.2	-1.2	0.5	7.2						
Apr.	-1.9	-0.8	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.1	-0.2	8.6	-4.5	-0.5	5.7						

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total		Up to 1 year 3	Over 1 and up to 5 years 4	Over 5 years 5	Total		Loans for consumption 8	Loans for house purchase 9	Other loans 10
	Total 1	Adjusted loans <sup>4)</sup> 2				Total 6	Adjusted loans <sup>4)</sup> 7			
Outstanding amounts										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.7	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.7	700.2
2023	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2023 Q2	5,127.0	5,137.8	922.0	1,088.2	3,116.8	6,636.1	6,869.6	726.0	5,209.8	700.3
Q3	5,114.7	5,123.3	911.5	1,085.4	3,117.8	6,635.7	6,867.1	731.6	5,212.7	691.3
Q4	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Q1	5,115.7	5,132.8	888.0	1,088.6	3,139.0	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
2023 Nov.	5,118.3	5,129.6	904.6	1,087.5	3,126.1	6,654.4	6,868.5	732.1	5,233.4	688.9
Dec.	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Jan.	5,110.5	5,128.0	889.9	1,093.8	3,126.9	6,634.7	6,869.4	734.7	5,216.4	683.7
Feb.	5,113.2	5,130.4	890.8	1,090.6	3,131.8	6,638.2	6,871.8	736.7	5,220.3	681.2
Mar.	5,115.7	5,132.8	888.0	1,088.6	3,139.0	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Apr.	5,112.2	5,128.1	876.3	1,088.1	3,147.8	6,641.7	6,875.2	741.1	5,223.8	676.8
Transactions										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.5	309.2	78.0	77.4	114.1	241.9	250.3	23.3	217.8	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.8	10.6	27.9	7.8	25.7	18.9	9.9	-21.1
2023 Q2	-5.1	-0.1	-9.6	-2.9	7.5	-28.6	1.1	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.6	-10.4	-10.8	-3.3	5.5	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.1	30.3	4.0	5.4	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-4.1	-2.0	-19.8	-1.2	16.9	-0.9	9.8	9.4	-5.2	-5.0
2023 Nov.	-3.9	12.9	-1.8	-2.4	0.3	11.2	3.4	1.5	9.0	0.7
Dec.	11.3	16.7	6.7	4.6	0.0	-3.5	-0.4	2.0	-3.7	-1.9
2024 Jan.	-14.1	-12.9	-18.8	1.8	2.9	-13.2	3.5	1.1	-12.4	-1.8
Feb.	5.7	6.2	2.1	-2.4	5.9	4.7	4.0	2.5	4.5	-2.3
Mar.	4.3	4.7	-3.1	-0.7	8.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.9
Apr.	-3.9	-4.1	-8.1	-2.1	6.2	-1.5	2.6	-0.4	1.4	-2.5
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q2	2.5	3.1	-1.8	6.3	2.5	1.1	1.7	2.6	1.3	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-8.8	2.2	1.4	0.3	0.8	2.8	0.3	-2.5
Q4	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.4	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
2023 Nov.	-0.7	0.0	-8.0	1.4	0.9	0.2	0.5	2.6	0.4	-2.9
Dec.	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Jan.	-0.5	0.2	-5.8	0.8	0.7	-0.1	0.3	2.7	-0.1	-3.1
Feb.	-0.3	0.3	-4.5	0.1	0.8	-0.2	0.3	2.8	-0.2	-3.1
Mar.	-0.2	0.4	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.1	0.3	-3.9	-0.6	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

Central government holdings <sup>2)</sup>	MFI liabilities						MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						Net external assets	Other		
	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Total		Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.1	6,884.3	1,838.9	37.1	1,999.0	3,009.3	1,376.4	410.6	128.5	136.8
2022	648.6	6,755.7	1,783.1	45.9	2,121.8	2,804.8	1,333.4	387.1	137.2	147.2
2023	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2023 Q2	484.9	6,985.1	1,806.8	61.5	2,229.8	2,886.9	1,461.0	293.8	169.0	172.6
Q3	455.9	7,144.7	1,824.6	72.9	2,367.0	2,880.2	1,633.3	314.0	153.8	163.3
Q4	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	399.4	7,464.6	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.1	178.0	174.2
2023 Nov.	407.5	7,273.8	1,827.9	83.7	2,414.0	2,948.2	1,793.9	188.7	170.4	162.0
Dec.	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2024 Jan.	457.2	7,377.6	1,829.9	96.9	2,447.4	3,003.3	1,961.6	217.3	165.7	159.7
Feb.	438.6	7,366.3	1,828.1	101.7	2,464.0	2,972.5	1,941.7	244.6	165.4	173.4
Mar.	399.4	7,464.6	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.1	178.0	174.2
Apr. <sup>(p)</sup>	438.2	7,508.0	1,826.6	107.9	2,531.7	3,041.8	2,172.1	235.6	163.6	177.4
Transactions										
2021	25.4	-38.7	-74.9	-5.0	-39.7	81.0	-112.2	-121.7	-8.3	-4.3
2022	-83.4	62.1	-89.0	-4.4	15.5	140.0	-68.3	-174.8	10.4	18.0
2023	-193.7	332.2	24.7	40.1	225.3	42.1	459.0	-191.4	19.7	9.0
2023 Q2	-88.7	96.8	13.8	6.1	61.8	15.1	90.0	-75.1	16.8	6.7
Q3	-29.1	96.4	16.9	11.4	44.9	23.2	130.4	-59.7	-13.3	-6.0
Q4	5.4	61.3	-11.3	17.6	60.0	-5.0	176.1	-6.9	1.2	-10.7
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-61.5	107.0	4.9	14.7	94.3	-6.8	133.8	-18.6	25.6	21.5
2023 Nov.	-32.5	16.5	-4.9	6.0	16.7	-1.4	64.7	-24.8	7.3	10.7
Dec.	53.8	12.3	-2.0	6.8	19.2	-11.7	52.9	98.3	-15.4	-9.4
2024 Jan.	-3.7	61.8	2.7	6.4	38.3	14.5	105.9	-53.9	10.7	7.0
Feb.	-18.6	12.4	1.8	4.7	14.8	-8.9	-11.9	21.7	2.3	13.7
Mar.	-39.2	32.8	0.4	3.5	41.2	-12.4	39.7	13.6	12.5	0.8
Apr. <sup>(p)</sup>	38.5	24.0	-1.8	2.7	23.3	-0.2	103.7	-32.6	-14.4	3.2
Growth rates										
2021	3.6	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.9	-4.8	-13.0	0.6	4.9	-	-	7.8	12.7
2023	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2023 Q2	-37.5	3.6	-2.2	25.1	8.7	3.2	-	-	1.8	10.3
Q3	-30.2	4.9	1.4	48.8	10.4	2.3	-	-	5.6	14.2
Q4	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
2023 Nov.	-40.3	5.3	1.3	68.5	10.3	2.8	-	-	7.4	-2.7
Dec.	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Jan.	-20.1	5.2	1.6	85.3	10.3	2.1	-	-	8.4	4.2
Feb.	-21.4	5.0	1.7	88.6	10.5	1.4	-	-	10.0	11.0
Mar.	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
Apr. <sup>(p)</sup>	-23.4	5.1	0.4	89.7	12.4	0.8	-	-	9.6	11.8

Sources: 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:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.7	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q1	-3.8	.	.	.	.	-2.1
Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.3
Q3	-3.9	.	.	.	.	-2.2
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Capital revenue	Expenditure						Capital expenditure		
	Total	Current revenue				Total		Current expenditure								
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2020	46.5	46.0	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.7	6.0	1.5	25.3	4.6			
2021	47.1	46.3	13.2	13.1	15.1	0.8	52.3	47.1	10.2	6.0	1.5	24.0	5.2			
2022	47.0	46.2	13.5	12.9	14.8	0.8	50.6	45.3	9.9	5.9	1.7	22.8	5.3			
2023	46.5	45.6	13.4	12.5	14.7	0.8	50.1	44.6	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4			
2023 Q1	46.7	45.9	13.4	12.8	14.7	0.8	50.4	45.1	9.8	5.9	1.7	22.7	5.3			
Q2	46.5	45.7	13.4	12.7	14.7	0.8	50.5	45.1	9.8	5.9	1.7	22.7	5.4			
Q3	46.4	45.6	13.4	12.6	14.7	0.8	50.3	44.9	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4			
Q4	46.4	45.6	13.4	12.5	14.7	0.8	50.0	44.6	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4			

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Non-resident creditors	Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors			Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
					Total	MFIs		8	9	10	11	12	13	14	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.3	39.1	42.9	11.2	86.0	18.8	31.0	47.5	95.6	1.7	
2021	94.8	3.0	13.9	77.9	54.9	41.3	39.9	9.9	84.9	17.4	30.3	47.2	93.3	1.4	
2022	90.8	2.7	13.2	74.9	53.1	40.2	37.7	8.8	82.0	16.3	28.8	45.7	89.9	1.0	
2023	88.6	2.5	12.2	73.9	49.9	36.6	38.7	8.0	80.5	15.4	28.4	44.7	87.8	0.8	
2023 Q1	90.6	2.5	12.8	75.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Q2	90.1	2.5	12.4	75.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Q3	89.6	2.5	12.2	74.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Q4	88.6	2.5	12.2	73.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup> (as a percentage of GDP; flows during one-year period)

Change in debt-to- GDP ratio <sup>a)</sup>	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment										Interest- growth differential	Memo item: Borrowing require- ment		
		Total	Transactions in main financial assets					Revalua- tion effects and other changes in volume	Other						
			Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and invest- ment fund shares								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.1	5.3	9.6			
2021	-2.5	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1			
2022	-3.9	2.0	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.1	0.6	-0.7	-5.6	2.7			
2023	-2.3	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.8	2.7			
2023 Q1	-3.9	2.1	-0.7	-0.8	-1.2	0.2	0.1	0.1	0.8	-0.7	-5.3	2.3			
Q2	-3.4	2.3	-0.9	-1.2	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.5	-4.7	2.3			
Q3	-2.5	2.2	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.7	-0.4	-4.3	2.8			
Q4	-2.3	1.9	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.8	2.7			

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

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

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

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

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

Total	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>							
	Principal		Interest				Outstanding amounts				Transactions			
	Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months	Total		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Total	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2022	13.0	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5	
2023	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9	
2023 Q2	12.8	11.5	3.4	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1	
Q3	13.0	11.7	3.5	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5	
Q4	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9	
2024 Q1	13.0	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5	
2023 Nov.	12.9	11.5	3.5	1.4	0.4	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.7	3.6	1.8	
Dec.	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9	
2024 Jan.	12.5	11.2	3.9	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.4	3.6	2.1	
Feb.	12.6	11.2	4.3	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.2	2.0	1.4	3.7	2.3	
Mar.	13.0	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5	
Apr.	12.9	11.5	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.2	2.1	1.5	3.7	2.6	

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 (+)										
2020	-9.0	-4.3	-5.4	-5.0	-9.8	-10.1	-8.9	-7.2	-9.4	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.6	-2.5	-8.7	-1.8
2022	-3.6	-2.5	-1.0	1.7	-2.5	-4.7	-4.8	0.1	-8.6	2.7
2023	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
2023 Q1	-4.0	-2.9	-1.3	1.9	-2.8	-4.4	-4.8	-0.1	-8.5	3.1
Q2	-3.8	-3.3	-1.8	1.9	-2.7	-4.6	-5.3	-0.5	-8.3	3.0
Q3	-3.9	-3.2	-2.3	1.6	-1.4	-4.5	-5.5	-0.3	-7.7	3.1
Q4	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
Government debt										
2020	111.9	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.9	86.1	155.0	114.9
2021	107.9	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	113.0	77.5	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.7	111.6	111.9	67.8	140.5	85.6
2023	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
2023 Q1	106.3	65.6	17.3	43.5	169.4	111.2	112.5	68.6	139.3	82.9
Q2	105.6	64.6	18.5	43.1	167.2	111.2	112.0	65.8	140.1	84.9
Q3	107.6	64.7	18.2	43.5	165.6	109.8	112.0	63.9	137.9	79.0
Q4	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
Government deficit (-)/surplus (+)										
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.3	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.5	-7.6	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.6	-0.3	-5.5	-0.1	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.4
2023	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
2023 Q1	-4.3	-1.0	-0.9	-4.8	-0.4	-3.0	0.1	-3.0	-2.3	-0.4
Q2	-3.0	-1.1	-1.0	-4.3	-0.5	-3.4	0.0	-2.8	-2.8	-1.3
Q3	-3.3	-0.9	-1.0	-3.7	-0.4	-3.2	0.4	-2.8	-3.4	-2.0
Q4	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
Government debt										
2020	42.7	46.2	24.6	52.2	54.7	82.9	134.9	79.6	58.8	74.7
2021	44.4	43.4	24.5	53.9	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.6
2022	41.8	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.5	57.7	73.5
2023	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8
2023 Q1	43.7	38.0	28.4	51.6	48.3	80.1	112.3	72.2	57.9	73.6
Q2	40.1	38.1	28.3	49.8	46.9	78.5	110.0	70.7	59.5	74.5
Q3	42.0	37.4	25.8	49.6	45.8	78.3	107.5	71.8	58.4	74.3
Q4	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8

Source: Eurostat.

**© Evropska centralna banka, 2024**

Naslov            60640 Frankfurt na Majni, Nemčija  
Telefon        +49 69 1344 0  
Spletna stran    [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 5. junija 2024.

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

ISSN              2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka    QB-BP-24-004-SL-N (pdf)