



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 6 / 2017



Kazalo

Ekonomska in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	11
3 Gospodarska aktivnost	17
4 Cene in stroški	23
5 Denar in krediti	28
6 Javnofinančna gibanja	35
Okvirji	37
1 Investicijska dinamika v visoko razvitih gospodarstvih v času po finančni krizi	37
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 3. maja do 25. julija 2017	42
3 Novejša gibanja na področju ponudbe dela v euroobmočju	47
4 Zmanjševanje brezposelnosti z vidika preteklih gibanj	52
5 Potrebe po strukturnih reformah v euroobmočju: spoznanja iz ankete med velikimi podjetji	56
6 Vloga baznih učinkov v prihodnjem gibanju inflacije	61
7 Primarni denar, široki denar in program nakupa vrednostnih papirjev	64
Članek	68
1 Modelling euro banknote quality	68
Box 1 Modelling country-specific cash cycles based on real data	89
Statistični podatki	92

Ekonomska in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 7. septembra 2017 ocenil, da sedanja konjunktura sicer vliva zaupanje, da se bo inflacija postopno približala ravni, ki je skladna z inflacijskim ciljem, vendar se doslej še ni dovolj pokazala v močnejši inflacijski dinamiki. Gospodarska rast, ki se je v prvi polovici leta 2017 okrepila bolj, kot je bilo pričakovano, je še naprej solidna in je zajela vse države in sektorje. Po drugi strani nedavna volatilnost deviznih tečajev predstavlja vir negotovosti, ki jo je treba spremljati zaradi morebitnih posledic za srednjeročne obete za stabilnost cen. Merila osnovne inflacije so se v zadnjih mesecih rahlo izboljšala, vendar gledano v celoti ostajajo umirjena. Zato je še vedno potrebna zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, da bi se osnovni inflacijski pritiski postopno okrepili in spodbudili dinamiko skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Svet ECB je tako ohranil naravnost denarne politike in se bo letos jeseni odločil o kalibraciji instrumentov denarne politike v obdobju po koncu leta.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 7. septembra 2017

Gospodarska rast v euroobmočju se nadaljuje in postaja vse bolj vztrajna, pri čemer ukrepi denarne politike ECB spodbujajo domače povpraševanje. BDP v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2017 medčetrletno realno povečal za 0,6%, potem ko je rast v prvem četrtletju znašala 0,5%. Realno rast BDP spodbuja predvsem domače povpraševanje. Zasebno potrošnje podpirata rast zaposlenosti, ki se med drugim krepi zaradi preteklih reform na trgu dela, ter naraščanje premoženja gospodinjstev. K okrevanju naložb še naprej prispevajo zelo ugodni pogoji financiranja in izboljševanje dobičkonosnosti podjetij. Ankete in kratkoročni kazalniki potrjujejo obete za močen zagon rasti v bližnji prihodnosti.

Široko zastavljeno svetovno gospodarsko okrevanje bo podpiralo izvoz euroobmočja. Svetovna gospodarska aktivnost naj bi se zmerno pospeševala, in sicer ob nadaljnji podpori denarne in javnofinančne politike v visoko razvitih gospodarstvih ter ob okrevanju v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki so izvozniki primarnih surovin. Svetovna trgovinska menjava, ki je ob prehodu v novo leto zabeležila izrazito izboljšanje, se je v zadnjem času sicer poslabšala, a vodilni kazalniki vseeno kažejo na pozitivne obete. Gledano v celoti bo široko zastavljeno svetovno gospodarsko okrevanje omililo morebiten vpliv močnejšega deviznega tečaja na izvoz, potem ko je tečaj od junijske seje Sveta ECB o denarni politiki appreciiral za 3,4% (tehtano z utežmi trgovinskih partneric).

Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih septembra 2017 pripravili strokovnjaki ECB, bo realna rast BDP v letu 2017 znašala 2,2%, v letu 2018 1,8%, v letu 2019 pa 1,7%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami

strokovnjakov Eurosistema je bila pričakovana stopnja rasti za leto 2017 popravljena navzgor, za kasnejše obdobje pa je ostala večinoma nespremenjena. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so še naprej približno uravnotežena. Po eni strani se s sedanjim pozitivnim cikličnim zagonom povečujejo možnosti za močnejši gospodarski vzpon od pričakovanega. Po drugi strani pa so še naprej prisotna navzdol usmerjena tveganja, povezana predvsem s svetovnimi dejavniki in gibanji na deviznih trgih.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta 2017 znašala 1,5%, v primerjavi z 1,3% julija. To je bila posledica višjih cen energentov in v manjšem obsegu višjih cen predelane hrane. Glede na sedanje cene naftnih terminskih pogodb se bo medletna stopnja skupne inflacije verjetno začasno znižala ob prelomu leta, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov, nato pa se bo spet zvišala.

Čeprav so se merila osnovne inflacije v zadnjih mesecih zmerno zvišala, pa še ne kažejo prepričljivega trenda naraščanja. Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija brez cen energentov in hrane avgusta znašala 1,2%, kar je enako kot julija, vendar je bila obenem 0,4 odstotne točke višja od povprečja za zadnje četrletje 2016. Domači stroškovni pritiski, zlasti s trga dela, so še vedno umirjeni. Osnovna inflacija v euroobmočju se bo v srednjeročnem obdobju ob podpori ukrepov denarne politike ECB, nadaljnji gospodarski rasti, postopnem zmanjševanju neizkoriščenega gospodarskega potenciala in zviševanju plač predvidoma postopno zviševala.

Makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2017 pripravili strokovnjaki ECB, predvidevajo inflacijo v višini 1,5% za leto 2017, 1,2% za leto 2018 in 1,5% za leto 2019. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti rahlo popravljene navzdol, kar je predvsem posledica nedavne apreciacije tečaja eura.

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij (2017–2019) še dodatno zmanjšal, in sicer zaradi izboljševanja cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje stopnje javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 1,5% BDP v letu 2016 na 0,9% BDP v letu 2019. Po drugi strani pa se strukturni primanjkljaj ne zmanjšuje kljub ugodni dinamiki gospodarske rasti.

Rast denarja je ostala močna kljub določeni mesečni volatilnosti. Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju se nadaljuje. Obenem so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v drugem četrletju 2017 po ocenah nekoliko umirili.

Prenos ukrepov denarne politike, ki so bili uvedeni v zadnjih nekaj letih, še naprej močno podpira posojilne pogoje. Od junijske seje Sveta ECB o denarni politiki je donosnost državnih obveznic v euroobmočju ostala približno nespremenjena. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic glede na netvegano stopnjo donosa so se malenkostno zmanjšali in so še naprej manjši kot na začetku

marca 2016, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.

Sklepi o denarni politiki

Ob upoštevanju rezultatov ekonomske analize in signalov iz denarne analize je Svet ECB sklenil, da je treba ohraniti zelo spodbujevalno naravnano denarno politiko, da bi se inflacija zanesljivo vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter pričakuje, da bodo ostale na sedanji ravni daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil, da se bodo neto nakupi vrednostnih papirjev na sedanji mesečni ravni 60 milijard EUR nadaljevali do konca decembra 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Neto nakupi potekajo vzporedno s ponovnim investiranjem glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Poleg tega je Svet ECB ponovno potrdil svojo namero, da bo povečal velikost oziroma trajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, če bodo obeti postali manj ugodni ali če bodo finančne razmere postale neskladne z nadaljnjim napredkom pri vzdržnem približevanju inflacije ciljni ravni. Letos jeseni se bo Svet ECB odločil o kalibraciji instrumentov denarne politike v obdobju po koncu leta, pri čemer bo upošteval pričakovano gibanje inflacije in finančne razmere, ki so potrebne, da bi se inflacija vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje.

1 Zunanje okolje

Solidna rast svetovnega gospodarstva se nadaljuje. Po krajšem upadu zagona v nekaterih državah na začetku leta kažejo sedanji podatki na okrepitev svetovne rasti BDP. V prihodnje naj bi se svetovna gospodarska aktivnost zmerno pospeševala, in sicer ob nadaljnji podpori denarne in javnofinančne politike v visoko razvitih gospodarstvih ter spričo okrevanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, tj. v državah izvoznicah primarnih surovin. Svetovna trgovinska menjava, ki je ob prehodu v novo leto zabeležila izrazito izboljšanje, je v zadnjem času sicer upadla, a vodilni kazalniki vseeno kažejo na pozitivne obete. Pričakovati je, da se bo svetovna inflacija okrepila, saj se proste zmogljivosti na svetovni ravni zmanjšujejo.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

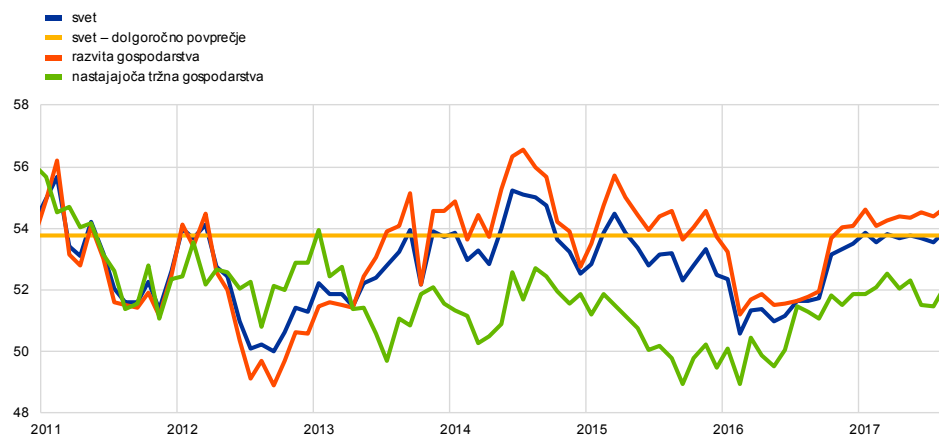
Svetovno gospodarstvo še naprej enakomerno raste. Potem ko je zagon rasti v nekaterih gospodarstvih v prvem četrletju za nekaj časa upadel, najnovejši podatki in anketni kazalniki kažejo na ožvitev svetovne rasti. Kar zadeva visoko razvita gospodarstva, je rast BDP v ZDA v drugem četrletju spet pridobila zagon, saj so se zasebna potrošnja in zaloge v primerjavi s prejšnjimi šibkimi rezultati popravile, omenjeni proces pa sta podprla tudi zmanjševanje prostih zmogljivosti na trgu dela in veliko zaupanje gospodinjestev. Na Japonskem se je aktivnost v drugem četrletju ob podpori ugodnega zunanjega okolja in javnofinančnih spodbud močno okrepila. Precej drugače je bilo v Združenem kraljestvu, kjer je aktivnost ostala razmeroma šibka, saj so na dohodke gospodinjestev vplivale vse višja inflacija in vse nižje realne plače. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, je aktivnost v Braziliji in Rusiji podpirala okrepitev rasti po globoki recesiji, gospodarska rast v Indiji in na Kitajskem pa je bila še naprej vztrajna.

Anketni kazalniki za bližnjo prihodnost napovedujejo vztrajno rast svetovnega gospodarstva. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) se je v avgustu povzpел tik nad dolgoročno povprečje. Anketa kaže na najhitrejšo rast vse od začetka leta 2015 (glej graf 1). Tudi anketni kazalniki gospodarske klime so se v zadnjih nekaj mesecih okrepili.

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost

(indeks razpršitve)



Viri: Haver Analytics, Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do avgusta 2017.

Svetovni pogoji financiranja ostajajo v glavnem spodbujevalni. Delniški trgi v visoko razvitih gospodarstvih so bili v zadnjih tednih ob šibki volatiliteti in večji naklonjenosti vlagateljev tveganju v glavnem nespremenjeni. V ZDA in Združenem kraljestvu so se dolgoročne obrestne mere v zadnjih nekaj mesecih umirile. Na Japonskem je bila donosnost stabilna, kar je posledica programa, s katerim japonska centralna banka nadzoruje krivuljo donosnosti. Pričakovanja, da se bo svetovna gospodarska rast spričo živahnih kapitalskih tokov okrepila, so pozitivno vplivala tudi na pogoje financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na Kitajskem so oblasti sprva precej zaostriale pogoje financiranja, s čimer so skušale zmanjšati finančni vzvod v finančnem sistemu, pozneje pa so se omenjeni pogoji nekoliko sprostiti.

Denarne politike v visoko razvitih gospodarstvih še naprej ostajajo spodbujevalne, centralne banke v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih pa so znižale obrestne mere. Ameriška centralna banka je na junijskem zasedanju v skladu s tržnimi pričakovanji zvišala obrestne mere. Obenem je napovedala, da bo še letos začela normalizirati svojo bilanco stanja. Trgi v ZDA pa v procesu zelo postopnega zaostrovanja denarne politike vseeno še naprej ocenjujejo situacijo, medtem ko je pričakovati, da bodo centralne banke v drugih visoko razvitih gospodarstvih ohranile spodbujevalno naravnano denarno politiko. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, so nekatere države izvoznice primarnih surovin znižale ključne obrestne mere, saj so se inflacijski pritiski polegli, devizni tečajji pa okrepili.

Po pričakovanjih se bo svetovna gospodarska aktivnost v prihodnje postopoma pospeševala. V razvitih gospodarstvih je ob nadaljnji podpori denarne in javnofinančne politike pričakovati blago rast, saj se ciklično okrevanje nadaljuje, proizvodna vrzel v teh državah pa se postopno zapira. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, dinamično podpirata vztrajna rast na Kitajskem in v Indiji ter okrevanje držav izvoznic primarnih surovin od izrazitih negativnih šokov, ki so v preteklosti prizadeli njihove pogoje menjave. Stopnja svetovne gospodarske rasti pa bo vseeno

ostala pod ravno izpred krize, kar je skladno z ocenami, da se je sposobnost za rast v večini visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev v zadnjih letih zmanjšala. Eden od dejavnikov v ozadju upočasnjene rasti je šibak prispevek kapitala. V okvirju 1 so podrobneje pojasnjeni dejavniki, ki so v ozadju umirjenih investicij v visoko razvitih gospodarstvih.

V ZDA se bo aktivnost predvidoma okrepla. Nedavna deprecijacija ameriškega dolarja in povečanje svetovne rasti bosta predvidoma spodbudila prispevek neto izvoza k rasti. Zvišanje cen stanovanj in tečajev delnic, katerega učinek še dodatno krepi rastoče zaupanje potrošnikov in presežno povpraševanje po delu, bi moralo še naprej spodbujati trošenje prebivalstva. Ker se dobički podjetij višajo, zaupanje pa se krepi, je pričakovati, da bodo tudi investicije vztrajno rasle. Tržna pričakovanja glede manjše javnofinančne spodbude pa bodo ekonomsko aktivnost pospešila manj, kot je bilo predvideno. Za bližnjo prihodnost je poleg tega tudi nekaj negotovosti glede učinka hurikana Harvey na gospodarsko aktivnost na prizadetih območjih.

V Združenem kraljestvu bo realna rast BDP v bližnji prihodnosti predvidoma ostala razmeroma šibka. Čeprav bo šibkejši funt verjetno podpiral izvoz, pa bo višja inflacija slabila realne dohodke gospodinjstev in zasebno potrošnjo. Rast investicij poleg tega hromi tudi povečana negotovost glede prihodnje ureditve trgovinskih odnosov Združenega kraljestva.

Na Japonskem spodbujevalno naravnane politike še naprej podpirajo gospodarsko rast. Spodbujevalna denarna politika in program javnofinančnih spodbud naj bi v bližnji prihodnosti podpirala domače povpraševanje, izvoz pa ob okrepljenem zunanem povpraševanju postopoma okreva. Ker učinki javnofinančnih spodbud pojemajo, neizkoriščen ekonomski potencial pa se zmanjšuje, se bo aktivnost na daljši rok po predvidevanjih zniževala proti potencialni stopnji. Poleg tega je rast plač kljub intenzivnemu ustvarjanju delovnih mest ostala zmerna, kar zavira zasebno potrošnjo.

Na Kitajskem se aktivnost po pričakovanjih še naprej hitro krepi, saj jo podpirata močna potrošnja in živahen stanovanjski trg. Medtem ko naj bi javnofinančna politika še naprej delovala spodbujevalno, bodo močna prizadevanja oblasti, ki skušajo omejiti tudi tveganja za finančno stabilnost, po pričakovanjih prispevala k postopnemu uravnoteženju, saj se investicije upočasnjujejo.

Aktivnost v državah srednje in vzhodne Evrope spodbujajo močna potrošnja in investicije, pri čemer slednje podpirajo strukturni skladi EU. Čeprav naj bi se inflacija kot posledica pojemajočih učinkov padca cen energentov postopoma zviševala, bo realni razpoložljivi dohodek predvidoma podpiral rast BDP ob nadaljnji krepitvi trga dela in rasti plač.

V velikih izvoznih primarnih surovin se okrevanje po globoki recesiji nadaljuje. V Rusiji se bo okrepljena aktivnost, ki smo ji priča od začetka leta, verjetno nadaljevala, saj jo bodo spodbujali cene nafte, ugodno zunanje okolje in spodbujevalna denarna politika. Potrošnja se bo ob vse višjih realnih plačah in rastočem zaupanju potrošnikov zmerno okrepla, čeprav bo imela za izhodišče zelo

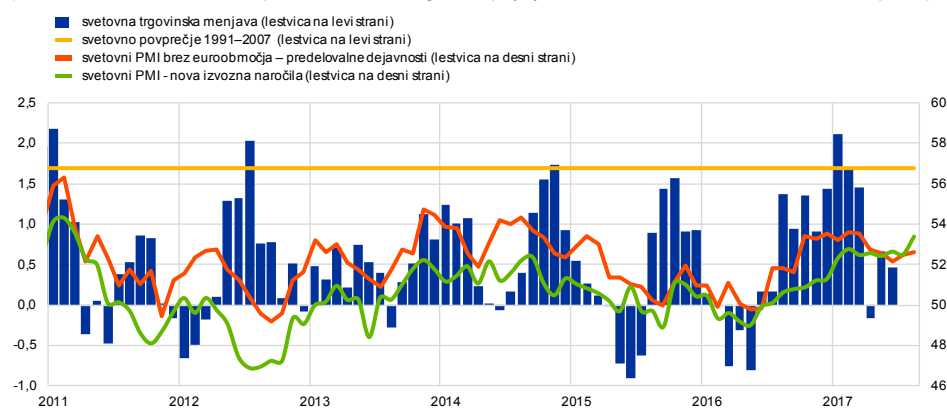
nizko raven. Rast bodo še naprej zavirali javnofinančni izzivi. Na gospodarsko aktivnost v Braziliji bodo po pričakovanjih ugodno vplivali okrepljeno zaupanje podjetij, izboljšani pogoji menjave in ugodnejši pogoji financiranja. Na srednji rok pa obete vseeno še naprej bremenijo nove in nove politične negotovosti ter pritiski na konsolidacijo javnih financ.

Rast svetovne trgovinske menjave se je v drugem četrtnetu sicer upočasnila, a vodilni kazalniki še naprej nakazujejo pozitivne obete. Obseg svetovnega uvoza blaga se je v drugem četrtnetu 2017 medčetrtneto zvišal za 0,5%, kar je manj od stopnje rasti v četrtnetu prej (glej graf 2). Upočasnitev menjave blaga gre pripisati predvsem dogajanju v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Vodilni kazalniki pa v bližnji prihodnosti vseeno kažejo na pozitivne obete za svetovno trgovinsko menjavo, saj se je svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila avgusta zvišal. V poznejših obdobjih se bo svetovna trgovinska menjava predvidoma krepila večinoma skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

Graf 2

Svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; lestvica na desni strani: indeks razpršitve)



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017 za indeksa PMI in na marec 2017 za trgovinsko menjavo.

Svetovna gospodarska rast se bo v obdobju 2017–2019 predvidoma postopno krepila. Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz septembra 2017 se bo realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) v prihodnjem obdobju zvišala s 3,2% v letu 2016 na 3,7% v letu 2017 in 3,8% v obdobju 2018–2019. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja se bo predvidoma okrepila z 1,6% v letu 2016 na 4,7% v letu 2017, nato pa naj bi v letu 2018 znašala 3,4%, v letu 2019 pa 3,5%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami je svetovna rast BDP večinoma nespremenjena, popravki navzdol pa se nanašajo na obete v ZDA in so posledica pričakovanj glede manjše javnofinančne spodbude, vendar to odtehtajo boljši obeti v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju je bila za leto 2017 popravljena navzgor, kar je posledica močnejših podatkov o uvozu v prvem četrtnetu.

Negotovost okrog osnovne projekcije za svetovno gospodarsko aktivnost ostaja povečana, tveganja pa so zbrana na strani upočasnjevanja aktivnosti.

Na pozitivni strani obstaja možnost, da se bosta zaradi močnejšega zaupanja – ki je

razvidno iz anket in gibanj na finančnih trgih – aktivnost in trgovinska menjava v kratkoročnem obdobju hitreje krepila. Glavna navzdol usmerjena tveganja pa so vzpon trgovinskega protekcionizma, nebrzdano zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja, ki bi lahko prizadelo predvsem ranljiva nastajajoča tržna gospodarstva, morebitne motnje zaradi procesa reform in liberalizacije na Kitajskem, ter možno povečanje volatilitnosti zaradi politične in geopolitične negotovosti, ki je med drugim povezana s pogajanja o prihodnjih odnosih med Združenim kraljestvom in Evropsko unijo. Navsezadnje obstaja tudi občutna negotovost glede obetov za javnofinančno politiko v ZDA.

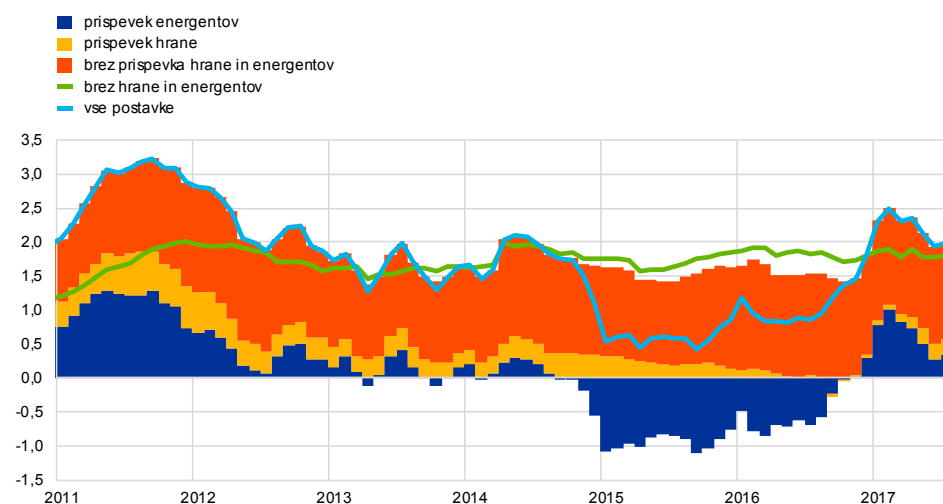
Svetovna cenovna gibanja

Svetovna rast cen življenjskih potrebščin ostaja razmeroma šibka. Potem ko je medletna rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD upadla na začetku letošnjega leta, ko je učinek prispevka cen energentov popustil, se je julija malce zvišala in dosegla 2,0% (glej graf 3). Medletna inflacija brez hrane in energentov v območju OECD je bila julija stabilna na ravni 1,8%.

Graf 3

Rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: OECD.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2017.

Cene nafte so se v zadnjih tednih zvišale. Potem ko je cena surove nafte Brent v prvih tednih letošnjega poletja padla, je pozneje zrasla na približno 52 USD za sod. Omenjeno zvišanje je bilo posledica pričakovanj glede zmerno hitrejšega uravnoveženja naftnega trga. Ameriške zaloge surove nafte so se zmanjšale bolj, kot je trg pričakoval, povpraševanje po nafti pa je bilo v drugem četrtletju 2017 nekoliko močnejše. Obenem so se cene zvišale zaradi omejitev na strani ponudbe, saj se je stopnja rasti števila naftnih vrtin v ZDA upočasnila, zaznati pa je bilo tudi pričakovanja, da utegne Saudova Arabija omejiti izvoz surove nafte. Tropska nevihta

Harvey, ki je prizadela ameriški del Mehiškega zaliva, doslej ni vplivala na cene surove nafte Brent in cene terminskih pogodb.

Svetovna inflacija se bo po rahli umiritvi v bližnji prihodnosti predvidoma počasi zviševala. Krivulja terminskih cen nafte kaže na zmerno zvišanje cen nafte v obdobju projekcij, pri čemer bodo cene energentov dodale manjši pozitiven prispevek k inflaciji. Obenem bo postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti na svetovni ravni podpiralo osnovno inflacijo.

2 Finančna gibanja

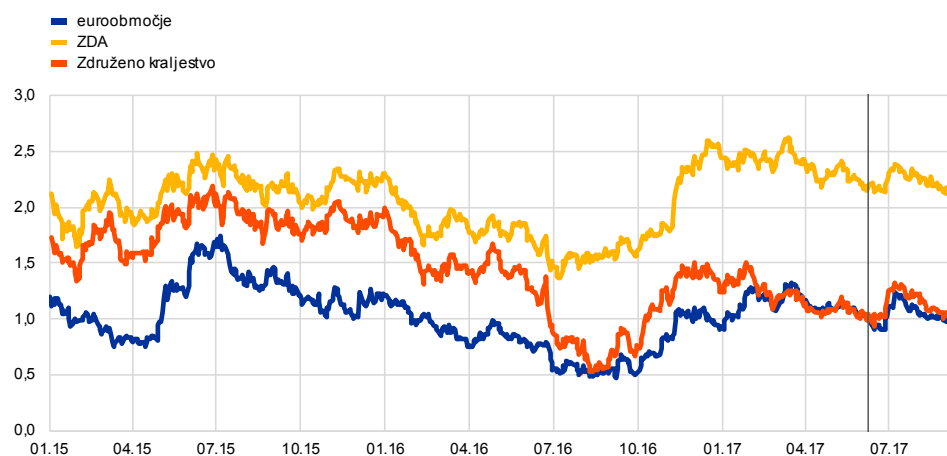
Od seje Sveta ECB o denarni politiki 8. junija je donosnost državnih obveznic v euroobmočju ostala večinoma nespremenjena. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic glede na netvegano stopnjo donosa so se malenkostno zmanjšali in so še naprej manjši kot na začetku marca 2016, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Tečajni delnic nefinančnih družb euroobmočja so se predvsem zaradi ocen o povečanju geopolitičnih tveganj znižali, vendar jih še naprej podpirajo pričakovanja o močni rasti dobička. Na deviznih trgih se je euro izrazito okrepil.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju je od začetka junija ostala na splošno nespremenjena. V obravnavanem obdobju (tj. od 8. junija do 6. septembra 2017) se je obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju zvišala za 3 bazične točke na 0,58%, donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, pa za 1 bazično točko na 0,99% (glej graf 4). Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v ZDA se je zmanjšala za 8 bazičnih točk na 2,11%. Gibanja dolgoročnih obrestnih mer v euroobmočju so od začetka junija na splošno umirjena, vendar je bilo medtem tudi določeno obdobje volatilitosti, ko so udeleženci na trgu nekoliko nenadno popravili svoja pričakovanja glede prihodnjega razvoja denarne politike, zaradi česar se je donosnost povečala. Vendar pa se je to povečanje proti koncu obravnavanega obdobja deloma zaradi geopolitičnih napetosti in manj pozitivnih makroekonomskih podatkov v euroobmočju in tujini izničilo.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, ZDA in Združenem kraljestvu

(v odstotkih na leto)



Vira: Bloomberg in ECB.

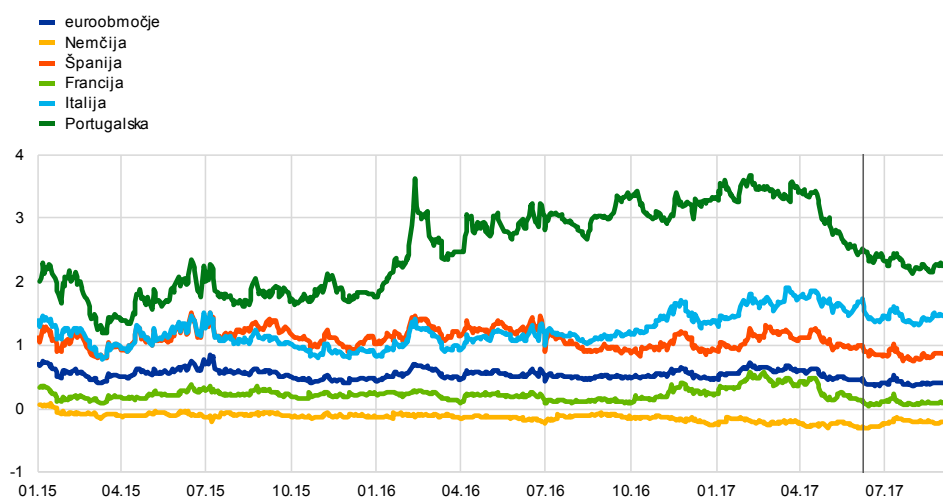
Opombe: Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 8. junij 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 6. september 2017.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na netvegane obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se v številnih državah zmanjšali zaradi izboljšanih makroekonomskih obetov za euroobmočje. Zmanjšanje je znašalo vse od 1 bazične točke v Franciji do 19 bazičnih točk v Italiji in 20 bazičnih točk na Portugalskem (glej graf 5). Zmanjšanje razmikov je bilo najprej posledica izidov aprilskih predsedniških volitev v Franciji, nato pa predvsem izboljšanja makroekonomskega okolja v euroobmočju.

Graf 5

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

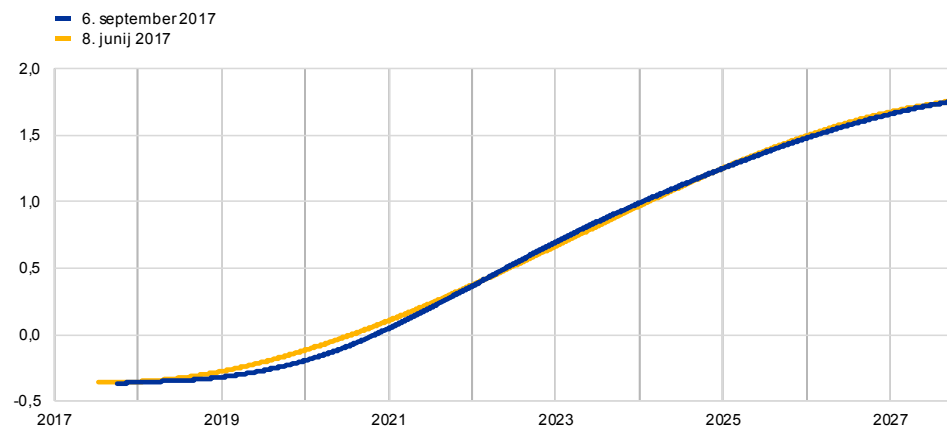
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 8. junij 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 6. september 2017.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksov transakcij čez noč v eurih) se je pri krajših ročnostih premaknila rahlo navzdol, pri daljših ročnostih pa ostaja večinoma nespremenjena (glej graf 6). Postopno povečevanje naklona krivulje pomeni, da udeleženci na trgu še naprej pričakujejo, da bo obdobje negativnih obrestnih mer EONIA trajalo vse do okrog sredine leta 2020.

Graf 6

Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

EONIA se je v obravnavanem obdobju gibala na ravni okrog –36 bazičnih točk.

Presežna likvidnost se je povečala za okrog 100 milijard EUR na okrog 1.770 milijard EUR, kar je bilo posledica nakupov v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Likvidnostne razmere so podrobneje obravnavane v okvirju 2.

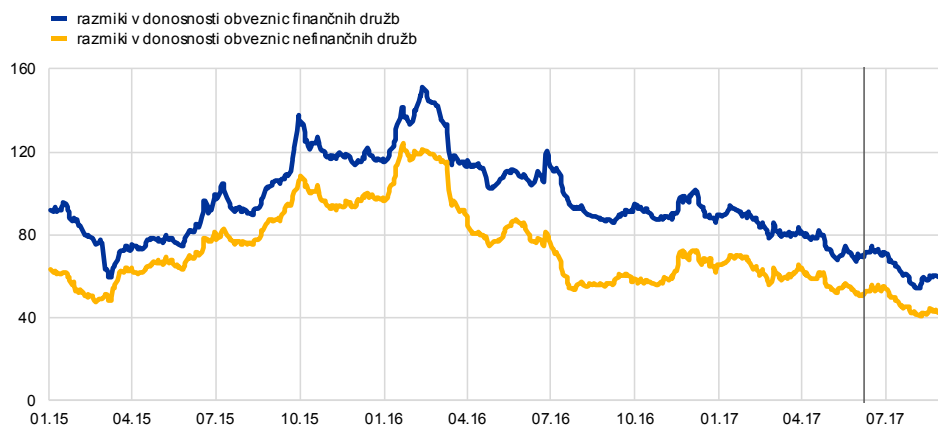
Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb so se v obravnavanem obdobju malenkostno zmanjšali (glej graf 7).

Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda (glede na krivuljo povprečne donosnosti obveznic nefinančnih družb euroobmočja z boniteto AAA) so bili 6. septembra v povprečju za okrog 5 bazičnih točk manjši kot na začetku junija in za okrog 70 bazičnih točk manjši kot marca 2016, tj. pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in začetkom njegovega izvajanja. V obravnavanem obdobju so se zmanjšali tudi razmiki v donosnosti obveznic špekulativnega razreda, ki so jih izdale nefinančne družbe in finančni sektor, in sicer za 39 oziroma 6 bazičnih točk. Majhni razmiki v donosnosti podjetniških obveznic in njihovo nadaljnje zmanjševanje so skladni s krepitvijo gospodarskega okrevanja.

Graf 7

Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: Indeksi iBoxx in izračuni ECB.

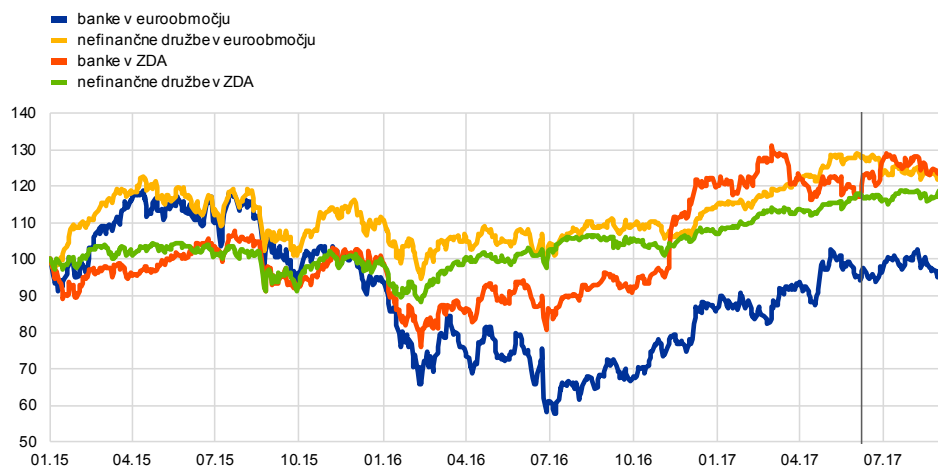
Opombi: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 8. junij 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 6. september 2017.

Tečaji delnic v euroobmočju so se od začetka junija znižali (glej graf 8). Do konca obravnavanega obdobja so se tečaji delnic nefinančnih družb euroobmočja znižali za okrog 3%, tečaji delnic finančnih družb pa za 2,5%, kar je bilo predvsem posledica ocen o povečanju geopolitičnih tveganj. Tečaji bančnih delnic so kljub temu še vedno na splošno za okrog 65% višji od nizkih vrednosti, doseženih v juniju 2016 po britanskem referendumu o članstvu v EU (tečaji delnic nefinančnih družb so višji le za 25%). Za razliko od padca tečajev delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA do konca obravnavanega obdobja zvišali za 1,5%. Eden od možnih razlogov za padec tečajev delnic nefinančnih družb v euroobmočju je to, da so se zaradi apreciacije tečaja eura zmanjšala tržna pričakovanja glede kratkoročnega dobička podjetij, ki so močno odvisna od izvoza. Kljub temu so bila dolgoročnejša pričakovanja o dobičku še vedno močna in so še naprej spodbudno vplivala na tečaje delnic nefinančnih družb. Tržna pričakovanja glede volatilnosti tečajev delnic v euroobmočju so se zaradi izbruha geopolitičnih napetosti v sredini avgusta povečala, vendar so se nato vrnila na nizko raven, ki je prevladovala v celotnem letu 2017. Na splošno se je zmanjšala tudi pričakovana volatilnost tečajev delnic v ZDA.

Graf 8

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

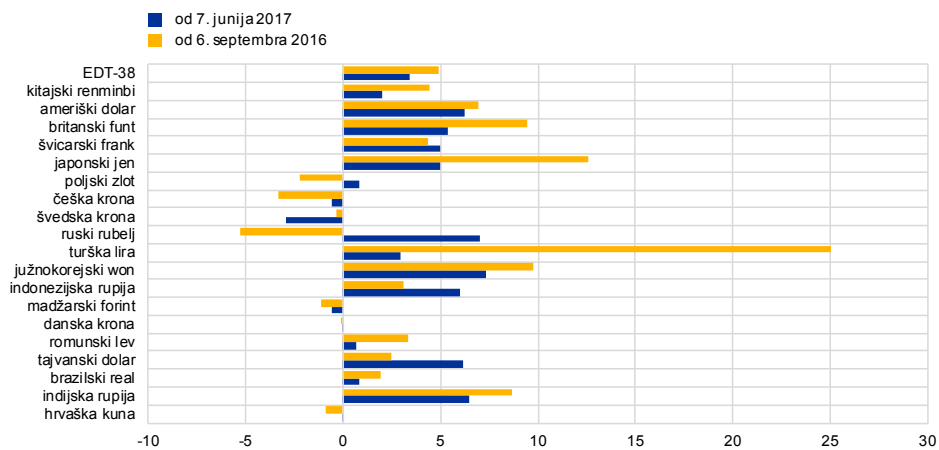
Opombi: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 8. junij 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 6. september 2017.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, od začetka junija apreciral za 3,7% (glej graf 9). Ob izboljšanih makroekonomskih obetih za euroobmočje se je euro okrepil v razmerju do večine drugih pomembnejših valut. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je od 8. junija v razmerju do ameriškega dolarja apreciral za 6,3%, do japonskega jena za 5,0%, do britanskega funta za 5,4% in do švicarskega franka za 5,0%. Okrepil se je tudi v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev, vključno s kitajskim renminbijem (za 2,0%), in do valut drugih azijskih gospodarstev, medtem ko je v razmerju do valut nekaterih držav članic EU zunaj euroobmočja rahlo oslabil. K apreciaciji eura glede na ameriški dolar so približno enako prispevali trije dejavniki: izboljšanje obetov glede rasti v euroobmočju, zaostrovanje denarne politike glede na denarno politiko ZDA ter eksogena komponenta, ki je verjetno odraz izboljšanih tržnih pričakovanj glede tečaja eura v primerjavi z ameriškim dolarjem.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombi: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 6. septembra 2017.

3 Gospodarska aktivnost

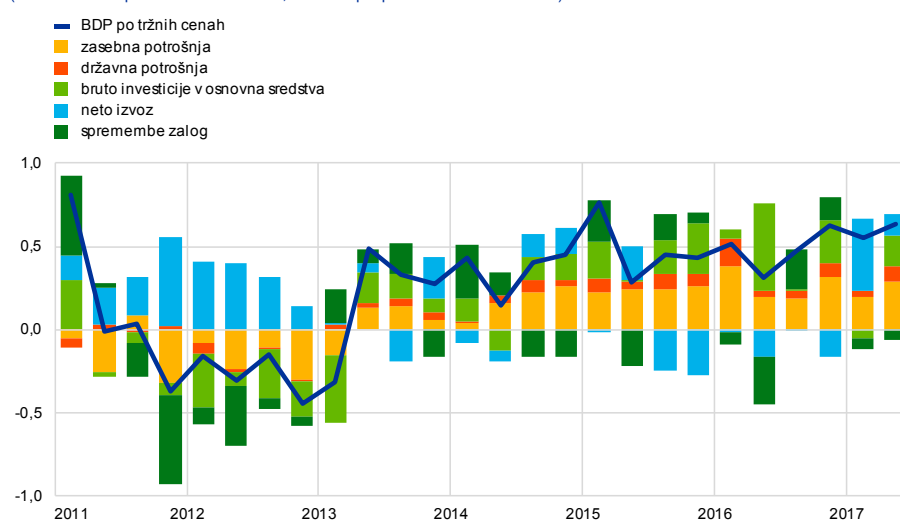
Gospodarska rast v euroobmočju se nadaljuje in postaja vse bolj vztrajna. Realno rast BDP podpira predvsem domače povpraševanje. Ankete in kratkoročni kazalniki potrjujejo močan zagon rasti v bližnji prihodnosti. V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so septembrske projekcije za leto 2017 popravljene navzgor, za obdobje zatem pa večinoma ostajajo nespremenjene. Realna rast BDP v euroobmočju bo po pričakovanjih 2,2% v letu 2017, 1,8% v letu 2018 in 1,7% v letu 2019.

Gospodarska rast v euroobmočju pridobiva zagon in jo večinoma spodbuja domače povpraševanje. Po 0,5-odstotnem zvišanju v prvem četrtnetu se je BDP v drugem četrtnetu 2017 medčetrtnetu realno povečal za 0,6% (glej graf 10). Domače povpraševanje je bilo ob manjšem prispevku neto izvoza še naprej pomemben dejavnik rasti, medtem ko je bil prispevek sprememb zalog nekoliko negativen. Na proizvodni strani je bila gospodarska aktivnost široko zastavljena, saj je bila pozitivna rast dodane vrednosti zabeležena v industriji (brez gradbeništva), gradbeništvu in storitvenih dejavnostih.

Graf 10

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtnete spremembe v odstotkih; četrtneti prispevek v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtnetu 2017.

Razmere na trgu dela v državah euroobmočja še naprej kažejo ugodno

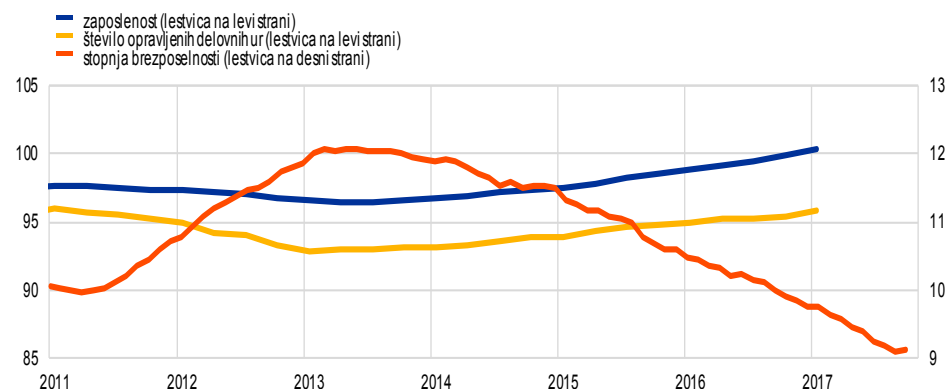
dinamiko. Zaposlenost v euroobmočju se je v prvem četrtnetu 2017 medčetrtnetu dodatno zvišala za 0,4% in tako prvič preseгла najvišjo predkrizno vrednost, doseženo leta 2008 (glej graf 11). Hkrati se je še naprej povečevalo skupno število opravljenih delovnih ur, čeprav povprečno število delovnih ur na zaposlenega ostaja na splošno nespremenjeno kljub temu, da zaposleni s polnim in tudi s krajšim delovnim časom v povprečju opravijo več ur, saj se je to povečanje izravnalo s

spremembo sestave zaposlenosti v smeri večjega deleža zaposlenih s krajšim delovnim časom.¹ Stopnja brezposelnost v euroobmočju se je izrazito znižala, potem ko je v drugem četrtletju 2013 dosegla najvišjo raven (12,1%). Stopnja brezposelnosti je julija 2017 znašala 9,1%, kar je najmanj od februarja 2009. Anketni podatki, ki so na voljo do avgusta 2017, razkrivajo nadaljnje izboljšanje razmer na trgu dela ob vse večjem številu poročil o pomanjkanju delovne sile v večjih gospodarstvih euroobmočja.

Ob naraščanju ponudbe delovne sile je spodbudno predvsem hitro zmanjševanje brezposelnosti v euroobmočju. Povečevanje ponudbe delovne sile med krizo in med okrevanjem je mogoče pojasniti predvsem z vse večjim deležem aktivnega prebivalstva med starejšimi delavci in ženskami (glej okvir 3 z naslovom »Novejša gibanja na področju ponudbe dela v euroobmočju« v tej izdaji Ekonomskega biltena). Vendar pa je, sodeč po širših merilih brezposelnosti, na številnih trgih dela v euroobmočju še vedno velik neizkoriščen potencial. Anketa med velikimi podjetji v euroobmočju (glej okvir 5 z naslovom »Potrebe po strukturnih reformah v euroobmočju: spoznanja iz ankete med velikimi podjetji« v tej številki Ekonomskega biltena) kaže, da bi nadaljnje strukturne reforme trgov dela v euroobmočju izboljšale njihovo delovanje in okrepile širše obete za gospodarsko rast.

Graf 11
Gibanja na trgu dela v euroobmočju

(lestvica na levi strani: indeks I 2008 = 100; lestvica na desni strani: odstotne točke)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2017 pri zaposlenosti in opravljenih delovnih urah ter na julij 2017 pri stopnji brezposelnosti.

Izboljšanje razmer na trgu dela še naprej podpira rast dohodkov in zasebno potrošnjo. Rast zasebne potrošnje je v drugem četrtletju 2017 medčetrletno ostala stabilna na ravni 0,5%, v primerjavi z 0,4% v prejšnjem četrtletju. Okrepljena rast dohodkov od dela, ki so najpomembnejši dejavnik rasti razpoložljivega dohodka gospodinjstev, je skupaj z nekoliko znižano stopnjo varčevanja še naprej podpirala potrošnjo gospodinjstev. Potrošnjo gospodinjstev so nadalje spodbujali tudi ukrepi denarne politike ECB, ki so izboljšali pogoje financiranja. Zaupanje potrošnikov, ki se

¹ Glej okvir z naslovom »Dejavniki gibanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo od leta 2008«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2016.

je v avgustu 2017 še povečalo, ostaja zelo veliko in precej večje od dolgoročne povprečja, kar kaže močno temeljno dinamiko potrošnje v bližnji prihodnosti.

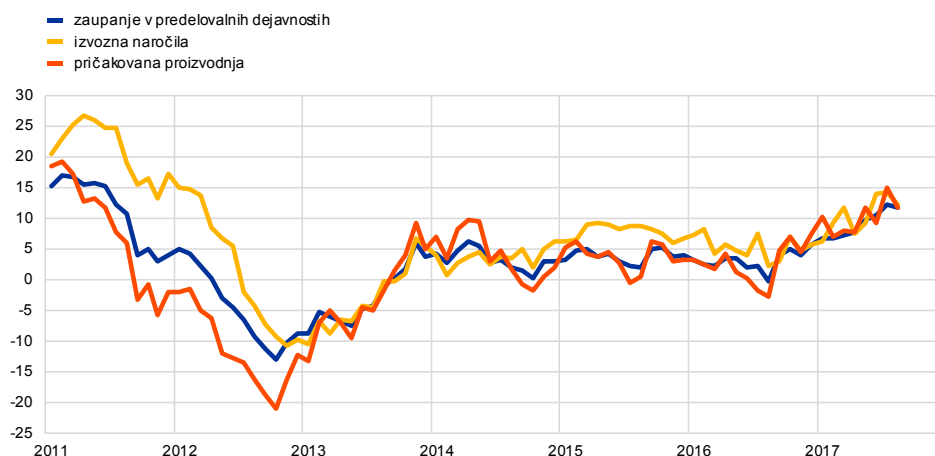
Gibanja na stanovanjskem trgu v euroobmočju še naprej spodbujajo zagon gospodarske rasti. Stanovanjske investicije so se v drugem četrtletju 2017 povečale za 1,3% zaradi nadaljevanja nedavnega okrevanja v euroobmočju in v številnih državah euroobmočja. Okrevanje, čeprav se je v nekaterih državah začelo z zelo nizkih ravni, so podpirali visoka rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev, boljše razmere na trgu dela, ugodni pogoji financiranja in večja usmerjenost v stanovanjske investicije ob nizki donosnosti obrestonosne aktive. Poleg tega se je zaupanje podjetij zelo močno povečalo v gradbeništvu. Splošen trend rasti stanovanjskih investicij v euroobmočju bi morali še naprej podpirati povečevanje števila izdanih gradbenih dovoljenj, krepitev povpraševanja po stanovanjskih posojilih in ugodnejši bančni posojilni pogoji.

Podjetniške investicije so se v drugem četrtletju 2017 okrepile. Povečanje (1,0% medčetrletno) je bilo posledica investicij v proizvode intelektualne lastnine, opremo in stroje ter orožne sisteme brez transportne opreme. Poleg tega podatki, kot je industrijska proizvodnja v sektorju investicijskega blaga – ki se je v drugem četrtletju 2017 medčetrletno povečala za 0,7% – kažejo povečanje podjetniških investicij v euroobmočju.

Graf 12

Gibanja v sektorju investicijskega blaga v euroobmočju

(indeks, odstopanje od dolgoročne povprečne vrednosti)



Vir: Evropska komisija.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017.

Podjetniške investicije naj bi še naprej okrevale. Na obete glede podjetniških investicij ugodno vplivajo številni dejavniki. Zaupanje podjetij, pričakovana proizvodnja in izvozna naročila v sektorju proizvodov za investicije so kljub padcu v avgustu še vedno velika (glej graf 12). Izkoriščenost zmogljivosti se še naprej povečuje in presega povprečje pred krizo, pogoji financiranja so še vedno zelo ugodni, zadržani dobički podjetij za potencialne investicijske izdatke ostajajo visoki in po več letih umirjenih investicij bo potrebna modernizacija osnovnih sredstev. Toda nekateri dejavniki bodo predvidoma še naprej negativno vplivali na obete glede

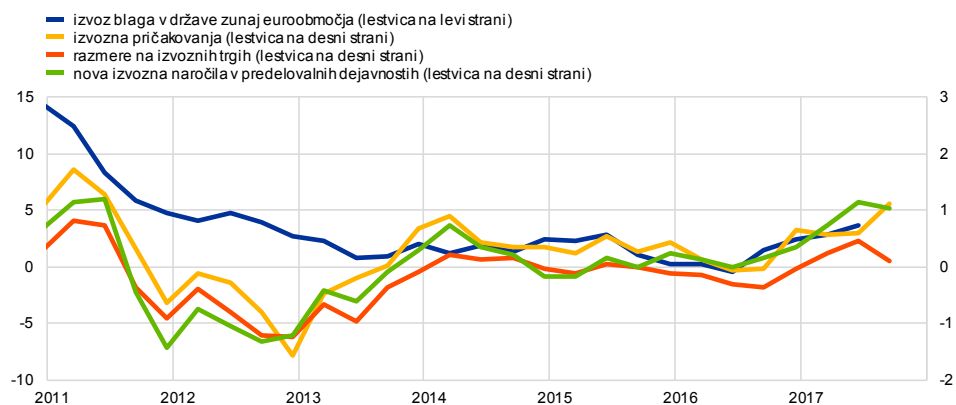
podjetniških investicij. Mednje spadajo pričakovan šibkejši dolgoročni potencial rasti v primerjavi s predhodnimi leti, togosti na trgih proizvodov in počasno spreminjanje zakonodajnega okolja. Nizka dobičkonosnost bank in še vedno velik obseg slabih posojil v bančnih bilancah v številnih državah bosta predvidoma še naprej omejevala posredniško sposobnost bank ter po drugi strani financiranje investicijske aktivnosti podjetij v bližnji prihodnosti.

Trgovinska menjava euroobmočja se še naprej povečuje. Izvoz blaga in storitev euroobmočja se je v drugem četrtletju 2017 medčetrletno povečal za 1,1%, zagon blagovne menjave z državami zunaj euroobmočja pa se od poletja 2016 postopno krepi. Glede na mesečne podatke o trgovini je v prvi polovici leta 2017 k izvozu blaga v države zunaj euroobmočja prispeval predvsem izvoz na Kitajsko, v druge azijske države in države članice EU zunaj euroobmočja. To je dobro za splošne obete glede gospodarske rasti, saj zunanje povpraševanje euroobmočja postaja vse širše. Kratkoročni kazalniki, kot so ankete in nova izvozna naročila, ki bodo vplivala na drugo polovico leta 2017, kljub nedavni krepitvi efektivnega tečaja eura kažejo vzdržen zagon izvoza (glej graf 13). Gledano dolgoročneje bo vse širše okrevanje po vsem svetu spodbujalo izvoz euroobmočja. Kljub temu so tveganja za trgovinsko menjavo še naprej velika, predvsem v povezavi z geopolitičnimi napetostmi, ki lahko zavrejo svetovno rast.

Graf 13

Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja

(lestvica na levi strani: medletne spremembe v odstotkih 3-mesečnih drsečih sredin; lestvica na desni strani: indeks)



Viri: Eurostat, Markit in Evropska komisija.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017 pri anketah in na drugo četrtletje 2017 pri izvozu.

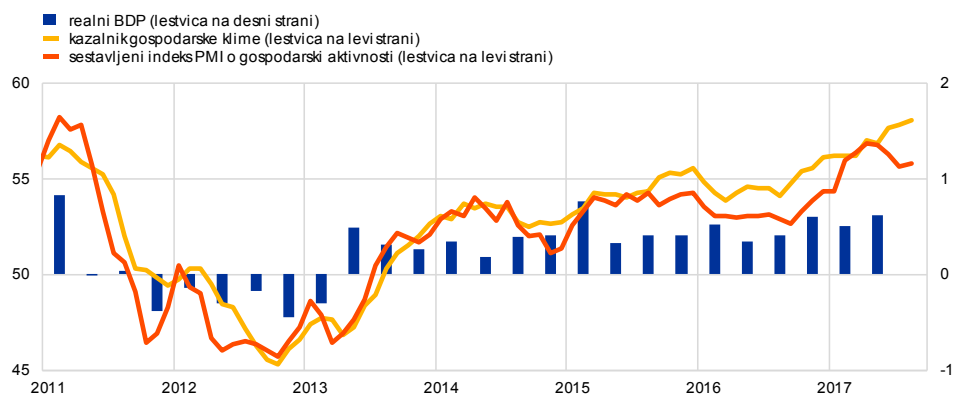
Novi podatki na splošno kažejo razmeroma močan zagon rasti v tretjem

četrtletju 2017. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije in sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta avgusta ostala visoka ter še naprej precej presegata povprečno raven (glej graf 14). Tako na splošno kažeta močno rast v tretjem četrtletju 2017.

Graf 14

Realni BDP, sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti in kazalnik gospodarske klime v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih, normalizirana ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeksi)



Viri: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2017 pri realnem BDP ter na avgust 2017 pri kazalniku gospodarske klime in pri PMI.

Sedanja gospodarska rast v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevala ob podpori ukrepov denarne politike ECB, ki se prenašajo v realno gospodarstvo.

Zelo ugodni pogoji financiranja, nizke obrestne mere in izboljševanje razmer na trgu dela še naprej spodbujajo zasebno potrošnjo in okrevanje investicij v kontekstu naraščanja dobičkov in manjših potreb po razdolževanju. Rast bodo podpirale tudi ugodne razmere v zunanem okolju s krepitvijo svetovne gospodarske aktivnosti in izboljšanjem zunanjega povpraševanja euroobmočja.

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2017 znašala 2,2%, v letu 2018 1,8% in v letu 2019 1,7% (glej graf 15). V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so napovedi realne rasti BDP za leto 2017 popravljene navzgor, za obdobje zatem pa večinoma ostajajo nespremenjene. Popravek navzgor je v letu 2017 povezan predvsem z nedavnim močnim zagonom rasti BDP.

4 Cene in stroški

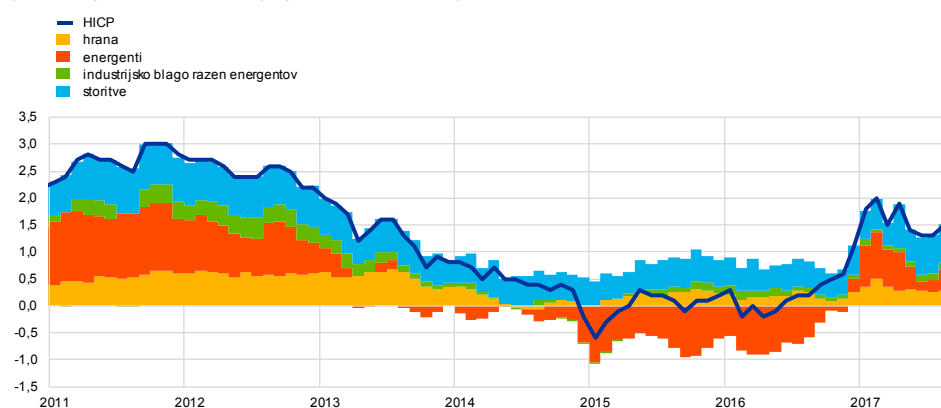
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta 2017 znašala 1,5%, v primerjavi z 1,3% julija. V prihodnjem obdobju se bo glede na sedanje cene naftnih terminskih pogodb medletna stopnja skupne inflacije verjetno začasno znižala ob prelomu leta, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov. Obenem so se merila osnovne inflacije v zadnjih mesecih rahlo zvišala, vendar še ne kažejo prepričljivega trenda naraščanja. Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje predvidevajo inflacijo v višini 1,5% za leto 2017, 1,2% za leto 2018 in 1,5% za leto 2019.

Skupna inflacija se je avgusta zvišala. Po Eurostatovi prvi oceni se je skupna inflacija avgusta povečala na 1,5%, potem ko je junija in julija znašala 1,3% (glej graf 16). To je bila posledica višjih cen energentov in v manjšem obsegu višjih cen predelane hrane. Rast cen energentov je bila pričakovana, saj odraža vpliv navzgor delujočih baznih učinkov in pritiskov na rast cen, ki nastajajo zaradi nedavnega dviga cen nafte.

Graf 16

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

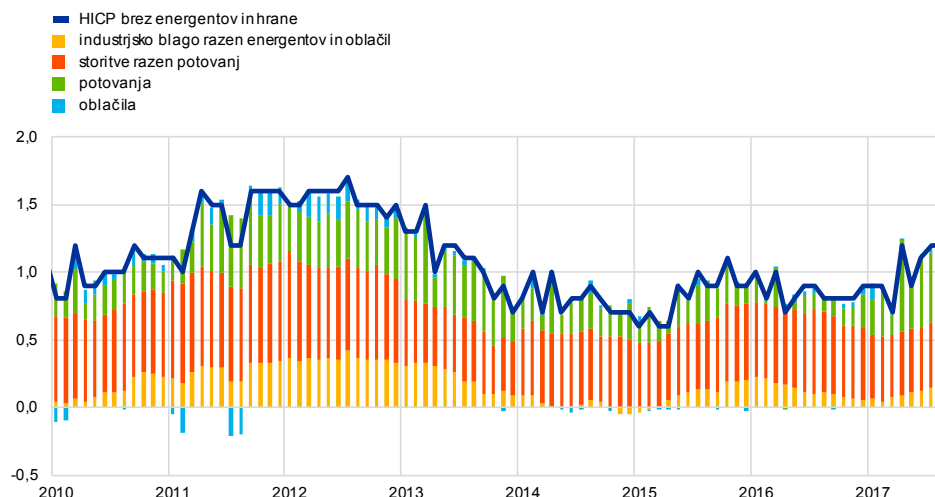
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017 (prva ocena).

Merila osnovne inflacije so se od konca lanskega leta nekoliko zvišala. Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija brez cen energentov in hrane avgusta znašala 1,2%, kar je enako kot julija, vendar je bila obenem 0,4 odstotne točke višja od povprečja za zadnje četrletje lanskega leta (glej graf 17). Po drugi strani pa inflacija brez cen energentov in hrane ter zelo volatilnih komponent s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve v istem obdobju izkazuje le razmeroma skromno povečanje.

Graf 17

Razčlenitev HICP brez energentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2017 (prva ocena) pri inflaciji brez hrane in energentov ter za julij 2017 pri vseh drugih spremenljivkah.

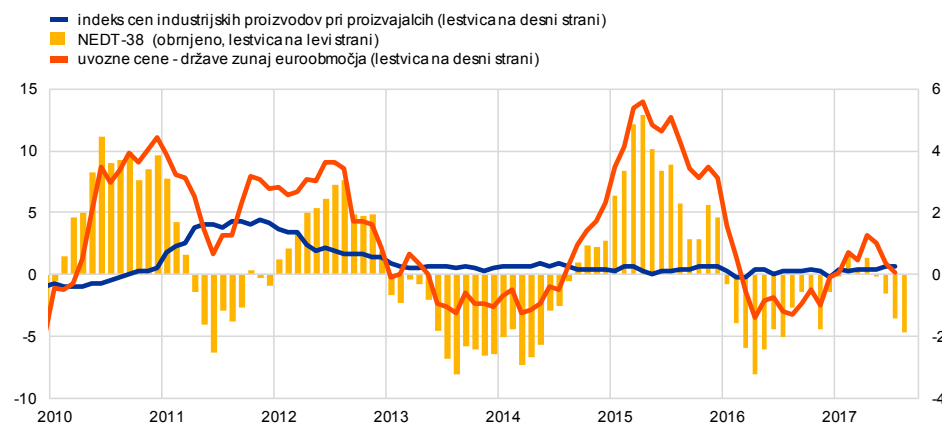
Nedavna apreciacija eura pomeni, da so se cenovni pritiski v zgodnjih fazah proizvodne in cenovne verige nekoliko umirili.

Z apreciacijo nominalnega efektivnega tečaja eura v zadnjih mesecih so se začele zniževati uvozne cene. Medletna stopnja rasti uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo se je znižala z 1,3% v aprilu na 0,1% v juliju (glej graf 18). Ti pritiski na zniževanje cen bodo omilili pritiske na rast cen, ki so posledica močne krepite svetovne rasti proizvajalčevih cen industrijskih proizvodov brez energentov, ki se je začela sledi leta 2016. Kljub močnim zunanjim pritiskom iz proizvodne verige, ki pa bi se zdaj lahko nekoliko umirili, so cene neživilskih proizvodov za široko porabo pri domačih proizvajalcih ostale približno stabilne, saj so se z 0,2% v maju le nekoliko zvišale na 0,3% v juniju in juliju. Prenos nedavne apreciacije eura na domače pritiske iz proizvodne verige spremlja velika negotovost, poleg tega pa je odvisen tudi od morebitnih prilagoditev profitnih marž.

Graf 18

Gibanje deviznega tečaja ter uvozne in proizvajalčeve cene neživilskih proizvodov za široko porabo

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za avgust 2017 pri nominalnem efektivnem tečaju eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric (NEDT-38) ter za julij pri cenah pri proizvajalcih in uvoznih cenah.

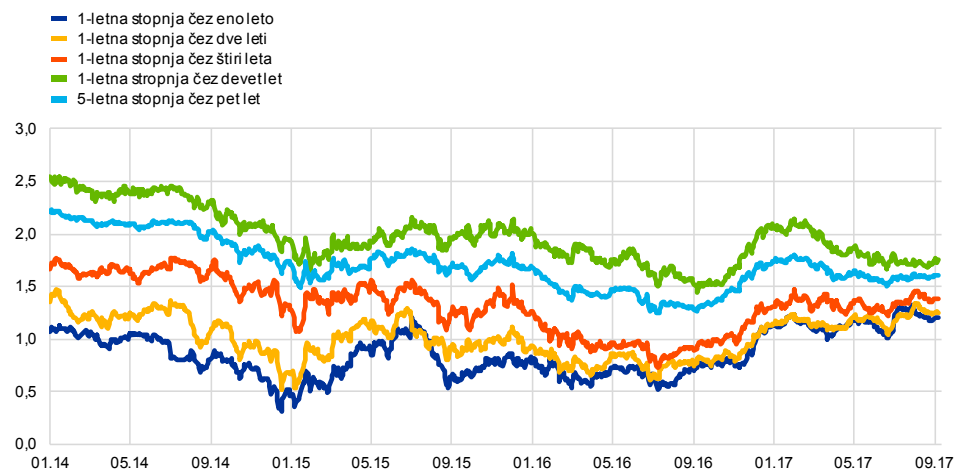
Rast plač ostaja umirjena. Medletna sprememba dogovorjenih plač na zaposlenega je v drugem četrtletju 2017 znašala 1,4%, kar je nekoliko nižje od prejšnje 1,6-odstotne ravni, je pa po drugi strani ostala nespremenjena, če izvememo volatilna enkratna plačila. Tudi sredstva za zaposlene na zaposlenega so do prvega četrtletja 2017 ostala nizka, vendar se zaradi upada povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega razhajajo od sredstev za zaposlene na uro. Na splošno dejavniki, ki lahko zavirajo rast plač, vključujejo še vedno precejšen neizkoriščen potencial na trgu dela, nizko inflacijo, šibko rast produktivnosti in nadaljnje učinke reform na trgu dela, ki so jih nekatere države izvedle v času krize.

Tako tržna kot tudi anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so ostala stabilna. Petletna termimska stopnja inflacije čez pet let je 6. septembra 2017 znašala 1,61%, kar je nekoliko več od stopnje, zabeležene na začetku junija (glej graf 19). Anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj za euroobmočje iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov so za tretje četrtletje 2017 ostala nespremenjena na ravni 1,8%.

Graf 19

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 6. september 2017.

Kar zadeva prihodnje obdobje, bo rast inflacije v euroobmočju predvidoma rahlo nižja, kot je bilo sprva pričakovano.

Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi avgusta, ko so strokovnjaki ECB pripravili septembrske makroekonomske projekcije za euroobmočje, bo inflacija v letu 2017 znašala 1,5%, nato pa 1,2% v letu 2018 in 1,5% v letu 2019 (glej graf 20).² V primerjavi z junjskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti popravljeni rahlo navzdol, kar je predvsem posledica nedavne apreciacije tečaja eura. Bazni učinki nakazujejo precejšen upad prispevka rasti cen energentov k skupni inflaciji v zadnjem četrtletju 2017 in prvem četrtletju 2018 (glej tudi okvir z naslovom »Vloga baznih učinkov v prihodnjem gibanju inflacije« v tej številki Ekonomskega biltena). Predpostavljeno zvišanje cen nafte – čeprav skromno – v preostanku obdobja projekcij, kot ga nakazuje krivulja naftnih terminskih pogodb, pomeni določen odboj rasti cen energentov v letu 2019.

Po pričakovanjih se bo inflacija brez energentov in hrane v srednjeročnem obdobju postopno zviševala.

Inflacija brez energentov in hrane naj bi leta 2017 znašala 1,1%, leta 2018 1,3%, leta 2019 pa 1,5%. Medtem ko se bo z apreciacijo tečaja eura v obdobju projekcij osnovna inflacija zniževala, to deloma izravnava boljše obeti glede domačega povpraševanja v euroobmočju. Na strani domačih stroškovnih pritiskov sta pomemben dejavnik, ki prispeva k postopni krepitvi osnovne inflacije, predviden zmanjšan neizkoriščen potencial na trgu dela in vse večje pomanjkanje ponudbe delovne sile v nekaterih delih euroobmočja, ki naj bi poganjala vzpon rasti plač. Poleg tega je mogoče pričakovati, da bo nedavno precejšnje zvišanje skupne inflacije sčasoma privedlo do večjega povečanja nominalnih plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se plače indeksirajo glede na pretekla cenovna gibanja ali elemente pričakovanja.

² Glej članek z naslovom »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 7. septembra 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 20

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 7. septembra 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

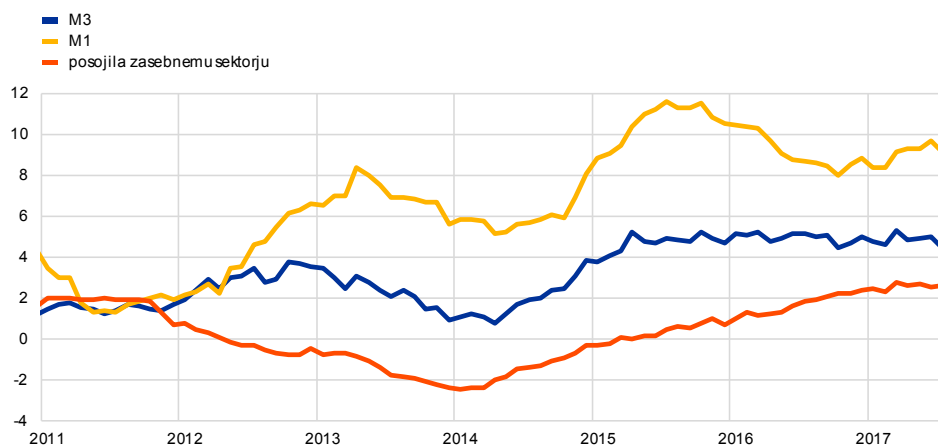
Rast denarja je bila v drugem četrtletju 2017 še naprej močna, podobno kot že od sredine leta 2015, julija pa se je umirila. Rast posojil zasebnemu sektorju je še naprej okrevala. Hkrati so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v drugem četrtletju 2017 po ocenah nekoliko zmanjšali.

Rast širokega denarja je bila močna in je v drugem četrtletju 2017 znašala 5%, v skladu s tempom od sredine leta 2015, julija pa se je umirila. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je julija 2017 znižala na 4,5%, kar je bila verjetno posledica začasnih dejavnikov (glej graf 21). Rast denarja so še naprej spodbujali nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer ter ukrepi denarne politike ECB. Prispevek najlikvidnejših komponent k medletni rasti M3 se je zmanjšal, medletna stopnja rasti agregata M1 pa se je julija zmanjšala na 9,1% (v primerjavi z 9,3% v drugem četrtletju 2017 in 9,7% junija).

Graf 21

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

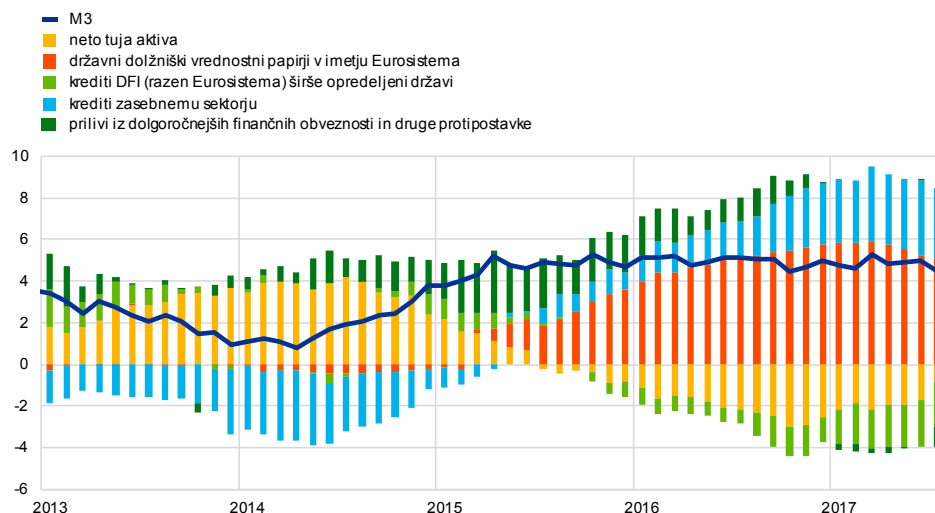
Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Vloge čez noč so ostale glavni dejavnik rasti denarnega agregata M3. Medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb je v drugem četrtletju 2017 ostala visoka, julija 2017 pa se je zaradi začasnih dejavnikov umirila. Julija se je zmanjšala tudi medletna stopnja rasti gotovine v obtoku, ker nedenarni sektor v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer ni kazal naklonjenosti zamenjavi vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so v drugem četrtletju in julija še naprej negativno vplivale na agregat M3. Medletna stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2) – majhne komponente agregata M3 – je julija postala izrazito negativna, to pa je prispevalo k umiritvi rasti agregata M3, zabeleženi v tem času. To je sledilo pozitivnemu prispevku v drugem četrtletju 2017 in je bilo zlasti posledica nadaljnega zmanjšanja izdajanja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev s strani denarnih finančnih institucij (DFI). Nasprotno je medletna stopnja rasti točk/delnic skladov denarnega trga ostala pozitivna.

Rast širokega denarja še naprej najbolj spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 22). Z vidika protipostavk so k rasti denarnega agregata M3 med drugim prispevali Eurosistemovi nakupi državnih dolžniških vrednostnih papirjev (glej rdeči del grafa 22), in sicer predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.³ Rast agregata M3 je še naprej spodbujalo tudi okrevanje kreditov zasebnemu sektorju (glej modri del grafa 22). Sem spadajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniški vrednostni papirji v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Dolgoročneje finančne obveznosti in druge protipostavke so zaradi drugih protipostavk (zlasti repo pogodb) rahlo negativno vplivale na rast agregata M3 (glej temno zeleni del grafa 22). Vztrajno zmanjševanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (razen kapitala in rezerv) pa je spodbujalo rast agregata M3. Medletna stopnja rasti teh obveznosti je od drugega četrtrletja 2012 negativna, deloma zaradi vpliva ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), ki so najbrž nadomestile dolgoročneje tržno financiranje bank. K negativni medletni rasti kreditov DFI razen Eurosistema širše opredeljeni državi so prispevale tudi prodaje državnih obveznic s strani DFI euroobmočja razen Eurosistema in tako zavirale rast agregata M3 (glej zeleni del grafa 22).

Graf 22 M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Eurosistemova imetja dolžniških vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij je še naprej zavirala medletno rast agregata M3. Medtem ko je ostal letni tok neto tuje aktive v drugem četrtrletju 2017 in julija negativen, pa je bil julija 2017 zabeležen mesečni priliv. To je vplivalo na

³ Glej tudi okvir z naslovom »Primarni denar, široki denar in program nakupa vrednostnih papirjev« v tem Ekonomskem biltenu, ki opisuje gibanje primarnega denarja v zadnjih letih in kako so nanj vplivali nestandardni ukrepi ECB.

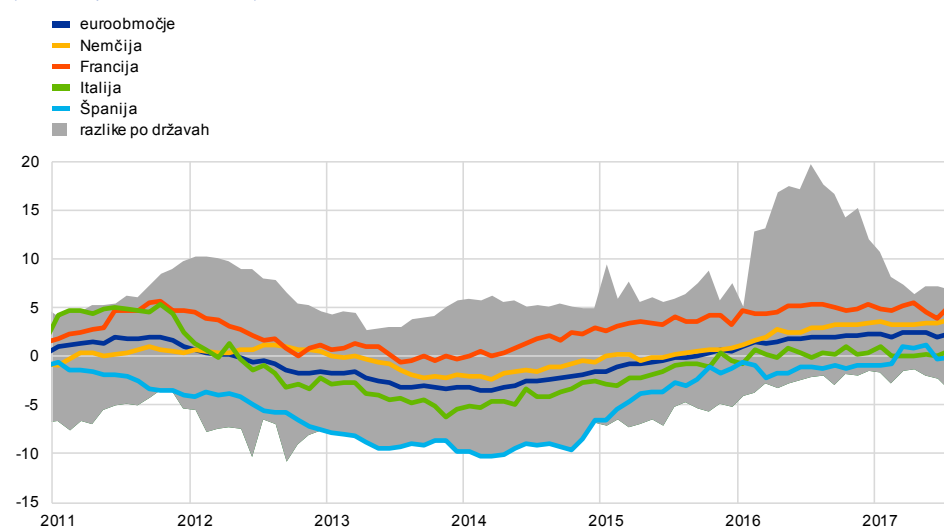
zmanjšanje pritiskov, ki zavirajo rast agregata M3 (glej rumeni del grafa 22). Letni tok je še naprej odražal odlive kapitala iz euroobmočja, ki jih je deloma mogoče razložiti s prodajo državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov, kar je povezano s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Zadnja gibanja ne izkazujejo večjih nakupov od nerezidentov, povezanih s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, zabeleženo od začetka leta 2014, se nadaljuje. V drugem četrtletju in julija 2017 je bila medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) približno stabilna (glej graf 21). Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je v posameznih sektorjih po začasnem junjskem zmanjšanju zaradi posebnih učinkov v nekaterih državah v obeh obdobjih povišala na 2,4% (glej graf 23). Rast posojil nefinančnim družbam je precej okrevala z najnižje ravni iz prvega četrtletja 2014. To je bilo zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še vedno negativne. V drugem četrtletju 2017 se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom povišala in je julija znašala 2,6% (glej graf 24). K temu sta prispevala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Banke so dosegle napredek tudi na področju konsolidacije svojih bilanc, čeprav je stopnja slabih posojil v nekaterih državah še naprej visoka in bi lahko ovirala bančno posojanje.

Graf 23

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



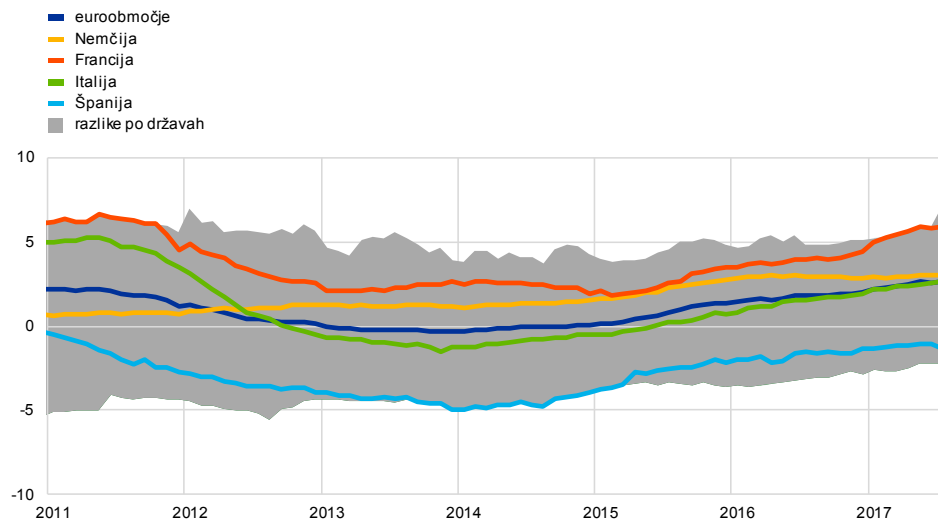
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Graf 24

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

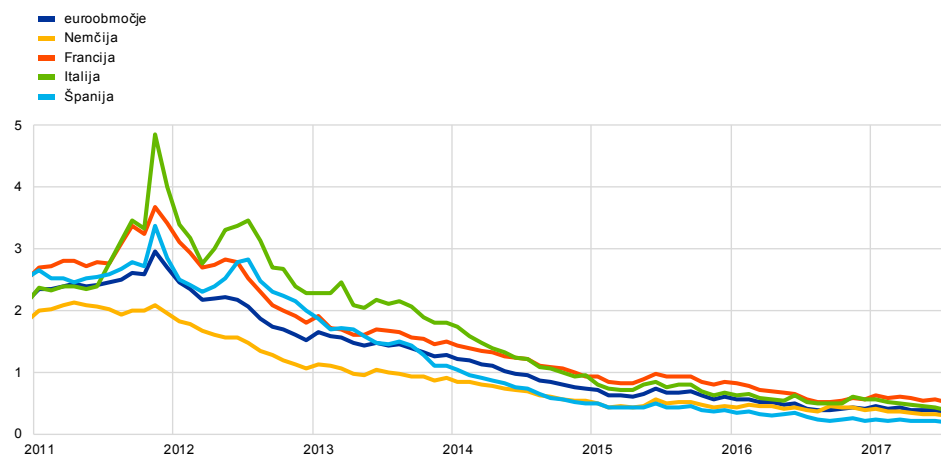
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Pogoji financiranja za banke so še naprej ugodni. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so se julija zmanjšali na novo najnižjo raven do zdaj, potem ko so se v drugem četrtletju 2017 približno stabilizirali (glej graf 25). To je bilo predvsem posledica gibanja stroškov vlog, ki so se julija rahlo znižali na novo najnižjo raven, potem ko so bili v drugem četrtletju 2017 približno stabilni. Tudi donosnost bančnih obveznic je bila v drugem četrtletju kljub junijskemu začasnemu povečanju na splošno nespremenjena, julija pa se je zmanjšala. K ugodnim razmeram so na splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih.

Graf 25

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

(skupni stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja; v odstotkih na leto)



Viri: ECB, Merrill Lynch Global Index in izračuni ECB.

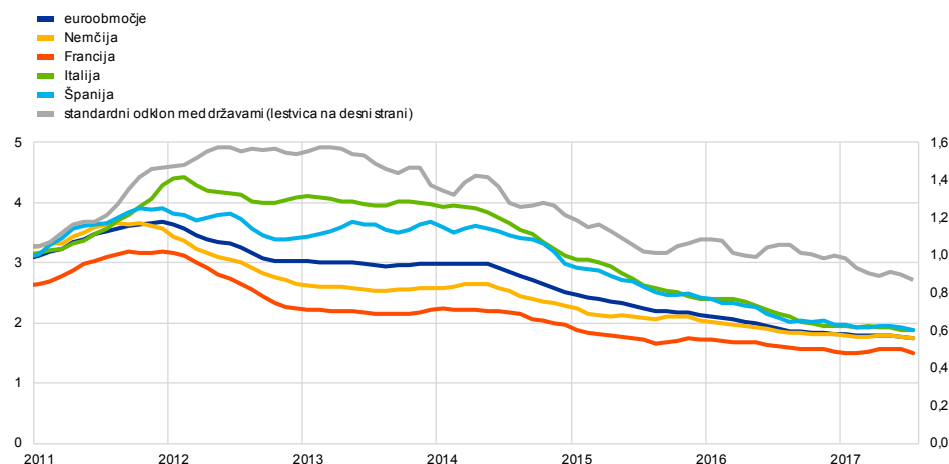
Opombi: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile v drugem četrtletju 2017 in julija še naprej najnižje do zdaj ali blizu najnižjih vrednosti (glej grafa 26 in 27). Skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so se od začetka leta 2014 do konca leta 2016 zmanjšale, od takrat pa se gibljejo različno: skupne bančne obrestne mere za stanovanjska posojila so se do julija 2017 rahlo povečevale, skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam pa so se še dodatno zmanjšale in julija dosegle novo najnižjo vrednost. Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih razmer junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere, kar kaže boljše transmisijo ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. K znižanju skupnih posojilnih obrestnih mer je prispevalo zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Od maja 2014 do julija 2017 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 119 bazičnih točk, gospodinjstvom pa za okoli 103 bazične točke. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v ranljivih državah euroobmočja, kar je podpiralo enakomernejšo transmisijo ukrepov denarne politike na te obrestne mere med državami. V istem obdobju se je v euroobmočju precej zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR), ki je bil julija 2017 blizu najnižje ravni. To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bank bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Graf 26

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



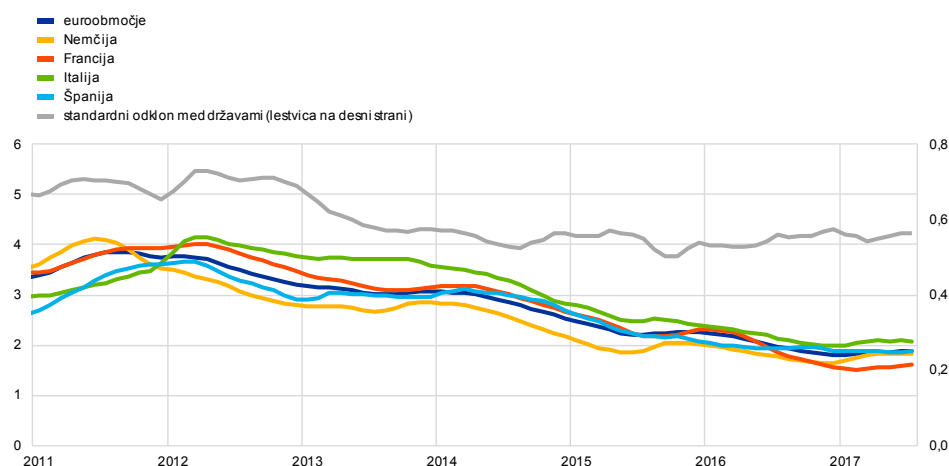
Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Graf 27

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za julij 2017.

Po ocenah so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja v drugem četrtletju 2017 nekoliko umirili. Upočasnitev je posledica šibkejše posojilne dinamike bank in šibkejšega izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, ki sta deloma posledica posebnih dejavnikov in začasne narave v primeru bančnih posojil. K okrevanju zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so od začetka leta 2014 na splošno prispevali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov dolžniškega financiranja, ublažitev bančnih posojilnih pogojev ter veliko število prevzemov in združitvev. Hkrati se je zaradi

rekordno visokih denarnih imetij v nefinančnih družbah zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

Bruto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je bilo julija in avgusta 2017 umirjeno, potem ko se je junija okrepilo. Najnovejši podatki ECB kažejo, da je bilo po umirjanju aprila in maja izdajanje junija močno. Ob tem pa je bilo neto izdajanje negativno zaradi precejšnjega obsega unovčenj kratkoročnih vrednostnih papirjev. Poleg tega je treba poudariti, da tržni podatki kažejo, da je bilo nizko izdajanje julija in avgusta zlasti posledica sezonskih dejavnikov. Približno v tem času je bilo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb živahnejše kakor v prvih mesecih leta 2017, ko so ga zavirali precejšnji odkupi.

Stroški financiranja za nefinančne družbe so še naprej ugodni. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so se avgusta 2017 po ocenah rahlo zmanjšali na 4,4%, potem ko so se junija in julija zmerno povečali. To je v veliki meri posledica gibanja stroškov lastniških vrednostnih papirjev. Stroški financiranja zdaj znašajo 40 bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz julija 2016, vendar pa so še vedno precej nižji od ravni, dosežene poleti 2014 (preden so trgi začeli vračunavati pričakovanja glede prihajajočega programa nakupa vrednostnih papirjev). Stroški dolžniškega financiranja, izraženi kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil in stroškov tržnega dolga, še naprej nihajo okoli zgodovinsko najnižje ravni.

6 Javnofinančna gibanja

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij (2017–2019) zaradi izboljševanja cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti še naprej zmanjševal. Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2017 po napovedih rahlo ekspanzivna, v obdobju 2017–2019 pa večinoma nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo še naprej zmanjševal, čeprav je še vedno velik. Zlasti v močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati.

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij postopoma zmanjšal. Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah⁴ napovedujejo zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 1,5% BDP v letu 2016 na 0,9% BDP v letu 2019 (glej tabelo). K izboljševanju javnofinančnih obetov, ki so se od letošnjih junijskih projekcij rahlo izboljšali, prispevajo predvsem ugodne ciklične razmere in zniževanje plačil obresti.

Tabela
Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

	2016	2017	2018	2019
a. Skupaj prihodki	46,2	46,0	45,9	45,8
b. Skupaj odhodki	47,7	47,3	46,9	46,6
od tega:				
c. Odhodki za obresti	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Primarni odhodki (b – c)	45,5	45,3	45,0	44,8
Proračunski saldo (a – b)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9
Primarni proračunski saldo (a – d)	0,7	0,7	0,9	0,9
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2
Strukturni primarni saldo	0,7	0,6	0,6	0,6
Bruto dolg	89,1	87,5	86,0	84,2
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	1,8	2,2	1,8	1,7

Viri: Eurostat, ECB in septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno. Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštewane zadnje revizije podatkov.

Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2017 po napovedih rahlo ekspanzivna, v obdobju 2017–2019 pa večinoma nevtralna.⁵ Obeti za leto 2017 so posledica odboja državnih investicij in enkratnega plačila proizvajalcem jedrske energije v Nemčiji.⁶ V obdobju 2018–2019 bodo na pričakovano nevtralno

⁴ Glej [Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

⁵ Naravnost fiskalne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov fiskalne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Meri se kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je državna pomoč finančnemu sektorju. Koncept naravnosti fiskalne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, *Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016*.

⁶ Enkratno plačilo v Nemčiji znaša 0,2% nemškega BDP.

naravnost fiskalne politike vplivali izravnalni učinki pri javnofinančnih prihodkih in odhodkih. Hkrati večinoma nevtralna naravnost fiskalne politike nakazuje, da države ne izkoriščajo v celoti ugodne dinamike gospodarske rasti za vzpostavitev javnofinančnih rezerv.

Visoka raven javnega dolga v euroobmočju naj bi se še naprej zniževala. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil najvišji leta 2014, naj bi se po napovedih zmanjšal z 89,1% BDP v letu 2016 na 84,2% BDP do konca leta 2019. Predvideno zmanjšanje podpirata predvsem rast primarnega presežka ter ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki je posledica razmeroma stabilnih makroekonomskih obetov. Prilagoditev med primanjkljajem in dolgom naj bi imela od leta 2018 na zmanjšanje dolga majhen negativen vpliv. Čeprav se obeti od junijskih projekcij niso veliko spremenili, naj bi bila raven dolga v letu 2017 nekoliko nižja predvsem zaradi ugodnejše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Z vidika posameznih držav naj bi se po napovedih obeti glede dolga izboljšali v večini držav euroobmočja, medtem ko naj bi se v nekaterih državah delež javnega dolga v obdobju projekcij povečal. Zlasti v močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati. To bi prispevalo k zmanjšanju njihove ranljivosti ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali zvišanju obrestnih mer.

Pospešitev prizadevanj v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ bi koristila vsem državam euroobmočja. Preusmeritev izdatkov h kategorijam, ki najbolj spodbujajo gospodarsko rast, kot sta izobraževanje in infrastruktura, ali preusmeritev davčnega bremena k manj izkrivljajočim davkom, kot so davki na potrošnjo ali premoženje, ima lahko pozitivne učinke na gospodarsko aktivnost ter s tem prispeva k vzpostavitvi javnofinančnih rezerv.⁷

V prihodnjem obdobju bo pomembno, da so osnutki proračunskih načrtov, ki morajo biti predloženi do sredine oktobra, v celoti skladni z zahtevami iz Pakta za stabilnost in rast. Postopek v zvezi z osnutki proračunskih načrtov je, če se izvaja v celoti in dosledno, pomembno in učinkovito orodje za zgodnje opozarjanje in odpravljanje neravnovesij. Komisija bo potem, ko ji bodo države euroobmočja predložile osnutke proračunskih načrtov, presodila, ali so ti v celoti skladni z zahtevami iz Pakta za stabilnost in rast, ter jih v primeru neskladnosti vrnila zadevnim državam.

⁷ Glej članek z naslovom »The composition of public finances in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2017.

Okvirji

1 Investicijska dinamika v visoko razvitih gospodarstvih v času po finančni krizi

V tem okvirju bomo skušali s primerjavo med državami osvetliti šoke, ki v času po finančni krizi vplivajo na investicije v visoko razvitih gospodarstvih.

Pogosto je slišati trditve, da je eden ključnih dejavnikov, ki v sedanjem gospodarskem ciklu zadržujejo okrevanje svetovnega gospodarstva, upočasnjena investicijska aktivnost, še posebej v visoko razvitih gospodarstvih. Strokovnjaki so to pripisovali motnjam na finančnih trgih, proračunskim omejitvam v javnem sektorju, okrepljeni negotovosti glede politik in slabim gospodarskim obetom. Obenem se zdi, da je tudi dinamika v poslovnem sektorju šibkejša, kot je bila pri okrevanjih v preteklosti, to pa je skupaj s strmejšim padcem investicijske potrošnje v času po veliki recesiji privedlo do pomembne investicijske vrzeli, tj. do vztrajno negativnih odstopanj od dolgoročnega povprečja.

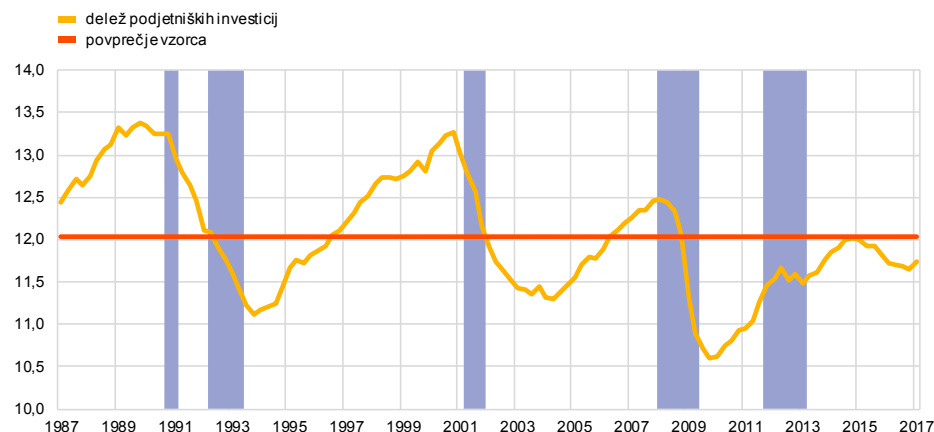
Običajni vzorec gibanja podjetniških investicij, tj. da dosežejo najnižjo točko kmalu po recesiji, nato pa se razmeroma hitro vrnejo na raven pred recesijo, se po veliki recesiji ni uresničil v enakem obsegu.⁸ Vzorec, ki je bil v gospodarskih cikliih v 1990-ih letih in na začetku 2000-ih let še izrazit, v sedanjem ciklu ni bil več prisoten. Tako je začetno oživljanje investicij po najnižji točki, ki je bila dosežena v prvem četrtletju 2009, prekinila druga recesija v euroobmočju, do katere je prišlo med državno dolžniško krizo. Prekinitev okrevanja je vidna v grafu A, ki prikazuje delež investicij v BDP v visoko razvitih gospodarstvih. Omenjeni delež je v primerjavi s preteklimi cikli začel upadati z razmeroma nizke ravni (12,5%) in je leta 2009 padel že na skoraj 10,5%. Podjetniške investicije so se s te ravni začele vztrajno in naglo višati, a je ta trend prekinila državna dolžniška kriza v euroobmočju. Delež investicij je nato zabeležil ponovni upad v obdobju med drugo polovico leta 2015 in koncem leta 2016. Povzročile so ga predvsem države proizvajalke primarnih surovin, kot so Kanada, Avstralija in v manjšem obsegu tudi Združene države Amerike, ki zmanjšujejo investicije, delno zaradi ostrega padca cen primarnih surovin (zlasti nafte) na zelo nizko raven. Investicije so nato oživile šele prav pred kratkim, tj. na začetku leta 2017. V celoti vzeto pa je bil delež podjetniških investicij v BDP v visoko razvitih gospodarstvih v prvem četrtletju 2017 še vedno pod dolgoročnim povprečjem.

⁸ Koncept investicij, ki ga uporabljamo tukaj, zajema podjetniške investicije (zasebne nestanovanjske) in vključuje investicije zasebnega sektorja v zgradbe, opremo (informacijsko, industrijsko in transportno) ter pravice intelektualne lastnine. Koncept se lahko od države do države malce razlikuje.

Graf A

Delež investicij v BDP v visoko razvitih gospodarstvih

(odstotki; četrtletni podatki)



Vir: Izračuni strokovnjakov ECB, ki temeljijo na podatkih Haver Analytics.

Opombe: Vzorec visoko razvitih gospodarstev zajema: Avstralijo, Kanado, euroobmočje, Japonsko, Novo Zelandijo, Švedsko, Švico, Združeno kraljestvo in ZDA. Agregat je tehtano povprečje deležev podjetniških investicij po državah, pri čemer so uporabljene časovno spremenljive uteži BDP na podlagi paritete kupne moči. Osenčena polja se nanašajo na kombinirane kazalnike za obdobja recesije v euroobmočju (Centre for Economic Policy Research) in v ZDA (National Bureau for Economic Research). Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2017.

V splošnem velja, da obstajajo štirje potencialni dejavniki, ki na makroekonomski ravni poganjajo investicije, in sicer pričakovano povpraševanje, pogoji financiranja, negotovost in šoki na strani ponudbe.⁹

Omenjeni dejavniki že vse od finančne krize naprej igrajo osrednjo vlogo v razpravah o investicijah, in sicer tako s teoretskega kot z empiričnega vidika. Za zaostrene pogoje financiranja in negativni šok na strani povpraševanja velja, da so škodljivi za podjetniške investicije.¹⁰ Tako je pričakovati, da bodo slabi gospodarski obeti v svetovnem merilu povzročili padec donosnosti investicij, s tem pa bodo zavrli oblikovanje novega kapitala in zadržali proces nadomeščanja starega kapitala. Vztrajno negativen vpliv na podjetniške investicije imajo lahko tudi šoki negotovosti.¹¹ Nazadnje velja omeniti še nepričakovane negativne šoke na strani ponudbe, kot je denimo upad produktivnosti dela po državah, ki lahko prav tako zmanjšajo pričakovanja glede bodočega dobička in povzročijo upad investicijske aktivnosti.

Vzorci investicij, ki sledijo različnim tukaj obravnavanim šokom, so empirično potrjeni s funkcijami impulznega odziva. Uporabljeni model je dal naslednje glavne ugotovitve: šoki negotovosti imajo vztrajno negativen vpliv grbaste oblike na delež podjetniških investicij v BDP;¹² vse šibkejše pričakovano povpraševanje in vse

⁹ Uporabljen je bayesovski panelni model vektorske avtoregresije, ki upošteva heterogenost med državami in je ocenjen za Kanado, Japonsko, Združeno kraljestvo in ZDA. Spremenljivke zajemajo negotovost, merjeno z razpršenostjo pričakovanih profesionalnih napovedovalcev glede rasti; pogoje financiranja, pri čemer indeksi pogojev financiranja temeljijo na kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih merah ter cenah lastniških vrednostnih papirjev; pričakovano rast; gibanje cen. Strukturni šoki se ugotavljajo s pomočjo omejitev glede na časovnost, predznak in jakost vplivanja učinka.

¹⁰ Ker med negotovostjo in finančnimi spremenljivkami obstaja visoka korelacija, se za ugotavljanje strukturno pomembnih šokov uporabljajo relativne omejitve glede na jakost učinka.

¹¹ Za podrobnejšo analizo vplivov na podjetniške investicije v zvezi z ZDA glej Bloom, N., »The impact of uncertainty shocks«, *Econometrica*, letnik 77, 2009.

¹² Empirične ugotovitve se skladajo z razpoložljivimi ocenami za posamezne države in ekonomsko teorijo.

večje omejitve pri financiranju znižujejo investicijsko potrošnjo; višja produktivnost vztrajno povečuje podjetniške investicije. Če pogledamo različne države, so investicije najmočnejše pogonjale dejavniki povpraševanja, ki so predstavljali več kot polovico variance v ZDA, Združenem kraljestvu in na Japonskem, v Kanadi pa samo okoli 40% (po 16 četrtletjih). V vlogi druge najpomembnejše determinante so dejavniki ponudbe (v ZDA in Združenem kraljestvu), negotovost (Kanada) in dejavniki financiranja (Japonska).

Med veliko recesijo so bili glavno gonilo upadanja podjetniških investicij v vzorcu analiziranih držav neugodni dejavniki povpraševanja, v času po krizi pa so bila gibanja po različnih državah bolj heterogena (glej graf B).¹³ Delež

investicij v ZDA je svoj trend ponovno dosegel leta 2012, pozneje pa se je gibal okoli te ravni. Model kaže, da so k okrevanju prispevali manj negativno povpraševanje, vse manjša negotovost in ugodni pogoji financiranja. A leta 2015 so se investicije spet zmanjšale, kar gre deloma pripisati padcu cen nafte in njegovemu močnemu učinku na investicije v ameriški proizvodnji nafte iz skrilavcev. Na Japonskem je bilo okrevanje predvsem posledica bolj pozitivnih pogojev financiranja, povezanih s popuščanjem denarne politike, in manj negativnih pričakovanj glede povpraševanja. Drugače je bilo v Kanadi, kjer se je delež investicij v BDP popravil kmalu po veliki recesiji in do druge polovice leta 2014 že presegel trendno raven. Model kaže, da so podjetniške investicije spodbudili pozitivni obeti glede povpraševanja, nizka negotovost in ugodni pogoji financiranja, ki jih podpira tudi dinamično gibanje cen primarnih surovin. Padec cen primarnih surovin v letu 2015 je povzročil oster upad podjetniških investicij, ki so ga pozneje poudarili še povečana negotovost in bolj zaostreni pogoji financiranja. V nasprotju s tem je delež investicij v BDP v Združenem kraljestvu večinoma ostal pod dolgoročno ravni. Model kaže, da negativni šok na strani ponudbe in na strani povpraševanja več kot odtehta ugodne pogoje financiranja in podporo, ki jo ponuja okolje manjše negotovosti. V zadnjem času, natančneje v drugi polovici leta 2016, se je delež investicij znižal zaradi povečanja negotovosti, ki je sledilo izidu britanskega referendumu o članstvu v Evropski uniji. Na začetku leta 2017 so bili deleži investicij okoli trendne ravni v ZDA in Združenem kraljestvu, nad trendom na Japonskem, v Kanadi pa je bila investicijska vrzel negativna.

Če analizo razširimo še na euroobmočje, se potrdi vloga dejavnikov povpraševanja kot glavnega gonila upadanja podjetniških investicij v času po finančni krizi. A položaj v euroobmočju se od drugih visoko razvitih gospodarstev

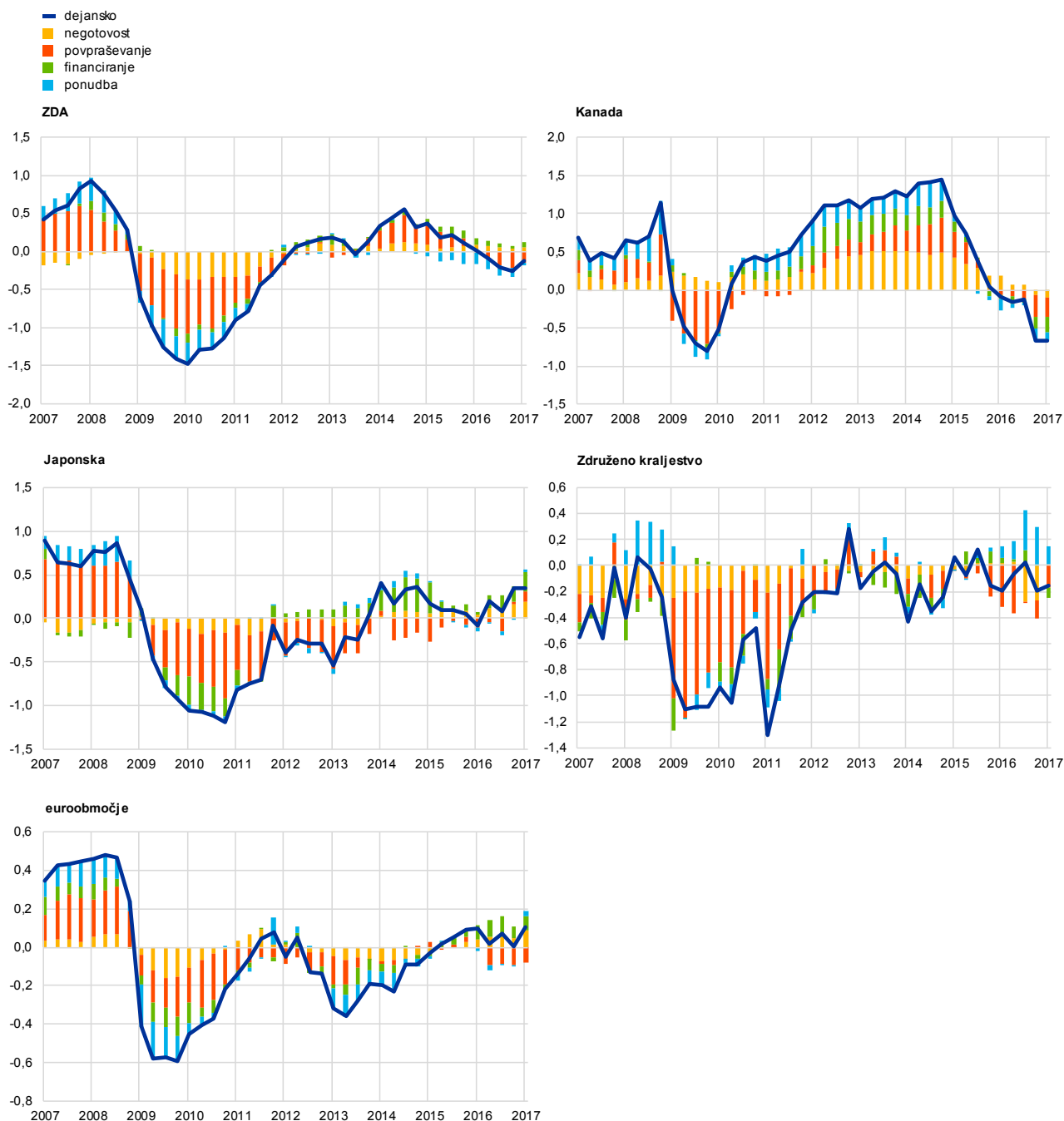
razlikuje po tem, da se je proces okrevanja deleža investicij zaustavil, ko se je okrepila državna dolžniška kriza. To je privedlo do ponovnih negativnih in vztrajnih šokov na strani povpraševanja, ki so skupaj z negativno gospodarsko negotovostjo in finančnimi šoki trajali do začetka leta 2015. V začetku leta 2017 je delež investicij v BDP v euroobmočju že dosegel raven, ki je rahlo nad trendno ravni, kar gre pripisati ugodnim pogojem financiranja in manjši negotovosti.

¹³ Različna merila negotovosti (negotovost glede ekonomskih politik), dejavniki povpraševanja in dejavniki financiranja (vključno z anketnimi kazalniki in s kazalniki aktivnosti) ter cenovna merila (cene pri proizvajalcih) ne vplivajo na rezultate.

Graf B

Zgodovinska razčlenitev deleža investicij v BDP

(odstotek in prispevki; odklon od trenda; četrtletni podatki)



Vir: izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2017.

V prihodnje bi morale splošno izboljšanje zaupanja podjetij, zabeleženo v zadnjih nekaj mesecih, skupaj z bolj pozitivnimi obeti za svetovno gospodarstvo podpreti okrevanje podjetniških investicij v visoko razvitih gospodarstvih. Tudi kazalniki, s katerimi merimo negotovost, kot je denimo razpršenost pričakovanj profesionalnih napovedovalcev, se že od začetka leta 2017

nižajo. Poleg tega je pričakovati, da bo tudi stabilizacija cen primarnih surovin spodbudila države proizvajalke primarnih surovin k ponovnemu investiranju.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 3. maja do 25. julija 2017

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017, ki sta trajali od 3. maja do 13. junija 2017 oziroma od 14. junija do 25. julija 2017. V obravnavanih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%.

Hkrati je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v povprečnem ciljnim znesku 60 milijard EUR na mesec.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.168,7 milijarde EUR, kar je za 82,5 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo skoraj izključno posledica rasti neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 80,6 milijarde EUR na rekordnih 1.046,3 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve povečale le malenkostno, in sicer za 2 milijardi EUR na 122,5 milijarde EUR.

Rast skupnih avtonomnih dejavnikov je bila v glavnem posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti. K povečanju so največ prispevale vloge države, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 25,6 milijarde EUR na 196,7 milijarde EUR. Povečali so se tudi drugi avtonomni dejavniki, in sicer v povprečju za 22,5 milijarde EUR na 720,5 milijarde EUR. Povpraševanje po bankovcih se je v povprečju povečalo za 16,6 milijarde EUR na 1.131,2 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem dodatno, sezonsko povpraševanje v poletnem obdobju.

Poleg tega so se v obravnavanem obdobju avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti zmanjšali zaradi vztrajnega zmanjševanja neto aktive v eurih in rahlega povečanja neto tuje aktive. Povprečna vrednost neto aktive v eurih se je od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 15,4 milijarde EUR na 332,4 milijarde EUR predvsem zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za denarno politiko. Poleg tega so se povečale obveznosti nacionalnih centralnih bank do tujih uradnih institucij, s čimer se je neto učinek tega avtonomnega dejavnika pri povečevanju likvidnosti dodatno zmanjšal. Povprečna neto tuja aktiva se je malenkostno zmanjšala za 0,5 milijarde EUR na 670 milijard EUR.

Tabela

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

	3. maj 2017 do 25. julij 2017	25. januar 2017 do 2. maj 2017	4. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			3. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)							
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.048,3	(+64,6)	1.983,7	2.071,6	(+46,6)	2.025,0	(+10,2)
Bankovci v obtoku	1.131,2	(+16,6)	1.114,6	1.136,3	(+10,3)	1.126,0	(+7,7)
Vloge države	196,7	(+25,6)	171,1	229,8	(+66,2)	163,6	(-18,3)
Drugi avtonomni dejavniki	720,5	(+22,5)	698,0	705,5	(-29,9)	735,4	(+20,8)
Tekoči računi	1.174,0	(+153,0)	1.021,0	1.169,2	(-9,5)	1.178,7	(+97,6)
Instrumenti denarne politike	717,0	(+81,9)	635,1	717,9	(+1,9)	716,0	(+45,4)
Obvezne rezerve	122,5	(+2,0)	120,5	122,6	+0,3	122,3	(+1,7)
Odporna ponudba mejnega depozita	594,5	(+79,9)	514,6	595,3	(+1,6)	593,7	(+43,8)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)							
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.002,4	(-15,9)	1.018,3	983,3	(-38,2)	1.021,5	(+6,7)
Neto tuja aktiva	670,0	(-0,5)	670,5	656,9	(-26,2)	683,1	(+4,5)
Neto aktiva v eurih	332,4	(-15,4)	347,8	326,4	(-11,9)	338,4	(+2,2)
Instrumenti denarne politike	2.814,7	(+313,4)	2.501,3	2.853,1	(+76,8)	2.776,3	(+144,8)
Operacije odprtega trga	2.814,5	(+313,5)	2.501,0	2.852,9	(+76,8)	2.776,1	(+144,9)
Avkcijski postopki	779,0	(+124,4)	654,6	776,8	(-4,3)	781,1	(+55,2)
Operacije glavnega refinanciranja	11,5	(-12,2)	23,8	9,4	(-4,3)	13,7	(-4,8)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	6,1	(-2,1)	8,2	6,7	(+1,2)	5,5	(-1,9)
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	21,1	(-11,4)	32,5	20,5	(-1,2)	21,7	(-4,8)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	740,2	(+150,1)	590,1	740,2	(+0,0)	740,2	(+66,7)
Dokončni portfelji	2.035,5	(+189,1)	1.846,4	2.076,1	(+81,1)	1.995,0	(+89,7)
Prvi program nakupa kritih obveznic	8,0	(-2,3)	10,3	7,7	(-0,6)	8,3	(-1,3)
Drugi program nakupa kritih obveznic	5,5	(-0,9)	6,4	5,3	(-0,4)	5,7	(-0,3)
Tretji program nakupa kritih obveznic	221,3	(+8,1)	213,3	223,3	(+3,9)	219,4	(+4,1)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	98,3	(-1,2)	99,5	98,2	(-0,2)	98,4	(-0,8)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	24,0	(+0,2)	23,8	24,2	(+0,5)	23,7	(-0,4)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	1.585,6	(+163,6)	1.422,0	1.619,7	(+68,1)	1.551,5	(+78,0)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sekt.	92,8	(+21,7)	71,1	97,7	(+9,8)	87,9	(+10,4)
Mejno posojilo	0,2	(-0,1)	0,3	0,2	(+0,0)	0,2	(-0,1)
Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)							
Agregatne likvidnostne potrebe	1.168,7	(+82,5)	1.086,2	1.211,3	(+85,0)	1.126,2	(+5,1)
Avtonomni dejavniki ¹	1.046,3	(+80,6)	965,7	1.088,6	(+84,7)	1.003,9	(+3,5)
Presežna likvidnost	1.645,8	(+231,0)	1.414,8	1.641,6	(-8,3)	1.649,9	(+139,8)
Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)							
Operacije glavnega refinanciranja	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Mejno posojilo	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega depozita	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EONIA	-0,358	(-0,004)	-0,354	-0,359	(-0,002)	-0,357	(-0,002)

Vir: ECB.

Opombe: Ker so vse številke v tabeli zaokrožene, v nekaterih primerih številka, ki kaže spremembo glede na prejšnje obdobje, ne predstavlja razlike med zaokroženimi številkami za ti dve obdobji (razlika za 0,1 milijarde EUR).

1) Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

Volatilitnost avtonomnih dejavnikov je bila še vedno velika in večinoma nespremenjena od prejšnjega obravnavanega obdobja. Volatilitnost je bila predvsem posledica nihanj vlog države in neto aktive v eurih.

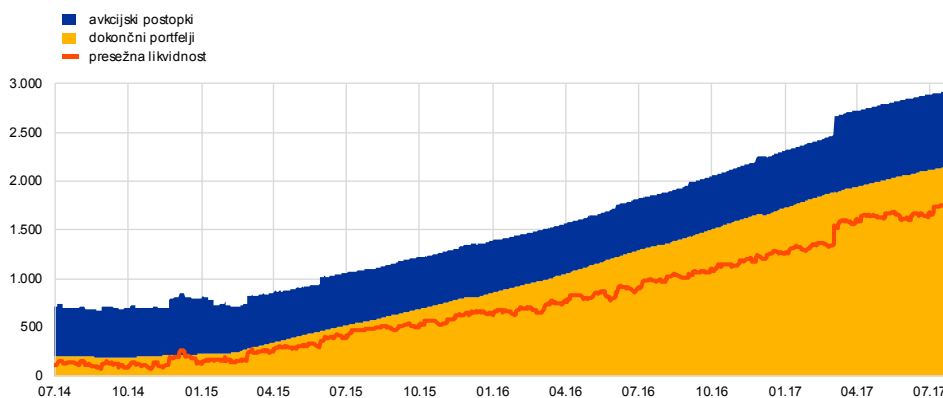
Zagotavljanje likvidnosti z operacijami odprtega trga

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga (tj. avkcijskimi postopki in dokončnimi nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 313,5 milijarde EUR na 2.814,5 milijarde EUR (glej graf). Povečanje je bilo večinoma posledica programa nakupa vrednostnih papirjev in četrte ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja iz druge serije ciljno usmerjenih operacij (CUODR-II), v kateri je bilo 29. marca 2017 dodeljenih 233,4 milijarde EUR.

Graf

Operacije odprtega trga in presežna likvidnost

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je povečal za 124,4 milijarde EUR na 779 milijard EUR. K povečanju je prispevala predvsem likvidnost, zagotovljena s četrto operacijo iz serije CUODR-II, kar se nasprotno kot v prejšnjem obravnavanem obdobju v celoti odraža v povprečnih likvidnostnih razmerah obravnavanega obdobja. Stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja se je v povprečju povečalo za 138,7 milijarde EUR, kar je posledica neto poravnave četrte operacije iz serije CUODR-II in prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz operacij v seriji CUODR-I. Povprečna likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, se je zmanjšala za 12,2 milijarde EUR oziroma za 2,1 milijarde EUR.

Ob nadaljnjem izvajanju nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi dokončnimi portfelji denarne politike, povečal za 189,1 milijarde EUR na 2.035,5 milijarde EUR. Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic,

programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, se je v povprečju povečala za 163,6 milijarde EUR, za 8,1 milijarde EUR, za 0,2 milijarde EUR oziroma za 21,7 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic je znašalo 4,4 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju v primerjavi s prejšnjim obdobjem povečala za 231 milijard EUR na 1.645,8 milijarde EUR (glej graf). Kot rečeno, je to povečanje predvsem posledica likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev v višini 60 milijard EUR na mesec, in dodelitve 233,4 milijarde EUR v četrti operaciji iz serije CUODR-II, kar so nekoliko odtehtale povečane likvidnostne potrebe zaradi avtonomnih dejavnikov. Če se osredotočimo samo na obravnavano obdobje, je iz podrobnejše analize razvidno, da se je presežna likvidnost v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povečala za 139,8 milijarde EUR zaradi likvidnosti, zagotovljene s četrto operacijo iz serije CUODR-II in z nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Vendar pa se je v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv nekoliko zmanjšala, in sicer za 8,3 milijarde EUR, saj sta likvidnost, zagotovljena z nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, več kot izravnava povečanje umikanja likvidnosti zaradi avtonomnih dejavnikov ter zmanjšanje uporabe operacij glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, kot je bilo že omenjeno.

Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 153 milijard EUR na 1.174 milijarde EUR, medtem ko se je povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita povečala za 79,9 milijarde EUR na 594,5 milijarde EUR.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere denarnega trga čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, pri košaricah posebnega zavarovanja v zavarovanih segmentih pa so bile nekatere obrestne mere še nižje. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala $-0,358\%$, tako da je bila malenkostno nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju ($-0,354\%$). EONIA se je gibala v relativno ozkem razponu med najvišjo vrednostjo na ravni $-0,331\%$ pred binkoštnim ponedeljkom na začetku junija 2017 in rekordno nizko vrednostjo $-0,373\%$ takoj zatem. Poleg tega so se na zavarovanem trgu povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev glede na prejšnje obravnavano obdobje rahlo znižale za 0,001 odstotne točke na $-0,433\%$, pri razširjeni košarici pa so se zvišale za 0,002 odstotne točke na $-0,401\%$.

Znižanje glavnih repo obrestnih mer ob koncu četrtega, zabeleženo v juniju 2017, je bilo v primerjavi znižanjem ob koncu leta 2016 in ob koncu četrtega, zabeleženim v marcu 2017, razmeroma skromno. Iz tega je mogoče sklepati, da so tržni udeleženci začeli finančno premoženje za zavarovanje terjatev upravljati učinkoviteje. Poleg tega to odraža tudi pozitivne učinke, ki jih prinaša možnost denarnega zavarovanja pri posojanju vrednostnih papirjev iz programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

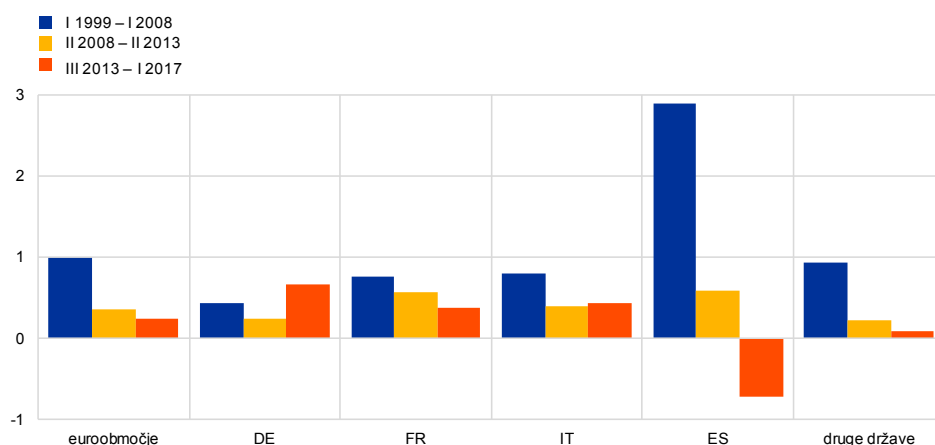
Novejša gibanja na področju ponudbe dela v euroobmočju

Gibanja na področju ponudbe delovne sile so pomembno gonilo gospodarskega okrevanja in dolgoročneje rasti. S strukturnega vidika lahko ponudba delovne sile precej prispeva k potencialni rasti, s cikličnega vidika pa neposredno vpliva na zaposlenost in brezposelnost. Poleg tega ni pomembna le velikost delovne sile, temveč tudi njena sestava. Ponudba delovne sile v euroobmočju se že dlje časa povečuje. Povečevala se je tudi med nedavnim okrevanjem, vendar se je stopnja rasti v primerjavi s predkriznim in kriznim obdobjem umirila (glej graf A). V tem okvirju so obravnavani dejavniki, ki so vplivali na povečevanje ponudbe delovne sile med gospodarskim okrevanjem in na umiritev stopnje rasti, ter spremembe v njeni sestavi.

Graf A

Povprečna stopnja rasti delovne sile v euroobmočju in največjih državah euroobmočja

(povprečna medletna stopnja rasti v odstotkih)



Viri: Eurostat, nacionalni računi in kratkoročni statistični podatki.

Opomba: Delovna sila je opredeljena kot seštevek zaposlenih, merjenih na podlagi nacionalnih računov, in števila brezposelnih.

Čeprav se ponudba delovne sile v euroobmočju še naprej povečuje, se je v zadnjem desetletju njena rast umirila. Takoj po veliki recesiji se je povprečna stopnja rasti delovne sile v vseh največjih državah euroobmočja umirila v primerjavi s predkriznim obdobjem. Umirjanje se je nadaljevalo tudi v obdobju okrevanja (od tretjega četrtletja 2013 do prvega četrtletja 2017), pri čemer je bila pomembna izjema Nemčija, kjer se je stopnja rasti delovne sile zviševala in je zdaj višja kot pred krizo. Umiritev dinamike rasti delovne sile je bila najizrazitejša v Španiji, kar je mogoče pripisati predvsem učinku spreminjajočih se migracijskih tokov. Pred krizo je prihajalo do precejšnjih neto migracijskih tokov v Španijo, ki so se, potem ko se je v tej državi močno povišala stopnja brezposelnosti, obrnili. To je močno negativno vplivalo na delovno sposobno prebivalstvo in ponudbo delovne sile v Španiji, odrazilo pa se je tudi v gibanjih na področju ponudbe delovne sile v euroobmočju. Vendar pa je v euroobmočju kot celoti priseljevanje med okrevanjem močno pozitivno prispevalo h gibanju obsega delovno sposobnega prebivalstva v državah euroobmočja, predvsem zaradi pritoka delavcev iz novih držav članic EU. Po drugi strani je verjetno, da je to

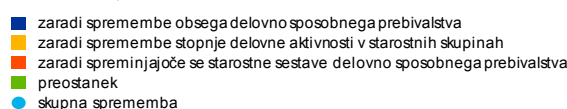
pomembno vplivalo tudi na delovno silo v euroobmočju, zlasti v Nemčiji in Italiji, pa tudi v nekaterih manjših gospodarstvih euroobmočja.

Od začetka okrevanja k povečevanju obsega delovne sile zelo pomembno prispeva zviševanje stopnje delovne aktivnosti (glej graf B). Spremembo obsega delovne sile je mogoče razčleniti na prispevke sprememb obsega delovno sposobnega prebivalstva (15–64 let) na eni strani in sprememb stopnje delovne aktivnosti na drugi. Upočasnitev rasti ponudbe delovne sile glede na predkrizno obdobje je posledica umiritve rasti obsega delovno sposobnega prebivalstva in stopnje delovne aktivnosti, čeprav je bil prispevek obeh komponent med okrevanjem še vedno pozitiven, pri čemer je vse višja stopnja delovne aktivnosti k rasti delovne sile prispevala največ.

Graf B

Razčlenitev kumulativne spremembe obsega delovne sile od drugega četrletja 2013

(v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat, anketa o delovni sili.

Opombe: Starostna skupina 15–64 let. Nedesezonirani podatki. Spremembo obsega delovne sile je mogoče razčleniti na spremembo obsega delovno sposobnega prebivalstva in spremembo stopnje delovne aktivnosti. To je mogoče nadalje razčleniti na gibanje relativne velikosti starostnih skupin prebivalstva in spremembo stopnje delovne aktivnosti v različnih starostnih skupinah. Za izračune so uporabljene petletne starostne skupine. Preostanek vključuje druge spremembe v sestavi, na primer po spolu.

Delovna sila v euroobmočju se stara in vse več ljudi ostaja ekonomsko aktivnih tudi v poznejšem obdobju svojega življenja. Med okrevanjem se je po daljšem trendu naraščanja delež oseb, starih od 50 do 64 let, v delovni sili v starosti od 15 do 64 let povečal s 30% na 32%.¹⁴ Ker je stopnja delovne aktivnosti te starostne skupine običajno razmeroma nizka, bi bilo mogoče pričakovati, da se bo zaradi naraščanja deleža te starostne skupine v prebivalstvu skupna stopnja delovne aktivnosti znižala. Vendar pa se je stopnja delovne aktivnosti prebivalstva, starega od 50 do 64 let, v zadnjih štirih letih zvišala (med drugim četrletjem 2013 in prvim četrletjem 2017 se je v starostni skupini od 50 do 54 let zvišala za 0,7 odstotne točke, v starostni skupini od 55 do 59 let za 3,8 odstotne točke in v starostni skupini

¹⁴ Trendno naraščanje deleža starejših generacij je posledica dejstva, da so te starostne kategorije dosegli pripadniki povojne generacije »baby boom«, delež mlajših generacij pa se je zmanjšal. Glej »Population structure and ageing«, *Eurostat Statistics Explained*, Eurostat, junij 2017, dostopno na <http://ec.europa.eu/eurostat>.

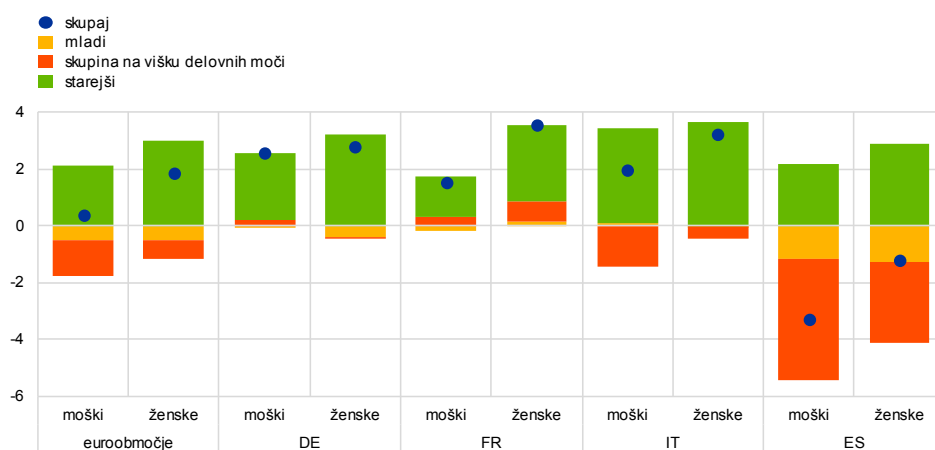
od 60 do 64 let za 7,6 odstotne točke), k čemur so prispevali dvig upokojitvene starosti v večini držav in drugi dejavniki, denimo zviševanje stopnje izobrazbe prebivalstva (kar je podrobneje obravnavano v nadaljevanju). To vpliva na zviševanje skupne stopnje delovne aktivnosti, s čimer se deloma izniči negativen vpliv spreminjajoče se starostne sestave (glej rdeči del stolpcev v grafu B). Poleg tega je k zvišanju skupne stopnje delovne aktivnosti prispevalo tudi zmanjšanje deleža prebivalstva, starega od 15 do 24 let, saj je stopnja delovne aktivnosti te starostne skupine običajno relativno nizka. Vendar pa je pozitiven učinek na sestavo deloma izravnalo zniževanje stopnje delovne aktivnosti te skupine od leta 2008.

Ob nadaljevanju dolgoročnega trenda je na povečevanje obsega delovne sile med gospodarskim okrevanjem spodbudno vplivala stopnja delovne aktivnosti žensk. Čeprav je naraščanje deleža starejših starostnih skupin značilno za oba spola, je bila rast stopnje delovne aktivnosti žensk med okrevanjem večja, manj pa se je zmanjšal delež žensk na višku delovnih moči (glej graf C). Zviševanje stopnje delovne aktivnosti žensk in dejstvo, da se delež aktivnega prebivalstva med ženskami razlikuje od deleža aktivnega prebivalstva med moškimi, sta večinoma posledica različnih gibanj v stopnji izobrazbe moških in žensk. Delež žensk s terciarno izobrazbo med delovno sposobnimi ženskami je večji od deleža moških med delovno sposobnimi moškimi.¹⁵ Poleg tega v zadnjem desetletju narašča hitreje tako v skupini na višku delovnih moči kot tudi v skupini starejših ter pomembno prispeva k zviševanju stopnje delovne aktivnosti žensk.¹⁶

Graf C

Razčlenitev kumulativne spremembe obsega delovne sile po spolu in starosti v euroobmočju in največjih državah euroobmočja med gospodarskim okrevanjem (od drugega četrtletja 2013 do prvega četrtletja 2017)

(v odstotkih delovne sile v drugem četrtletju 2013)



Vir: anketa o delovni sili.

Opombi: Mladi: 15–24 let; skupina na višku delovnih moči: 25–54 let, starejši: 55–64 let. Nedesezonirani podatki.

¹⁵ Med delovno sposobnim prebivalstvom je delež žensk s terciarno izobrazbo manjši od deleža moških s terciarno izobrazbo le v skupini starejših (55–64 let), vendar se razlika v primerjavi z moškimi v zadnjem desetletju občutno zmanjšuje.

¹⁶ Glej Thévenon, O., »Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD«, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, št. 145, OECD, 2013, dostopno na <http://www.oecd-ilibrary.org>.

Ciklični učinki so prispevali k temu, da se je stopnja delovne aktivnosti moških in žensk na višku delovnih moči gibala različno.

Stopnja delovne aktivnosti moških na višku delovnih moči se od začetka krize znižuje, k čemur verjetno prispeva ciklično zmanjševanje zaposlenosti v sektorjih in na delovnih mestih, kjer navadno prevladujejo moški (in sicer v gradbeništvu in na področju nizko kvalificiranih fizičnih del).¹⁷ Nedavna umiritev tega zniževanja med okrevanjem je posledica izboljševanja razmer na trgu dela v teh sektorjih. Hkrati je na stopnjo delovne aktivnosti žensk v gospodarskem ciklu verjetno vplival učinek »dodanega delavca«, tj. da ženske ponavadi vstopijo na trg dela, ko njihovi moški partnerji izgubijo zaposlitev ali prenehajo biti delovno aktivni. Učinek »dodanega delavca« je morda postal še posebno pomemben zaradi močnega vpliva krize na prihodke (in premoženje), zato je verjetno prispeval k temu, da se je v več državah euroobmočja stopnja delovne aktivnosti žensk med krizo zvišala.¹⁸ V zadnjem času stopnja delovne aktivnosti žensk na višku delovnih moči med okrevanjem narašča počasneje kot prej, kar je morda spet posledica dejstva, da se s povečevanjem zaposlenosti moških zmanjšuje potreba, da bi ženske vstopile na trg dela le zaradi vzdrževanja družinskih prihodkov.

Spreminja se tudi sestava delovne sile glede na kvalificiranost, kar je mogoče pripisati strukturnim silam.

Med okrevanjem je v ponudbi delovne sile prevladovala visoko kvalificirana delovna sila. V ponudbi delovne sile se kaže jasen dolgoročnejši trend v smeri povečevanja števila visoko kvalificiranih kadrov, medtem ko se število oseb, ki imajo le primarno izobrazbo ali manj, od drugega četrtertletja 2013 zmanjšuje. Število srednje kvalificiranih oseb se zaradi povečevanja ponudbe srednje kvalificirane delovne sile v starejših starostnih kategorijah in zaradi zmanjševanja ponudbe v skupini na višku delovnih moči povečuje le zmerno (glej graf D). K vsem tem spremembam prispevajo predvsem spremembe v sestavi prebivalstva glede na stopnjo izobrazbe.

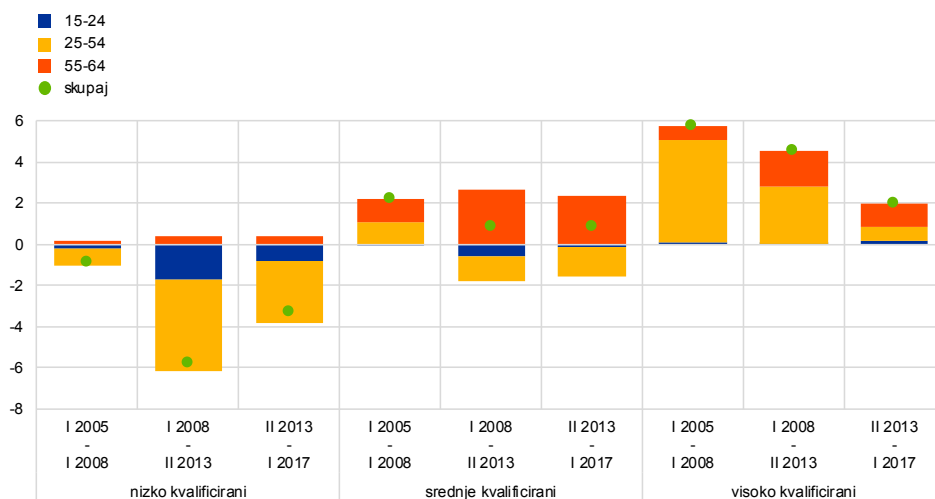
¹⁷ Glej Black, S., Furman, J., Rackstraw, E., in Rao, N., »The long-term decline in US prime-age male labour force participation«, VOX, CEPR's Policy Portal, Centre for Economic Policy Research, 2016, dostopno na <http://voxeu.org>. V tem članku so pojasnjeni razlogi za upadanje stopnje delovne aktivnosti moških na višku delovnih moči v ZDA. Podobni dejavniki so verjetno prisotni v euroobmočju. Med največjimi državami euroobmočja se je stopnja delovne aktivnosti moških na višku delovnih moči med krizo najbolj znižala v Italiji, nekoliko pa se je umirila tudi v Nemčiji in Franciji (v zadnji še pred krizo).

¹⁸ Učinek »dodanega delavca« v evropskih državah je podrobno obravnavan v Riedl, A. in Schoiswohl, F., »Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis«, *Focus on European Economic Integration*, št. Q4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

Graf D

Razčlenitev spremembe obsega delovne sile v euroobmočju pred krizo in med njo ter med okrevanjem po starosti in stopnji izobrazbe

(v milijonih oseb)



Vir: anketa o delovni sili.

Opombe: Starostna skupina 15–64 let. Nizko kvalificirani: manj kot primarna, primarna in nižja sekundarna izobrazba (ravni 0–2); srednje kvalificirani: višja sekundarna in posekundarna in terciarna izobrazba (ravni 3 in 4); visoko kvalificirani: terciarna izobrazba. Nedesezonirani podatki.

Na splošno se je kljub umiritvi rasti ponudba delovne sile med okrevanjem še naprej povečevala, k čemur so prispevali predvsem trenutni strukturni dejavniki.

Na nedavno povečevanje ponudbe delovne sile je kot najpomembnejši posamezni dejavnik vplivalo zvišanje stopnje delovne aktivnosti starejših generacij, pozitivno pa je prispevala tudi višja stopnja delovne aktivnosti žensk. V nasprotju s tem sta spreminjajoča se starostna sestava delovne sile ter upadanje stopnje delovne aktivnosti moških na višku delovnih moči in mladih k ponudbi dela prispevala negativno. Na povečevanje obsega delovne sile je spodbudno vplivalo tudi povečevanje števila visoko kvalificiranih kadrov, medtem ko se je ponudba nizko kvalificirane delovne sile zmanjšala. Ta gibanja sledijo dolgoročnejšim trendom, vpliv gospodarskega cikla na ponudbo dela pa je bil manjši. Vse večji prispevek starejših starostnih skupin, žensk in visoko kvalificiranih kadrov k ponudbi dela se kaže tudi v spreminjajoči se sestavi zaposlenosti. Hkrati bi bilo mogoče z ustreznimi politikami povečati ponudbo dela, med drugim tudi zaradi razlik v stopnjah delovne aktivnosti med državami euroobmočja. Take politike bi lahko med drugim zadevale večjo fleksibilnost pri ureditvi delovnega časa, davčne sisteme, ki spodbujajo delovno aktivnost prejemnikov drugega dohodka v gospodinjstvu, razpoložljivost kakovostnega in cenovno dostopnega varstva otrok ter možnosti usposabljanja in prekvalifikacije glede na potrebe trga dela.

4 Zmanjševanje brezposelnosti z vidika preteklih gibanj

V tem okvirju so z vidika preteklih gibanj predstavljene makroekonomske in strukturne razmere, ki so vplivale na veliko zmanjšanje brezposelnosti.

Preučevani vzorec zajema vse države OECD v zadnjih 35 letih. S primerjavo zgodovinskih izkušenj in sedanjega okrevanja, ki ustvarja številna nova delovna mesta v euroobmočju, je mogoče priti do spoznanj, ki so lahko koristna za analizo prihodnjih gibanj brezposelnosti.

Ta okvir v skladu z obstoječo literaturo določa epizodo velikega zmanjšanja brezposelnosti kot epizodo, ki izpolnjuje tri pogoje: 1) stopnja brezposelnosti se v treh letih po doseženi najvišji stopnji zniža za najmanj 3 odstotne točke; 2) stopnja brezposelnosti se v treh letih zniža vsaj za 25% začetne stopnje brezposelnosti; 3) stopnja brezposelnosti po petih letih ostane pod ravno na začetku epizode.¹⁹

Če se ti trije pogoji uporabijo pri državah Evropske unije (EU) in drugih državah OECD za obdobje 1980–2015, je mogoče opredeliti 25 epizod z velikim zmanjšanjem brezposelnosti. V teh 25 epizodah je začetna stopnja brezposelnosti v povprečju znašala 13,4%; po treh letih je padla za 4,5 odstotne točke, kar je predstavljalo 35% začetne stopnje brezposelnosti; po petih letih pa se je stopnja brezposelnosti skoraj razpolovila (glej tabelo). V državah euroobmočja se je večina teh epizod začela sredi 1990-ih let.²⁰ V prvi polovici 1990-ih let je stopnja brezposelnosti dosegla zgodovinsko visoke ravni, Evropa pa je doživljala rast brez novih delovnih mest. Obdobje od druge polovice 1990-ih let do začetka novega tisočletja je sovpadlo z največjo intenzivnostjo reform na trgu dela in proizvodov. Povečanje zagona reform sta poleg visoke stopnje brezposelnosti po vsej verjetnosti spodbudila tudi uvedba eura in proces integracije EU.²¹

Zdi se, da zgoraj navedene kriterije trenutno izpolnjuje pet držav euroobmočja (glej tabelo).²² Te države so Irska, Španija, Ciper, Portugalska in Slovaška. Med drugimi državami z visoko brezposelnostjo, ki pa se trenutno zmanjšuje, so Grčija, Italija in Slovenija. Vendar pa te države še ne izpolnjujejo omenjenih treh kriterijev. Italija in Slovenija ne izpolnjujeta nobenega od treh kriterijev, medtem ko je mogoče Grčijo obravnavati kot mejni primer, saj ne izpolnjuje le drugega kriterija, tj. znižanje stopnje brezposelnosti za vsaj 25% začetne stopnje brezposelnosti po treh letih.

¹⁹ Freund, C., in Rijkers, B. sta uporabila podoben pristop v članku »Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies«, *Journal of Comparative Economics*, letnik 42, št. 4, december 2014, str. 907–923..

²⁰ Države, ki so v tem obdobju doživele epizode zmanjšanja brezposelnosti, so Irska (1993–1998), Nizozemska (1995–2000), Finska (1995–2000) in Španija (1996–2001).

²¹ Glej na primer Dias da Silva, A., Givone, A. in Sondermann, D., »When do countries implement structural reforms?«, *Working Paper Series*, št. 2078, ECB, junij 2017.

²² Ker so se trenutne epizode zmanjševanja brezposelnosti začele leta 2013, se za ocenjevanje izpolnjevanja tretjega kriterija za leti 2017 in 2018 uporabljajo napovedi Evropske komisije iz junija 2017.

Tabela

Trenutne epizode velikega zmanjševanja brezposelnosti

	Začetek epizode	Začetna stopnja brezposelnosti (v odstotkih)	Znižanje stopnje brezposelnosti po treh letih (v odstotnih točkah)	Znižanje stopnje brezposelnosti po treh letih (v odstotkih)	Znižanje stopnje brezposelnosti po petih letih (v odstotnih točkah)
Zgodovinsko povprečje	-	13,4	4,5	35%	6,2
Irska	2012	14,7	5,3	36%	8,3
<i>prejšnja epizoda</i>	1993	15,6	3,9	25%	8,1
Španija	2013	26,1	6,5	25%	10,2
<i>prejšnja epizoda</i>	1996	19,9	6,3	32%	9,3
Ciper	2014	16,1	4,4	27%	5,5*
Portugalska	2013	16,4	5,2	32%	7,2
<i>prejšnja epizoda</i>	1985	9,8	3,1	32%	4,2
Slovaška	2013	14,2	4,5	32%	6,6
<i>prejšnja epizoda</i>	2004	18,3	7,1	39%	6,2
Zaznamki:					
Grčija	2013	27,5	3,9	14%	-5,9
Italija	2014	12,7	1,2	9%	1,4*
Slovenija	2013	10,1	2,1	21%	3,8
euroobmočje	2013	12,0	2,1	17%	3,2

Vir: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Evropske komisije.

Opombi: * Podatki do štirih let od začetka zmanjševanja brezposelnosti. Zgodovinsko povprečje se nanaša na navadno povprečje 25 epizod, opredeljenih v 41 državah EU in OECD med letoma 1980 in 2010.

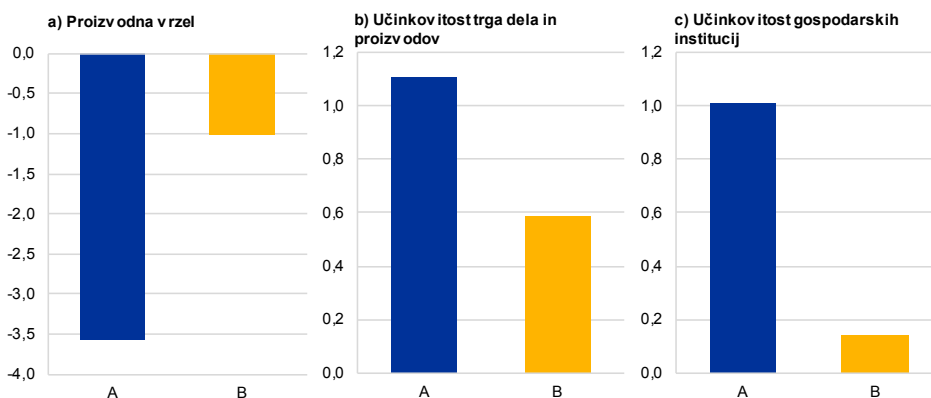
Na začetku epizod velikega zmanjševanja brezposelnosti so bile makroekonomske in strukturne razmere precej drugačne kot tiste, kjer takega zmanjšanja brezposelnosti ni bilo. Graf A primerja makroekonomske in strukturne značilnosti 25 epizod velikega zmanjšanja brezposelnosti s tistimi v skupini držav, ki take epizode niso doživele, ne glede na to, da je bila v zadnji skupini stopnja brezposelnosti vsaj tako visoka kot povprečna stopnja brezposelnosti prve skupine na začetku epizode.

Na splošno se epizoda velikega zmanjšanja brezposelnosti pojavi ob visoki stopnji neizkoriščenega gospodarskega potenciala. Iz grafa A (a) je razvidno, da imajo države z epizodo velikega zmanjšanja brezposelnosti večjo negativno proizvodno vrzel kot države, v katerih stopnja brezposelnosti ostaja visoka.

Epizode velikega zmanjšanja brezposelnosti se pojavijo ob prisotnosti učinkovitejših struktur in institucij. Pri primerjavi skupine z velikim zmanjšanjem brezposelnosti s skupino, v kateri takega zmanjšanja ni, so za slednjo značilne precej šibkejše strukture/gospodarske institucije, merjene po učinkovitosti trga proizvodov in splošni učinkovitosti gospodarskih institucij (glej grafa A(b) in (c)). To kaže, da uspešne epizode zmanjšanja brezposelnosti nastopijo, ko so strukturni pogoji, vključno s predpisi o trgu proizvodov in dela ter s splošno kakovostjo institucij, boljši.

Graf A

Primerjava makroekonomskih in strukturnih značilnosti držav z visoko stopnjo brezposelnosti, ki so beležile veliko zmanjšanje brezposelnosti (A), in držav, ki velikega zmanjšanja brezposelnosti niso imele (B)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Eurostata.

Opombe:

A se nanaša na vrednosti s povprečno stopnjo brezposelnosti nad 13%, ki ji sledi veliko zmanjšanje brezposelnosti.

B se nanaša na vrednosti s povprečno stopnjo brezposelnosti nad 13%, ki ji ne sledi veliko zmanjšanje brezposelnosti.

Mejna vrednost 13% se nanaša na povprečno stopnjo brezposelnosti na začetku epizod velikega zmanjševanja brezposelnosti (glej tabelo).

Z gibanjem ključnih makroekonomskih in strukturnih spremenljivk v preteklih epizodah zmanjšanja brezposelnosti je mogoče dodatno pojasniti vzorce zmanjšanja brezposelnosti.

Graf B prikazuje gibanje stopnje brezposelnosti, rasti BDP, sredstev za zaposlene in naravnosti reform²³ v državah, ki so doživele veliko zmanjšanje brezposelnosti v primerjavi s povprečjem vzorca.²⁴ Kaže, da se realna sredstva za zaposlene pred začetkom epizode velikega zmanjševanja brezposelnosti precej znižajo in se v treh letih po začetku epizode komaj kaj zvišajo. Rast BDP dve leti pred epizodo bistveno pade. BDP v obdobju petih let po začetku epizode velikega zmanjševanja brezposelnosti raste precej hitreje. Poleg vloge, ki jo ima gospodarski cikel, je povečanje reformnih prizadevanj povezano s poznejšim znižanjem stopnje brezposelnosti. To je razvidno iz grafa B, saj je število reform največje pred začetkom epizode zmanjšanja brezposelnosti.

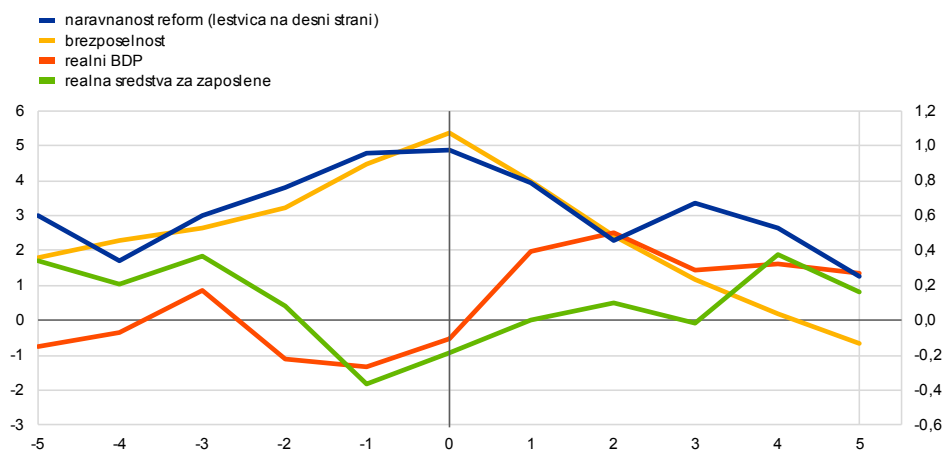
²³ Naravnost reform se izračuna na podlagi spremembe kazalnikov OECD glede zakonodaje o varnosti zaposlitve in regulacije omrežnih panog, tj. energije, prometa in komunikacij, ter merila stopnje centralizacije pogajanj o plačah, ki ga pripravlja Fraser Institute. Spremembe teh serij se uporabljajo za približno oceno reform na trgu dela in trgu proizvodov, ki bi lahko vplivale na povpraševanje po delovni sili in njeno ponudbo ter s tem na stopnjo brezposelnosti. Poudarek je na razmeroma velikih reformah, opredeljenih kot reforme, ki presegajo dva standardna odklona spremembe kazalnika pri vseh podatkih v vsaki seriji. Kazalnik naravnosti reform privzame vrednost 0, če se ne izvajajo nikakršne velike reforme, 1, če se izvaja velika reforma, 2, če se veliki reformi izvajata na dveh področjih, in 3, če se hkrati izvajajo velike reforme glede treh kazalnikov.

²⁴ Vse spremenljivke so znižane, da bi se upoštevali šoki, ki prizadenejo skupnosti (naravne nesreče, epidemije), in trendi v določenem časovnem obdobju.

Graf B

Gibanje makroekonomskih spremenljivk in naravnost reform pred epizodami velikega zmanjševanja brezposelnosti in po njih

(naravnost reform (indeks 0–3, znižana); stopnja brezposelnosti (kot odstotek delovne sile, znižana); realni BDP (medletne spremembe v odstotkih, znižan); realna sredstva za zaposlene (medletne spremembe v odstotkih, znižana))



Vir: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Evropske komisije in OECD.

Opombe: »0« označuje začetek epizode zmanjšanja brezposelnosti. Vsaka spremenljivka je znižana glede na vsakoletno povprečje vzorca. Stopnja brezposelnosti je izražena kot odstotek delovne sile. Rast BDP in gibanje realnih sredstev za zaposlene sta izražena kot medletna stopnja rasti. Naravnost reform se meri kot indeks, ki se giblje med 0 (nobenih reform) in 3, ter se zniža glede na povprečni vzorec podatkov za vsako leto. Podatki o strukturnih spremenljivkah po letu 2013 niso na voljo.

Zgornje statične in dinamične analize preteklih epizod na splošno kažejo, da so strukturni dejavniki ključni elementi za uspešno zmanjšanje brezposelnosti.

Veliko in trajno zmanjšanje brezposelnosti je potekalo ob prisotnosti ugodnejših cikličnih pogojev in odgovornih plačnih politik ter po obsežnih reformah na trgu dela in trgu proizvodov.

5 Potrebe po strukturnih reformah v euroobmočju: spoznanja iz ankete med velikimi podjetji

V tem okvirju so povzeti rezultati enkratne priložnostne ankete o strukturnih reformah v euroobmočju, ki jo je ECB izvedla med vodilnimi podjetji v euroobmočju.²⁵ Oblikovalci politik v zadnjih letih nenehno poudarjajo pomen strukturnih reform za povišanje stopnje potencialne rasti in okrepitev odpornosti gospodarstva euroobmočja.²⁶ Do zdaj pa je bilo le malo poskusov, da bi izmerili mnenje poslovne skupnosti o tej temi. Anketa je imela tri cilje: (1) pridobiti informacije o učinku nedavno izvedenih reform v euroobmočju in spoznati, kako na te reforme gledajo podjetja; (2) razumeti glavne domnevne ovire za izvajanje reform; (3) spoznati prednostne naloge reform za nadaljnje izboljšanje poslovnega okolja in trgov dela v euroobmočju ter za dokončanje enotnega evropskega trga.

Na anketo je odgovorilo okrog 55 vodilnih podjetij v euroobmočju, tj. nefinančnih družb, ki delujejo v različnih sektorjih. V anketi so večinoma sodelovala vodilna podjetja v svojem sektorju. Teh 55 podjetij skupaj predstavlja približno 1% skupne zaposlenosti v euroobmočju. Kar zadeva sektorsko sestavo, je bilo okrog 30 anketirancev večinoma dejavnih v širšem industrijskem sektorju (vključno z gradbeništvom), 25 podjetij pa je bilo iz storitvenega sektorja. Glavna dejavnost okrog dve tretjine podjetij je bila zagotavljanje izdelkov in storitev drugim podjetjem, medtem ko se je preostala tretjina podjetij večinoma ukvarjala z zagotavljanjem izdelkov in storitev potrošnikom.

Večina podjetij je v odgovorih navedla, da so nedavne strukturne reforme pozitivno vplivale na njihovo poslovanje. Pozitivne ocene so se nanašale predvsem na učinek reform trga dela. Anketiranci so izpostavili zlasti učinek reform, ki so bile leta 2012 izvedene v Španiji²⁷ in so povečale fleksibilnost tamkajšnjega trga dela.

Več kot 60% anketirancev je odgovorilo, da je bilo izvajanje reform v obdobju 2013–2016 (glej graf A) »počasno in razdrobljeno«. Po ocenah dobre četrtine anketirancev iz različnih sektorjev je bilo izvajanje »počasno, toda celovito«. Pri tem so pomembna izjema podjetja, ki so zelo dejavna v Španiji, saj so bila pri odgovoru na to vprašanje navadno bolj pozitivna. V celoti gledano je le nekaj podjetij (ki večinoma delujejo v storitvenem sektorju) menilo, da je bilo izvajanje reform »hitro«, medtem ko nobeden od anketirancev nedavnih reform ni označil kot »hitre in celovite«.

²⁵ Anketa je bila razposlana letos spomladi.

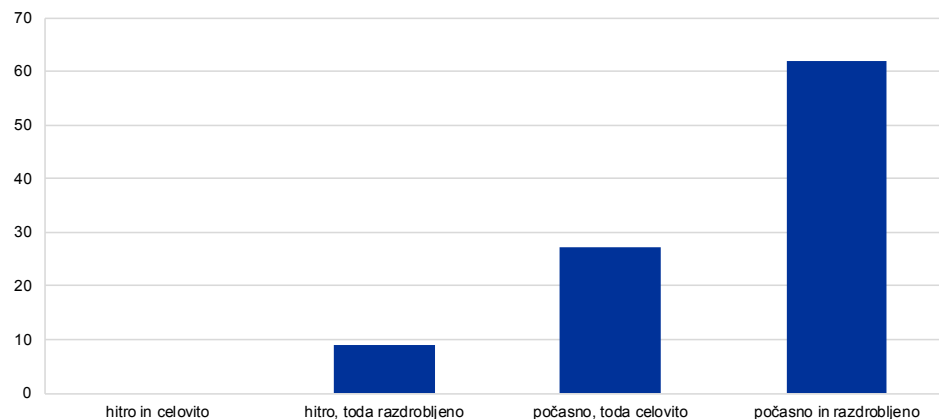
²⁶ Glej na primer: Draghi, M., »Structural Reforms, Inflation and Monetary Policy«, uvodni govor na forumu ECB o centralnem bančništvu, Sintra, 22. maj 2015; Praet, P., »The euro area economy, monetary policy and structural reforms«, opažanja na okrogli mizi družbe Observatory Group, New York, 18. november 2016.

²⁷ Kar zadeva Španijo, so po oceni približno tretjine anketirancev reforme, ki so bile izvedene od leta 2008, pozitivno vplivale na naložbe (zlasti s povečanjem deleža naložb za raziskave in razvoj, s čimer se je povečala podpora inovacijam). Hkrati je več kot 40% sodelujočih podjetij navedlo, da so reforme spodbudno vplivale na rast produktivnosti, skoraj 40% pa jih je menilo, da so prispevale k višji rasti zaposlenosti, s tem ko so zmanjšale tveganja (in stroške) zaposlovanja in prispevale k povečanju fleksibilnosti plač.

Graf A

Hitrost izvajanja reform (2013–2016)

(v odstotkih anketirancev)



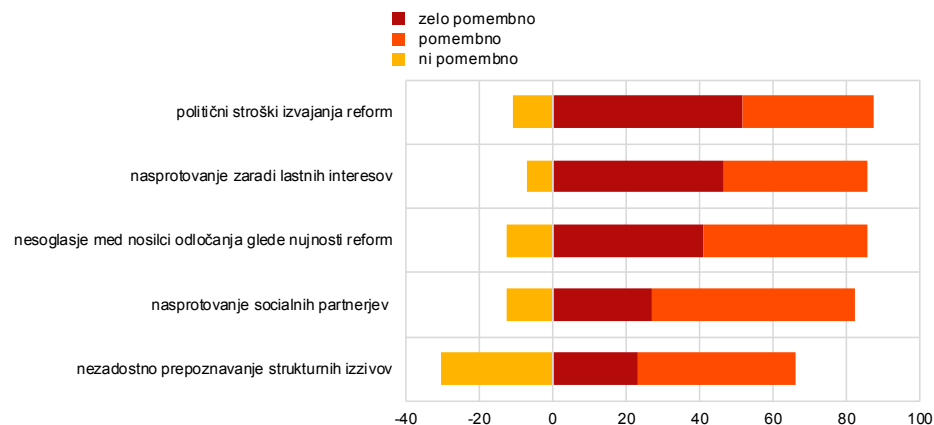
Viri: anketa ECB o strukturnih reformah in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Na podlagi odgovorov na vprašanje »Kako bi ocenili hitrost izvajanja strukturnih reform v državah euroobmočja v zadnjih treh letih?«

Graf B

Ovire pri zagonu reform

(v odstotkih anketirancev)



Viri: anketa ECB o strukturnih reformah in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Na podlagi odgovorov na vprašanje »Katere so po vašem mnenju najpomembnejše ovire za izvajanje strukturnih reform v euroobmočju?« Negativni odstotki se nanašajo na anketirance, ki so pri danih odgovorih navedli »ni pomembno«.

Anketiranci so ovire za nadaljnja reformna prizadevanja (glej graf B) videli predvsem v političnih omejitvah in nasprotovanju zaradi lastnih interesov. Le malo sodelujočih podjetij je menilo, da so reformna prizadevanja zastala zaradi pomanjkanja jasnosti glede nujnosti reform. Namesto tega je 85% podjetij menilo, da so izvajanje reform zavirali zlasti politični dejavniki. Precej anketirancev je kot oviri za reformna prizadevanja izpostavilo tudi nasprotovanje zaradi lastnih interesov in pomanjkanje soglasja med nosilci odločanja (najmanj 40% anketirancev ju je označilo kot »zelo pomembni«).

Pri odgovorih na vprašanje o trenutnih potrebah po reformah so podjetja kot najbolj pereče področje za nadaljnje ukrepanje dosledno izpostavila reforme trga dela, kot pomembne pa so označila tudi nadaljnje reforme na trgu

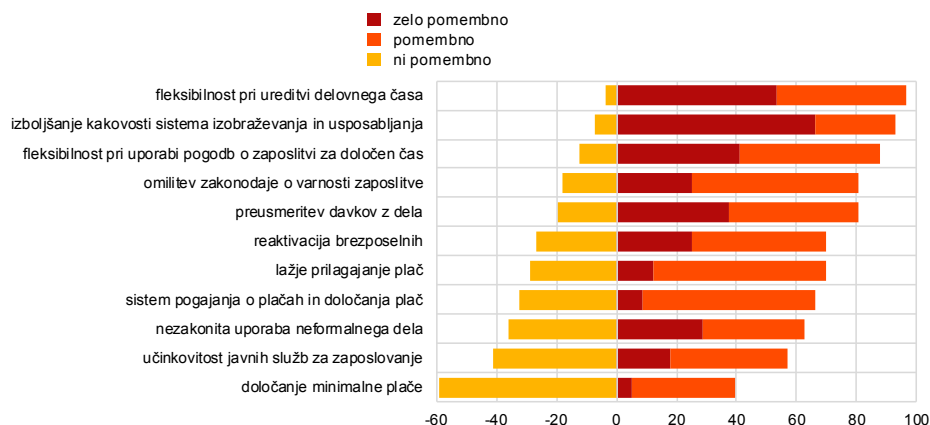
proizvodov in v širšem poslovnem okolju. Ta ugotovitev izhaja iz dejstva, da so pri standardiziranih vprašanih o potrebah po reformah na treh različnih področjih (dokončanje enotnega evropskega trga, poslovno okolje na ravni držav in trg dela) spremenljivke trga dela – ocenjene kot »pomembne« in »zelo pomembne« – vedno uvrščene višje, ter tudi iz odgovorov na bolj odprto vprašanje, pri katerem so morali anketiranci navesti reforme, ki so po njihovem mnenju najbolj nujne.²⁸

Kar zadeva trg dela (glej graf C), bi bilo po mnenju anketiranih podjetij dobro dati prednost reformam za nadaljnje povečanje fleksibilnosti delovne sile, pri čemer je najmanj 80% podjetij med štiri najpomembnejše prednostne naloge uvrstilo prizadevanja za prožnejšo ureditev delovnega časa, lažjo uporabo pogodb o zaposlitvi za določen čas in manj strogo zakonodajo o varnosti zaposlitve. Poleg tega je približno 50% anketirancev menilo, da so reforme za povečanje fleksibilnosti delovne sile dejavnik, ki verjetno daleč najbolj vpliva na rezultate poslovanja, saj naj bi pomembno prispevale k povrnitvi konkurenčnosti, poleg tega pa bi podjetjem omogočile, da se bolje odzivajo na vse večjo volatilitnost povpraševanja in spreminjajoče se vzorce povpraševanja.

Graf C

Potrebe po reformah trga dela v euroobmočju

(v odstotkih anketirancev; odgovori so razvrščeni na podlagi skupne ocene)



Viri: anketa ECB o strukturnih reformah in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Na podlagi odgovorov na vprašanje »Kako ocenjujete potrebe po reformah trga dela v euroobmočju v vašem sektorju?« Negativni odstotki se nanašajo na anketirance, ki so pri danih odgovorih navedli »ni pomembno«.

Poleg tega je reforme za izboljšanje kakovosti sistemov izobraževanja in usposabljanja izpostavilo več kot 90% podjetij.

Te naj bi bile še posebno pomembne zaradi preusmerjanja v sposobnosti z visoko intenzivnostjo znanja, v digitalizacijo ter v dolgotrajen strukturni primanjkljaj tehničnih znanj in sposobnosti. Kot pomembna področja za dodatne reforme so bila zelo pogosto omenjena tudi nadaljnja prizadevanja za preusmeritev davkov in socialnih dajatev z dela, medtem

²⁸ Rezultati so skladni z rezultati drugih anket, ki jih je med velikimi podjetji izvedla ECB, kot je razvidno v prejšnjih številkah Ekonomskega biltena. Glej zlasti okvirja z naslovom »Kaj povzroča nizke investicije v euroobmočju? Anketni odgovori velikih podjetij iz euroobmočja« (številka 8, 2015) in »Globalni proizvodni vzorci z vidika Evrope: spoznanja iz ankete med velikimi podjetji v euroobmočju« (številka 6, 2016).

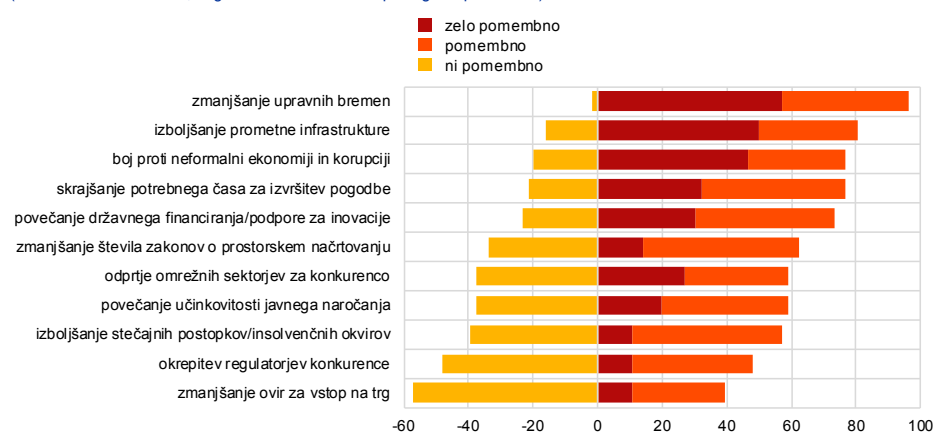
ko so bile nadaljnje reforme sistemov pogajanja o plačah in okvirov za določanje plač (vključno z minimalno plačo) izpostavljene manj pogosto.

Kar zadeva morebitne prednostne naloge reform za izboljšanje širšega poslovnega okolja (glej graf D), je prav tako več kot 90% podjetij izpostavilo prizadevanja za zmanjšanje upravnih bremen. Skoraj 60% podjetij je namreč menilo, da je nadaljnje delo na tem področju »zelo pomembno«. ²⁹ Sodelujoči v anketi so menili, da bi take reforme verjetno prispevale k zmanjšanju upravnih stroškov dobaviteljev, k preusmeritvi virov s postopkov zagotavljanja skladnosti s predpisi in k hitrejšemu odpiranju novih poslovalnic. ³⁰ Kot pomembne so bile ocenjene tudi omejitve v zvezi z omrežjem, pri čemer je okrog 80% podjetij izpostavilo potrebo po dodatnih izboljšavah prometne infrastrukture, ³¹ 60% pa pomanjkanje konkurence v omrežnih sektorjih.

Graf D

Potrebe po reformah poslovnega okolja v euroobmočju

(v odstotkih anketirancev; odgovori so razvrščeni na podlagi skupne ocene)



Viri: anketa ECB o strukturnih reformah in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Na podlagi odgovorov na vprašanje »Kako ocenjujete potrebe po strukturnih reformah v zvezi s poslovnim okoljem na ravni države v euroobmočju v vašem sektorju?«. Negativni odstotki se nanašajo na anketirance, ki so pri danih odgovorih navedli »ni pomembno«.

Izpostavljene so bile tudi potrebe po reformah v zvezi z dokončanjem enotnega trga (glej graf E).

Okrog 80% anketirancev je menilo, da so potrebne nadaljnje reforme za poenostavitev zapletenih predpisov o izdajanju dovoljenj in za zmanjšanje razlik med državami euroobmočja, po mnenju 75% anketirancev pa je še vedno potrebnih več reform za poenostavitev upravnih postopkov, ki podjetjem otežujejo poslovanje v drugih državah euroobmočja. Podjetja so menila, da je še zdaj čezmejno poslovanje na enotnem trgu precej zapleteno.

²⁹ Večji odstotek anketirancev je kot zelo pomembne označil le še reforme za izboljšanje kakovosti sistemov izobraževanja in usposabljanja.

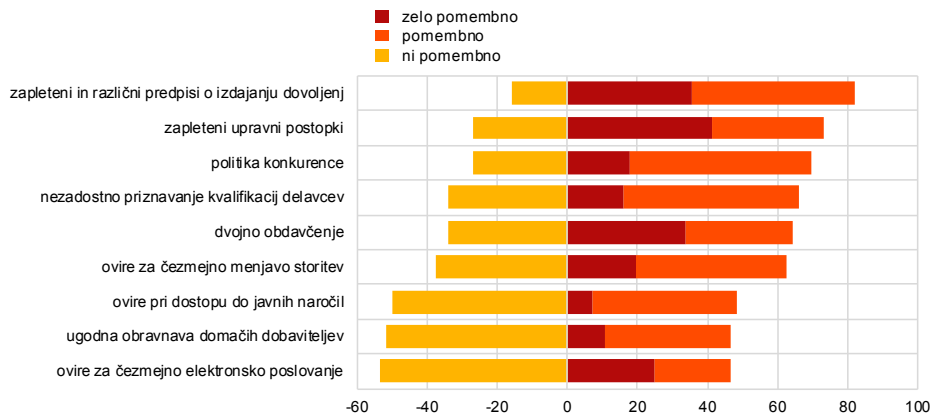
³⁰ Čeprav gre nedvomno za manjšinsko mnenje, je en anketiraneec trdil, da so se po njegovem mnenju upravna bremena od leta 2008 povečala, medtem ko bi lahko po mnenju drugih nesorazmerna regulacija in zahteve glede poročanja pomenile oviro pri zagotavljanju skladnosti s predpisi ali nadzoru, ki ga izvajajo nadzorni organi.

³¹ Podjetja so menila, da bi izboljšave prometne infrastrukture prispevale k zmanjšanju stroškov dobavne verige, k spodbujanju naložb in zaposlovanja ter k povečanju obsega poslovanja.

Graf E

Potrebe po reformah v zvezi z dokončanjem enotnega trga

(v odstotkih anketirancev; odgovori so razvrščeni na podlagi skupne ocene)



Viri: anketa ECB o strukturnih reformah in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombi: Na podlagi odgovorov na vprašanje »Katera od naslednjih področij, na katerih so potrebne reforme v zvezi z dokončanjem enotnega evropskega trga, po vašem mnenju povzročajo težave pri čezmejnem poslovanju v euroobmočju v vašem sektorju?« Negativni odstotki se nanašajo na anketirance, ki so pri danih odgovorih navedli »ni pomembno«.

Poudarjena je bila tudi premajhna harmonizacija davčnih politik. Več podjetij je menilo, da bi bilo treba v vseh državah EU poenotiti davčne politike, kar zadeva davek od dohodkov pravnih oseb, lokalne davke in socialne dajatve. Predlagan je bil tudi bolj usklajen »evropski pristop« k določanju transfernih cen, sprejemljiv za vse evropske davčne organe.

Rezultati ankete ECB o strukturnih reformah iz leta 2017 kažejo, da obstaja precejšnje soglasje glede potrebe po nadaljnjih reformah nacionalnih trgov dela, izpostavljajo nekatera pomembna področja, na katerih je mogoče izvesti dodatne reforme za izboljšanje poslovnega okolja v posameznih državah, ter razkrivajo, kje so po mnenju podjetij še vedno potrebna večja prizadevanja za harmonizacijo med državami EU. Z vidika politik rezultati ankete, vključno z ugotovitvami o glavnih ovirah za izvajanje reform, potrjujejo, da je treba reformne procese še naprej usklajevati in nadzirati na nacionalni in nadnacionalni ravni. Ker lahko strukturne reforme precej prispevajo k povečanju potenciala gospodarstva euroobmočja za nadaljnjo rast, se zdi večja pozornost nadaljnjim reformam upravičena.

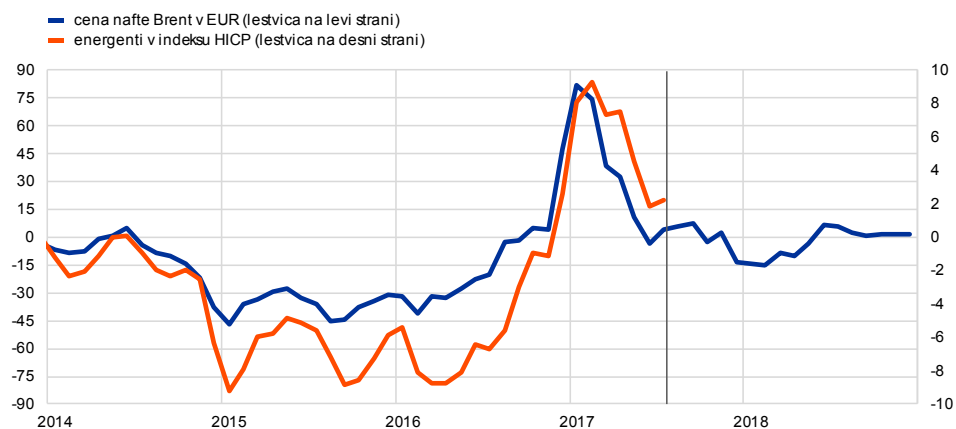
Bazni učinki bodo imeli v naslednjih četrletjih velik vpliv na gibanje skupne inflacije, merjene z indeksom HICP. Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje napovedujejo, da bo dinamika skupne inflacije v naslednjih četrletjih v obliki črke V, pri čemer bo najnižja točka (0,9%) zabeležena v prvem četrletju 2018.³² Takšna dinamika kaže vpliv baznih učinkov na medletne stopnje rasti cen energentov in nepredelane hrane, ki sta najbolj volatilni komponenti inflacije.

Izrazito nihanje medletne stopnje rasti cen nafte se bo čez eno leto pokazalo v rasti cen energentov, če kot predpostavko vzamemo sedanje gibanje terminskih cen nafte. Cene nafte so rasle od začetka leta 2016 do februarja 2017, nato pa so se do junija 2017 zmanjševale. To pomeni, da je velikemu povečanju medletne stopnje rasti cen nafte sledilo veliko zmanjšanje, pri čemer se obe spremembi kažeta tudi v rasti cen energentov v indeksu HICP (glej graf A). V prihodnjem obdobju in ob predpostavki, da bodo cene nafte sledile enakomerni in zmerno navzgor usmerjeni krivulji, ki jo kažejo cene naftnih terminskih pogodb, bodo medletne stopnje rasti cen nafte in energentov odražale predvsem preteklo nihanje cen nafte. Takšna dinamika medletne stopnje rasti cen nafte (in s tem energentov) bo torej posledica baznih učinkov, tj. »netipičnih« medmesečnih sprememb indeksa pred dvanajstimi meseci.

Graf A

Cene nafte in cene energentov

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Bloomberg in izračuni ECB.

Opomba: Navpična črta razmejuje medletne stopnje spremembe cen nafte, izračunane na podlagi promptnih cen, od sprememb, izračunanih na podlagi terminskih cen na dan 14. avgusta 2017, ki je presečni datum za predpostavke v »Septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje«.

V prvih mesecih leta 2017 je veliko kratkotrajno povečanje zabeležila tudi rast cen nepredelane hrane. K temu povečanju je prispeval vremenski vpliv na rast cen sadja in zelenjave ob prelomu leta, pri čemer ti postavki predstavljata okrog 40%

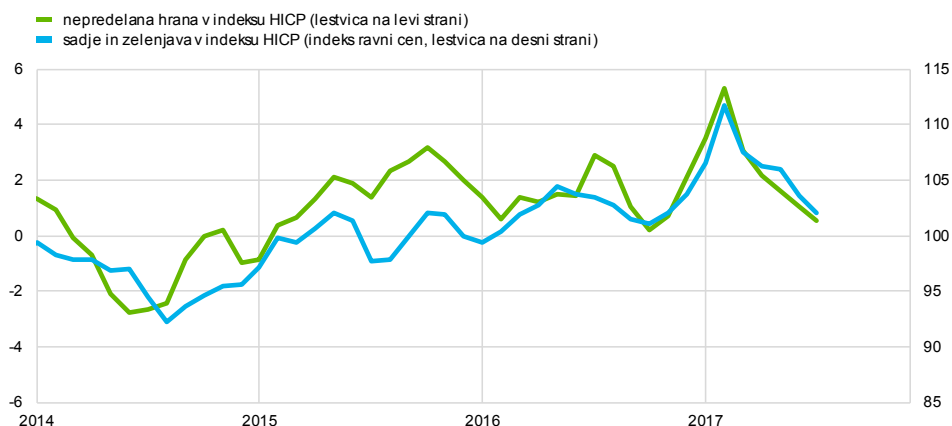
³² Glej članek z naslovom »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 7. septembra 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

skupine nepredelane hrane (glej graf B). Zaradi velikih sprememb teh cen bo tudi dinamika rasti cen nepredelane hrane pod vplivom negativnih baznih učinkov, zlasti februarja 2018.

Graf B

Rast cen nepredelane hrane

(medletne spremembe v odstotkih, indeks: 2015=100)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

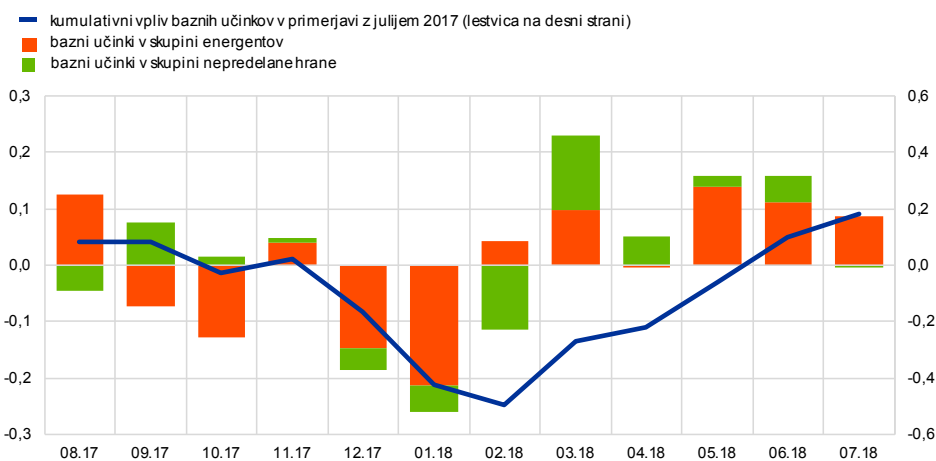
Skupni vpliv baznih učinkov, ki izhajajo iz skupin energentov in nepredelane hrane v indeksu HICP, bo skupno inflacijo v prvem četrletju 2018 potisnil navzdol, v naslednjem četrletju pa navzgor. Kvantifikacija baznih učinkov je izpostavljena precejšnji negotovosti, saj ni enega samega načina za izračun vpliva, ki ga imajo netipične medmesečne spremembe. V preteklih analizah, objavljenih v biltenu ECB, se je ta učinek izračunaval z odštetjem dejanske medmesečne spremembe od tipičnega gibanja (tj. ocenjen sezonski učinek in »trend«, kvantificiran kot povprečna medmesečna sprememba od sredine 1990-ih let).³³ Graf C prikazuje ocenjeni prispevek baznih učinkov, ki izhajajo iz skupin energentov in nepredelane hrane, k spremembi medletne stopnje inflacije v posameznem mesecu, in sicer v preostanku leta 2017 in v prvi polovici leta 2018. Ocenjujemo, da bodo bazni učinki v skupini energentov večinoma negativni do januarja 2018 in pozitivni v obdobju zatem, medtem ko bodo v skupini nepredelane hrane negativni od decembra 2017 do februarja 2018, pozitivni pa od marca 2018 dalje. Kumulativni vpliv baznih učinkov na skupno inflacijo je vedno prikazan v primerjavi z določenim referenčnim mesecem. Na primer v primerjavi s skupno medletno stopnjo inflacije v juliju 2017 bo kumulativni negativni vpliv baznih učinkov na stopnjo inflacije v februarju 2018 znašal pol odstotne točke. Bazni učinki pa bodo v mesecih zatem pozitivni, zato se bo predznak kumulativnega vpliva na skupno inflacijo obrnil ter bo julija 2018 že znašal okrog plus 0,2 odstotne točke (glej graf C).

³³ Glej na primer okvir z naslovom »Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014«, *Monthly Bulletin*, ECB, februar 2014.

Graf C

Prispevek baznih učinkov v skupinah energentov in nepredelane hrane h gibanju inflacije

(prispevki v odstotnih točkah)



Vir: izračuni ECB.

Čeprav bodo na prihodnjo dinamiko medletne inflacije vplivali bazni učinki, pa je lahko ta tudi pod velikim vplivom nepričakovanih cenovnih gibanj. Pri ocenjevanju vpliva, ki ga bodo v prihodnjem obdobju verjetno imeli bazni učinki na rast cen energentov in nepredelane hrane ter na skupno inflacijo, je treba obenem upoštevati, da bo prihodnja medletna stopnja inflacije seveda odvisna tudi od dejanskih mesečnih sprememb cen energentov in nepredelane hrane v vmesnem obdobju.

Primarni denar, široki denar in program nakupa vrednostnih papirjev

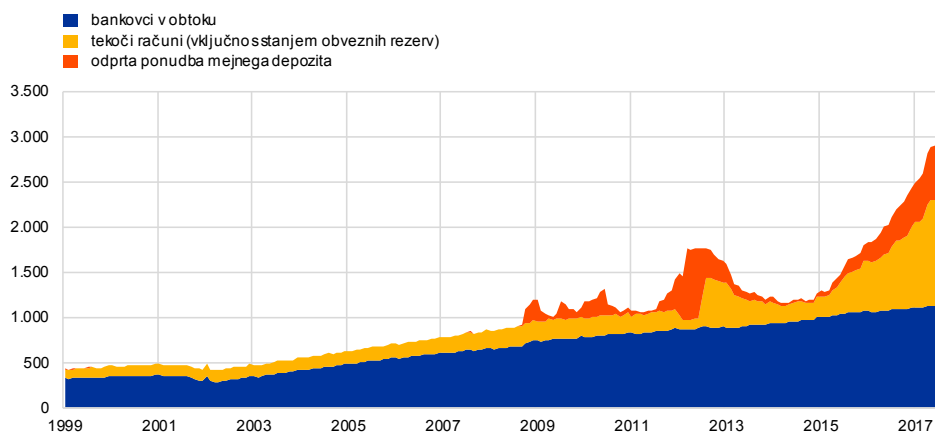
Precejšnja rast primarnega denarja, ki jo je povzročil program nakupa vrednostnih papirjev, dobiva vse večjo pozornost javnosti. V tem okvirju so obravnavana nedavna gibanja primarnega denarja³⁴ in vpliv na široki denar³⁵.

V obdobju pred krizo so bila gibanja primarnega denarja večinoma posledica sprememb v obsegu gotovine v obtoku in obveznih rezerv pri centralni banki (glej graf A). V obdobjih, ko medbančni trgi delujejo normalno, Eurosistem zagotavlja centralnobančne rezerve v eurih, ki jih agregatno potrebuje bančni sistem. S temi rezervami banke medsebojno trgujejo in jih tako po potrebi prerazporejajo znotraj bančnega sistema. Eurosistem torej z zelo majhnim obsegom presežnih rezerv učinkovito zadosti agregatnemu povpraševanju po centralnobančnih rezervah. V obdobju pred krizo so bila zato gibanja primarnega denarja predvsem posledica sprememb v stanju gotovine v obtoku in obveznih rezerv pri centralni banki.

Graf A

Primarni denar

(stanje v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017.

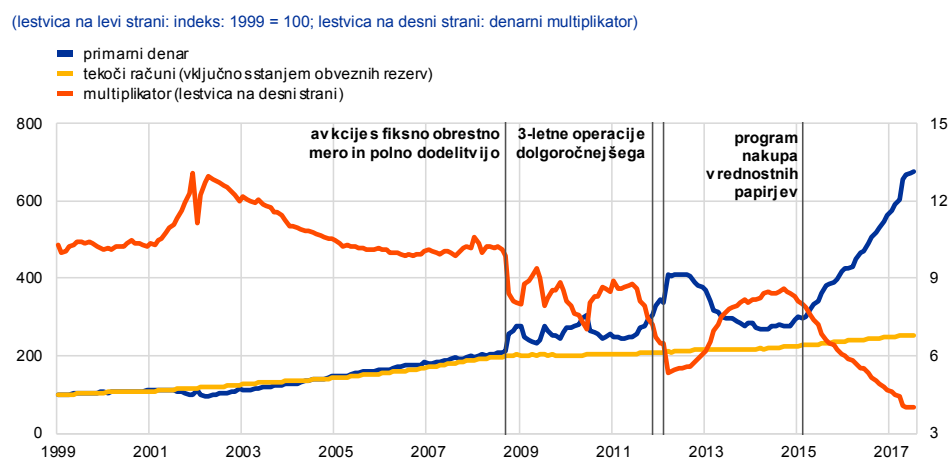
Pred finančno krizo sta se primarni in široki denar gibala podobno (glej graf B). Rast primarnega denarja v euroobmočju je bila odraz rasti širokega denarja, saj je bilo zagotavljanje centralnobančnih rezerv v tistem obdobju vezano na

³⁴ Primarni denar sestavljajo bankovci v obtoku, vloge, ki jih morajo imeti kreditne institucije na svojem tekočem računu pri Eurosistemu za izpolnjevanje obveznih rezerv (obvezne rezerve pri centralni banki), ter visoko likvidne vloge kreditnih institucij pri Eurosistemu, ki presegajo raven obveznih rezerv pri centralni banki (presežne rezerve pri centralni banki in uporaba odprte ponudbe mejnega depozita).

³⁵ Široki denar ali agregat M3 sestavljajo zelo likvidne obveznosti domačih denarnih finančnih institucij (DFI) do nederarnega sektorja (tj. institucij s sedežem v euroobmočju, ki niso DFI, razen enot centralne ravni države): gotovina v obtoku, vloge čez noč, vezane vloge do 2 let, vloge na odpoklic z odpovednim rokom do 3 mesecev, repo pogodbe, točke/delnice skladov denarnega trga in dolžniški vrednostni papirji DFI z zapadlostjo do dveh let. Z vidika denarne analize je široki denar pomemben zato, ker je povezan s skupnimi viri, ki so v gospodarstvu na razpolago za nakup blaga, storitev in nederarnih sredstev ter za investicijske izdatke.

povpraševanje, se pravi, da sta zagotavljanje likvidnosti določala gotovina v obtoku in gibanje obveznih rezerv bank, kar je bilo po drugi strani odvisno od gibanja kratkoročnih obveznosti bank (vlog in dolžniških vrednostnih papirjev s preostalo zapadlostjo do 2 let). Zaradi tega je bil denarni multiplikator (razmerje med širokim in primarnim denarjem) precej stabilen.

Graf B
Primarni denar in denarni multiplikator



Vir: ECB.
Opombi: Denarni multiplikator je razmerje med širokim denarjem in primarnim denarjem. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2017.

Od finančne krize pa na primarni denar vse bolj vplivajo operacije denarne politike Eurosistema. Skladno z odzivi vseh večjih centralnih bank na finančno krizo se je obseg operacij denarne politike, ki jih izvaja Eurosistem, od leta 2007 in zlasti po septembru 2008 močno povečal. V razmerah, ko je bilo delovanje denarnih trgov moteno, bilance bank pa so bile podvržene likvidnostnemu stresu, je Eurosistem vsaki nasprotni stranki prek avkcij s fiksno mero in polno dodelitvijo fleksibilno zagotavljal centralnobančne rezerve v obsegu, ki je precej presegal agregatno povpraševanje bančnega sistema. Poleg tega se je v letu 2009 začel izvajati prvi program dokončnih nakupov kritih obveznic. Posledično povečanje presežne centralnobančne likvidnosti se je pokazalo v precejšnji rasti primarnega denarja (glej graf A). Obseg operacij denarne politike se je znova izrazito povečal v drugi polovici leta 2011 predvsem zaradi obeh operacij dolgoročnejšega refinanciranja s 3-letno zapadlostjo (zelo dolgoročnih operacij refinanciranja), izvedenih v decembru 2011 in februarju 2012, ter v manjši meri zaradi dokončnih nakupov vrednostnih papirjev v okviru drugega programa nakupa kritih obveznic. Zaradi teh operacij se je obseg presežnih rezerv in s tem primarnega denarja dodatno precej povečal.

Od uvedbe nestandardnih ukrepov gibanje širokega denarja ni več natančen odraz gibanja primarnega denarja. Od leta 2008 gibanje primarnega denarja ni več neločljivo povezano z gibanjem širokega denarja, saj rast primarnega denarja, ki je bila posledica nestandardnih ukrepov, ni spodbudila podobnega trenda rasti denarnih imetij zunaj bančnega sektorja. Ob precejšnji finančni fragmentaciji, gospodarski negotovosti in šibkem povpraševanju po kreditih ni bilo presenetljivo, da povečanje bančnih rezervnih imetij pri centralni banki, ki so jih banke pogosto

uporabljale kot likvidnostno zavarovanje, ni avtomatsko povzročilo povečanja ponudbe kreditov nefinančnemu zasebnemu sektorju in s tem povečanja obsega širokega denarja, ki sta tako ostala na nizki ravni.³⁶ Hkrati je bila rast primarnega denarja ključna pri preprečevanju prodaje v sili in krčenja kreditiranja s hudimi posledicami za realno gospodarstvo. Zaradi šibke povezave med primarnim in širokim denarjem se je denarni multiplikator od začetka finančne krize do konca leta 2012 zniževal.

V letu 2013 je zanimanje bank za centralnobančno likvidnost upadlo in obseg primarnega denarja se je vrnil na raven, ki bi bila dosežena s predkrizno dinamiko. Zaradi zmanjševanja finančne fragmentacije in boljših pogojev financiranja na finančnih trgih euroobmočja od sredine leta 2012 so bile banke manj motivirane, da ohranjajo visoke ravni likvidnosti. Leta 2013 so tako izkoristile možnost, ki jo je ponudila ECB, da prostovoljno predčasno odplačajo sredstva iz zelo dolgoročnih operacij refinanciranja, zaradi česar se je obseg primarnega denarja vrnil na raven, ki izhaja iz ekstrapolacije predkrizne dinamike. Zaradi zmanjšanja obsega primarnega denarja in dejstva, da se obseg širokega denarja ni povečeval, k čemur je prispevalo določeno okrevanje rasti denarnih sredstev, se je denarni multiplikator zvišal.

Z začetkom izvajanja razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev se je začela nova faza povečevanja obsega primarnega denarja, ki ga povzročajo dejavniki na strani ponudbe. Napoved programa nakupa vrednostnih papirjev je pomenila očiten preobrat v dotedanji praksi, po kateri so banke izrazile povpraševanje po centralnobančni likvidnosti, to pa se je zadostilo na fleksibilen način. V okviru programa nakupa vrednostnih papirjev Eurosystem s kupovanjem papirjev zagotavlja centralnobančne rezerve. Ker so banke poleg enot centralne ravni države običajno edini subjekti, ki imajo depozitne račune pri centralni banki, se nakupi vedno sklepajo prek njih ne glede nato, kdo je končni prodajalec. Zato so nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev povzročili avtomatsko, neposredno povečanje obsega primarnega denarja.

Program nakupa vrednostnih papirjev je pomembna gonilna sila živahnega gibanja širokega denarja po letu 2015, pri čemer imajo pomembno vlogo posredni učinki.³⁷ Do zdaj so državne obveznice v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (največjega programa v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) prodajali predvsem nerezidenti in banke, medtem ko je

³⁶ Na skupno stanje širokega denarja v gospodarstvu v končni fazi vplivajo številni drugi dejavniki, med katerimi so gospodarska aktivnost in bančno kreditiranje, preferenca bank, da se financirajo z vlogami komitentov ali z izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev, ter odstotek vrednostnih papirjev, ki jih dejansko prodajo rezidenčne banke ali sektor nerezidentov. Poleg tega je rast bančnih kreditov odvisna od nabora dejavnikov, ki določajo povpraševanje po kreditih, in od drugih dejavnikov, povezanih s ponudbo kreditov. Dejavniki povpraševanja vključujejo akumuliran dolg, stroške izposojanja in obete glede dohodkov. Dejavniki, povezani s ponudbo kreditov, so tveganju prilagojena donosnost posojil, kapitalski položaj banke, njen odnos do tveganja, stroški financiranja in likvidnostno tveganje.

³⁷ Na nedavno rast širokega denarja so ugodno vplivali tudi drugi nestandardni ukrepi politike ECB, kot so negativne obrestne mere, ki so prispevale k znižanju oportunitetnih stroškov imetja denarnih instrumentov na rekordno nizko raven, in ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja kot veljavna alternativa dolgoročnemu tržnemu financiranju. Te operacije so prispevale tudi k nedavnim gibanjem širokega denarja, s tem ko so spodbudile povečanje kreditiranja podjetij in gospodinjstev.

bil obseg prodaj, ki jih je opravil nedenarni sektor, dokaj majhen, kar pomeni, da je bil neposredni vpliv programa na široki denar omejen.³⁸ Program nakupa vrednostnih papirjev je na široki denar večinoma učinkoval posredno. Prvič, posredni učinki izhajajo iz uravnoteženja portfeljev, kar je bil tudi cilj programa. Poleg tega so banke okrepile kreditiranje domačih podjetij in gospodinjstev, kar pomeni, da so se povečale vloge nedenarnega sektorja euroobmočja. Nekatere banke so razpoložljivo večjo likvidnost uporabile tudi za odplačilo svojih dražjih obveznosti. Dodatni posredni učinki programa na široki denar so se udeležili prek različnih kanalov, prek katerih je program vplival na finančne trge in gospodarsko aktivnost. Program nakupa vrednostnih papirjev je namreč povzročil splošno ublažitev pogojev financiranja in ugodne premoženjske učinke, kar je odločilno prispevalo k okrevanju kreditiranja in gospodarske rasti. Denarni multiplikator se od začetka programa nakupa vrednostnih papirjev znižuje in avtomatsko odraža sorazmerno večji pozitivni vpliv programa na primarni denar kot na široki denar. Medtem ko je primarni denar neposredno povezan z nakupi v okviru programa, ti na široki denar vplivajo predvsem prek zapletenih posrednih učinkov, kot je omenjeno zgoraj.

³⁸ Neposredni učinki programa nakupa vrednostnih papirjev na široki denar se pojavijo le, kadar prodajalci prihajajo iz nedenarnega sektorja euroobmočja. Več podrobnosti je v članku z naslovom »The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2015. Več podrobnosti o nakupih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja po posameznih sektorjih je v okvirju z naslovom »Kateri sektorji so prodajali državne vrednostne papirje, ki jih je kupal Eurosystem?«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2017.

Članek

1 Modelling euro banknote quality

Central banks are the guardians of banknote quality. In 2016 euro area national central banks (NCBs) checked 32.3 billion euro banknotes on their high-speed machines for quality and authenticity. Commercial cash handlers (CHs)³⁹ processed a similar number. CHs disburse banknotes of good quality to their customers and return poor-quality ones (unfit banknotes) and surplus stocks to the NCBs. These destroy all unfit banknotes after a final authenticity check. In 2016 NCBs replaced 5.4 billion unfit banknotes (around 27% of the banknotes in circulation) with new ones. Note consumption and the quality of notes in circulation differ by country. The ECB has therefore developed a computer-based model to better understand the differences in euro area cash cycles. The model simulates a cash cycle using a theoretical approach based on key figures. The simulations identify the resistance of banknotes to soil and defects, the frequency with which banknotes are returned to the NCB and the NCB sensor threshold as the three main drivers of banknote quality and cash cycle costs.

1 Introduction

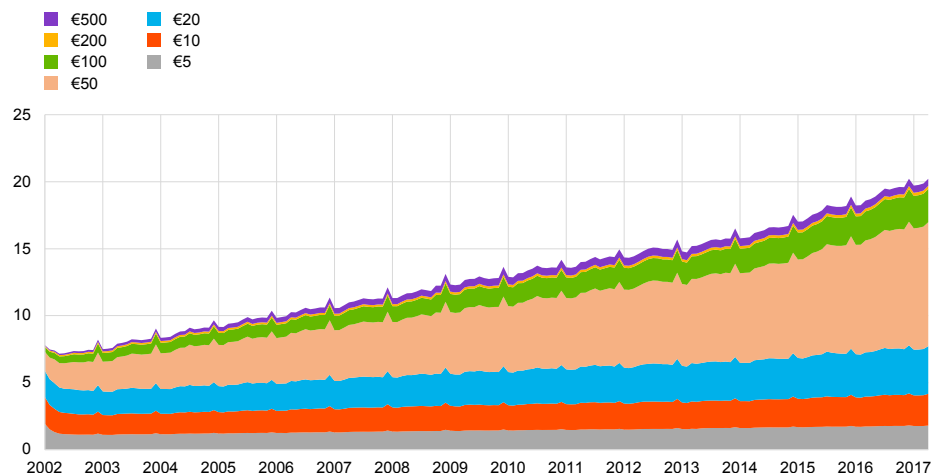
At the end of December 2016 20.2 billion euro banknotes with a nominal value of €1.12 trillion were in circulation. Compared with end-2015, this marked an increase of 7.0% in volume and 3.9% in value. These figures are in line with the average annual increase over the last five years, which was 7.8% in volume and 6.1% in value (see Chart 1). Euro banknote circulation increases if NCBs issue banknotes; it decreases if NCBs receive banknotes, usually of poor-quality or surplus stocks, from CHs.

³⁹ CHs are the institutions and economic agents referred to in Article 6(1) of Regulation (EC) No 1338/2001 laying down measures necessary for the protection of the euro against counterfeiting ("Credit institutions, and, within the limits of their payment activity, other payment service providers, and any other institutions engaged in the processing and distribution to the public of notes and coins [...]"). In this article all parties other than NCBs processing notes for recirculation are grouped under the term CHs.

Chart 1

Cumulative number of euro banknotes in circulation

(y-axis: number of euro banknotes in billions)



Source: Eurosystem Currency Information System 2.

Note: The volumes for the €5 to €50 notes are the sum of first series and Europa series notes.

The Eurosystem has a duty to ensure public confidence in euro banknotes by maintaining their quality in circulation. Poor-quality banknotes are likely to be rejected by vending machines, and also make it less easy for the public and retailers to spot counterfeits. Two factors are mainly responsible for maintaining quality. The first is providing durable banknotes: the lifespan of the Europa series €5 and €10 banknotes has been enhanced by applying an additional protective varnish layer. The second is the involvement of NCBs in the cash cycle, replacing soiled and defective notes detected during machine processing. However, banknote quality in circulation also depends on various other factors. For example, if few ATMs dispense €5 banknotes, these will stay longer in active circulation to make up for their limited availability as change. Retailers will retain them for use rather than return them to the NCB, which is therefore unable to remove any soiled notes from circulation.

Since 2011 CHs have been able to disburse (recirculate) used banknotes, provided they observe the rules set out in ECB Decision ECB/2010/14 on the authenticity and fitness checking and recirculation of euro banknotes (the “Recirculation Framework”)⁴⁰. More specifically, any recirculated euro banknotes must have been processed on banknote sorting machines which have been tested by the Eurosystem and are listed on the ECB’s website. In addition, CHs are obliged to report every six months on the number and type of machines in use, as well as on the volume of notes processed, recirculated and sorted out as unfit. The Recirculation Framework has been adopted swiftly by CHs. Since the initial reporting of machines used in accordance with the Recirculation Framework the number of compliant banknote handling machines in operation has almost doubled (from

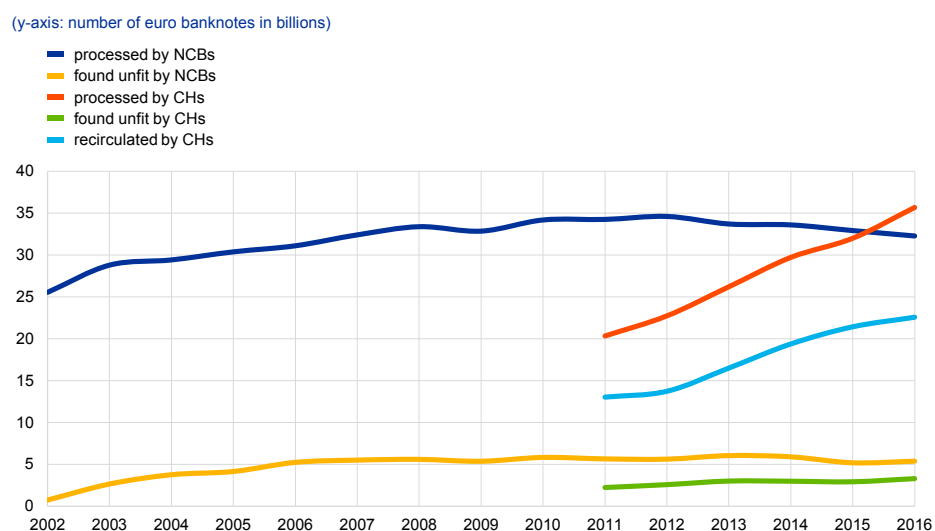
⁴⁰ In some euro area countries the recirculation of banknotes was not allowed before that time, in others, recirculation was carried out under bilateral agreements between CHs and the NCB.

around 78,000 in 2012⁴¹ to more than 147,000 by the end of 2016). Recirculating fit banknotes rather than returning them to an NCB allows CHs to save substantial transport and handling costs.

The number of banknotes processed by CHs in 2016 (35.7 billion) exceeded the NCB sorting volume (32.3 billion) for the first time, indicating, on a euro area level, a shift in operational involvement in the cash cycle from NCBs to CHs (see Chart 2). Of the total number of notes processed by the latter, about two-thirds (22.6 billion) were found to be fit and recirculated, with the remainder being returned to the NCBs. Only 2.3 billion of these returned notes were unfit and did not comply with the minimum quality standard stipulated in the Recirculation Framework; the remainder were fit surplus notes.

Chart 2

Number of banknotes processed/recirculated by NCBs and CHs



Source: Eurosystem Currency Information System 2.

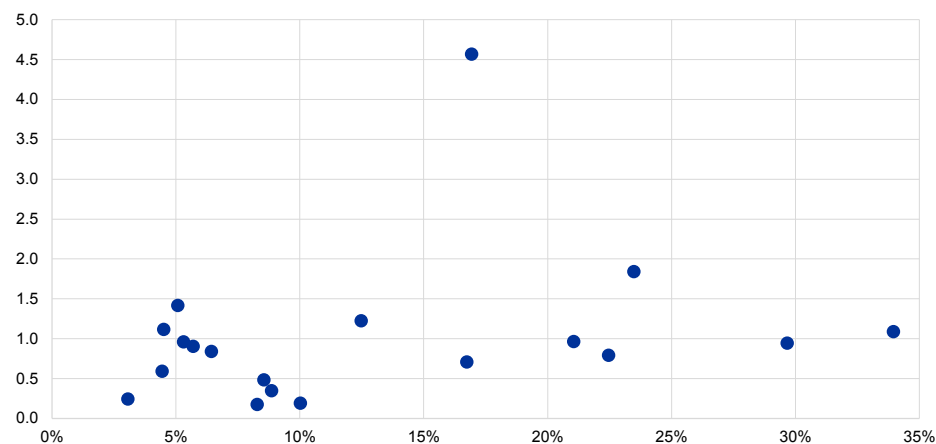
As for the quality of euro banknotes in circulation in different euro area countries, the intuitive assumption is that a higher level of destruction of poor quality banknotes – and replacement with new notes – should result in improved quality. When countries' quality in circulation is compared with the per capita rate of note destruction, however, this is not apparent (see Chart 3). The chart shows a mixed picture, with most countries having a low destruction rate of about one note per person per year, but with significant outliers. Some countries have a lower quality in circulation despite a high destruction rate; others have a very high quality in circulation even though they destroy less than half as many notes as the euro area average. This indicates that differences in national cash cycles play a significant role. These specific national influences are not yet sufficiently understood.

⁴¹ The Recirculation Framework entered into force on 1 January 2011 with a one-year transitional period for statistical reporting.

Chart 3

Quality of €5 banknotes in circulation versus note destruction in euro area countries

(x-axis: banknotes found to be unfit as a percentage of notes in circulation; y-axis: note destruction per capita from May 2014 to April 2015)



Sources: 2015 Eurosystem banknote quality survey, Eurosystem Currency Information System 2, Eurostat population figures (for smaller countries a correction for tourism and migration was introduced using national statistical data sources).

Notes: One data point per euro area country. Percentage of banknotes found to be unfit in a representative sample of a country's notes in circulation versus banknotes destroyed per inhabitant per year for the Europa series €5 banknote. See Section 2.4 for an explanation of how a representative sample of a country's banknotes in circulation was collected. The sampling for the 2015 banknote quality survey was carried out in the period from March to May 2015. Banknote destruction is the total for the period from May 2014 to April 2015.

The ECB has developed a computer-based model which includes all main parameters known to affect a cash cycle and can be applied on both a national and aggregate euro area level. The model is designed to provide a better understanding of the different euro area countries' cash cycles as well as the factors that influence note consumption and note quality.⁴² Section 2 of this article looks at the main stakeholders in a cash cycle and the key parameters which influence banknote quality. Section 3 outlines the model. Section 4 shows the results obtained by applying the model to two theoretical national cash cycles.

2 The banknote lifecycle

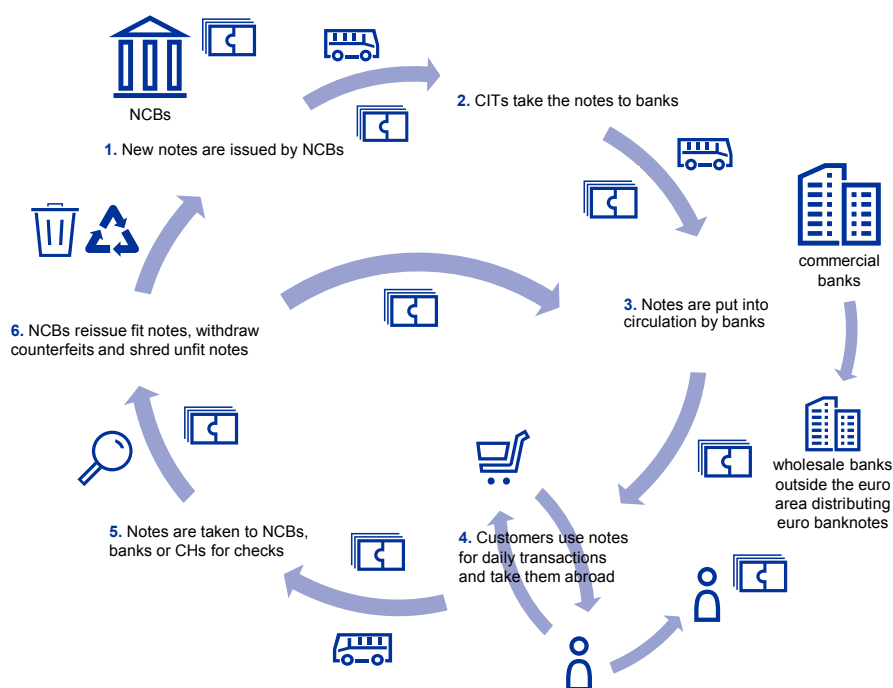
2.1 Overview of stakeholders

The cash cycle involves several interacting processes and stakeholders. An overview of a typical euro area cash cycle is shown in Figure 1. NCBs issue euro banknotes (printed by multiple accredited printing works). From here they are picked up by CHs, usually using cash-in-transit companies (CITs), which deliver them to commercial banks or retailers, or directly to ATMs. The public receive banknotes primarily from ATMs or as change from retailers, and to a lesser extent over the counter at banks. Retailers' excess banknotes are deposited at a bank branch or

⁴² The model will be available for download on the ECB's website and can also be applied to non-euro area cash cycles. The simulation of local cash cycles is also of relevance for other (larger) countries where different regions show a similarly mixed picture.

picked up by CITs. They are then either returned to the NCB for quality and authenticity checks or recirculated by a CH. Depending on the denomination of the note and the country, a note may be processed and returned to the cash cycle multiple times before becoming unfit and sorted out for destruction.

Figure 1
The banknote lifecycle



Euro banknotes are also exported to and imported from countries outside the euro area by both specialised CHs (e.g. banknote wholesale banks supplying bureaux de change) and the public, for tourism or commercial purposes.

Cumulative net exports to non-euro area countries in the form of bulk shipments of euro banknotes by banknote wholesale banks by the end of 2016 amounted to €172.8 billion. As there are also large unregistered flows, other sources⁴³ estimate that more than 30% of euro banknotes issued in Germany by value circulate outside the euro area. Estimates of a denominational breakdown are not yet available.

These inflows and outflows from/to outside the euro area, or between the different countries within it, have a substantial impact on national cash cycles.

Some euro area countries experience negative net issuance of certain denominations, i.e. an NCB receives more banknotes from CHs than it issues. This occurs when notes migrate into the country from abroad, either from another euro area country or from regions outside the euro area. Banknote migration is caused primarily by tourism and cross-border commuting. To balance these “natural” flows,

⁴³ See *The international role of the euro, Interim report*, ECB, June 2016 or Bartzsch, N., Rösl, G. and Seitz, F., “Foreign demand for euro banknotes issued in Germany: estimation using indirect approaches”, *Discussion Paper, Series 1, No 21*, Deutsche Bundesbank, 2011.

the Eurosystem regularly transports large volumes of euro banknotes across borders. These ensure that countries with a positive net issuance are able to meet the demand for banknotes at any time.

While the general cash cycle holds true for all NCBs, the share processed by NCBs and CHs and their respective roles vary considerably from country to country. This is due to national specificities. In 2016 the aggregate ratio of processing by CHs to processing by NCBs was close to 1.1 (see Chart 2), but national figures range from 0 (i.e. no recirculation by CHs at all) to CHs processing more than five times the NCB note volume.

2.2 Banknote fitness as judged by humans and machines

Over their life banknotes deteriorate and their quality, i.e. fitness, decreases. The fitness of a banknote is defined by its soil level and whether it carries any defects. Recent research into the ageing of banknotes has identified soiling as one of the main reasons circulating notes become unfit. Soil consists primarily of human sebum (a waxy substance produced by skin glands) transferred onto notes by handling, and dirt particles.⁴⁴ The second unfit category comprises defects such as stains, graffiti markings, tape, dog-ears and tears. While soiling is typically a gradual process, a banknote usually becomes defective at a particular moment in time (e.g. when it is torn or stained).

The difficulty for all automated fitness measurements is to ensure that the machine judgement correlates well with the human perception of the condition of a banknote. Fitness is usually measured by sorting machines that process up to 33 banknotes per second, capture an image of a banknote, apply different algorithms to the image and finally decide whether or not it is fit for circulation. However, the fitness assessment by sorting machine can be influenced by different factors. The most prominent are: (1) imperfections in the note transport and camera system; (2) dust from the processed banknotes (such as residues of paper fibres or ink) affecting the image quality; (3) the gloss on new banknotes, which has been shown to significantly affect soiling assessment; (4) potential production variations, despite strict quality controls, resulting in slight differences in new batches of notes.

To ensure NCBs apply standards that match human perception, the ECB has created a standardised batch or “test deck” of euro notes from circulation for evaluating sorting machines. The test deck contains banknotes of all fitness levels. On the basis of a visual assessment by Eurosystem experts (i.e. human perception), a “true” fitness value has been allocated to each banknote in the test deck. Naturally, no judgement by an automated fitness sensor will exactly match the fitness value derived from human expert judgement, so there will be some cases of misclassification. Either fit banknotes are incorrectly prematurely destroyed (false unfit notes) or unfit banknotes are judged fit and reissued (false fit notes). Eurosystem research has confirmed, by applying the test deck, that different high-

⁴⁴ See Balke, P., “From Fit to Unfit: How banknotes become soiled,” Watermark 2011, Rostov-on-Don.

speed sorting machines have substantially different classification accuracy,⁴⁵ primarily owing to the different technologies and algorithms used.⁴⁶

2.3 Eurosystem standards for measuring banknote fitness

The Eurosystem has defined minimum thresholds at which an NCB must classify a banknote as unfit for circulation (the “Eurosystem threshold”⁴⁷).

These thresholds include limits for soiling and all defect categories. All NCBs must adhere to these minimum requirements, and only a small percentage of the notes they reissue are allowed to not fulfil these criteria. This tolerance margin (8% of notes reissued) takes into account the uncertainties of machine note classification. NCBs can apply a stricter sorting policy to counteract low quality of banknotes in the national cash cycle.

The minimum fitness standards for CHs (“CH threshold”) are defined in the Recirculation Framework and are lower than those for NCBs. This to ensure that, even including the measuring tolerances, the banknotes reissued by an NCB are fit for the CHs and can be recirculated a number of times before reaching the end of their life.

2.4 How the Eurosystem measures quality in circulation

Every year the Eurosystem collects a representative sample of the “transactional” denominations (€5 – €100) and determines the percentage of unfit banknotes in this sample according to the Eurosystem threshold.

Samples taken from circulation in each euro area country are processed on the high-speed sorting machines of two NCBs and the average percentage of unfit notes in each sample, whether due to soil or to defects, is calculated. The results of this annual quality survey among other things help the NCBs decide whether banknote quality in circulation is adequate and if necessary adjust their sorting policy.

The Eurosystem also carries out a survey of public perceptions of note quality (every two years) and an online poll⁴⁸ (since 2012), both of which correlate well with the quality survey. Both polls focus on the quality of the €5 and €50 notes. The €5 note usually has a lower quality because it remains in circulation as change, returning to NCBs less often. Taking the euro area average, the quality of the €5 note is considered good, with 75% of participants ranking quality as acceptable or higher (see Chart 4). For the €50 note almost all respondents (99%) consider the note to be of at least acceptable quality. Comparing the national results of the quality survey

⁴⁵ Alternative methods have also shown that the accuracy of a sensor is dependent on the denomination and is not consistent along a normalised fitness range.

⁴⁶ See e.g. Buitelaar, T., “The Colour of Soil”, DNB Cash Seminar 2008, Amsterdam, 28-29 February 2008.

⁴⁷ When presenting percentages of unfit notes in circulation, this article refers to notes unfit according to the Eurosystem threshold.

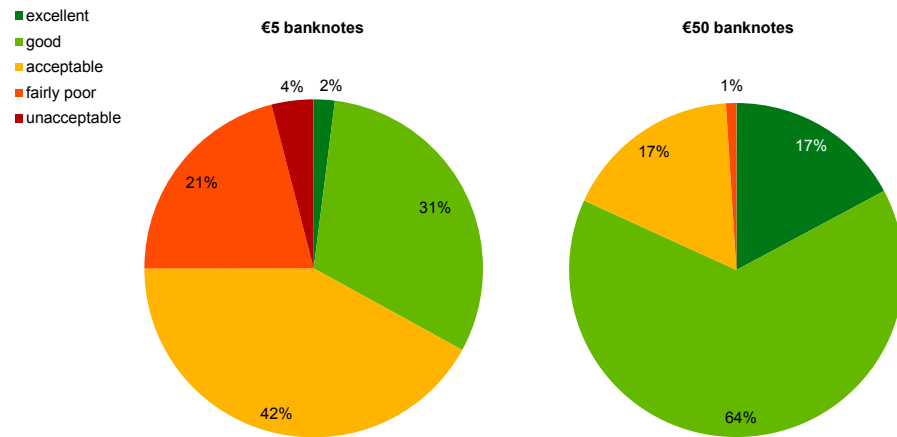
⁴⁸ See [online survey on the quality of euro banknotes](#).

with the national responses in the online poll reveals a good correlation between the percentage of unfit notes found in a country's sample and public opinion of the €5 note (see Chart 5). However, this pattern is not observed for the €50 note; as this is generally of good quality, there is no data in the unfit/negative responses area (top right) of the graph.

Chart 4

Physical condition of euro banknotes as found in the 2012 public opinion survey

(Eurosystem averages)



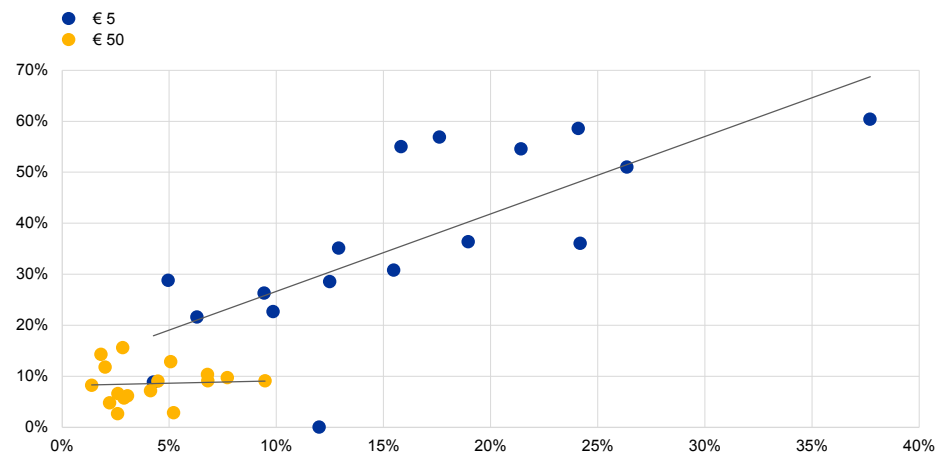
Source: 2012 ECB public opinion survey on euro banknotes.

Notes: Answers to the survey question "How would you generally describe the physical condition of the €5/€50 banknotes in circulation?" Results shown are for 2012, as the latest figures (2014) were affected by the introduction of the Europa series €5 note.

Chart 5

Correlation of unfit banknotes found in circulation with public feedback received per country for €5 and €50 notes

(x-axis: banknotes found to be unfit as a percentage of notes in circulation; y-axis: percentage of negative responses (fairly poor/unacceptable) in the online poll)



Sources: 2012 Eurosystem online survey on the quality of euro banknotes and 2012 Eurosystem quality survey.

Note: One data point per euro area country.

2.5 The lifespan of a banknote

All euro banknotes within a single denomination have the same substrate and print specifications; however, the life of a note from first issuance to destruction at an NCB depends on both its physical durability and national cash cycle characteristics. How banknotes are used by the public (e.g. whether they are stored in wallets or in trouser pockets) and even environmental factors such as humidity play a significant role in the time it takes for a note to become unfit. The frequency with which notes are returned to either CHs or NCBs then has an impact on how soon the unfit ones can be removed from circulation.

The lifespan of a banknote is commonly defined as the total number of notes in circulation divided by the notes destroyed per year. However, this approach does not take into account banknotes that are not actually circulating at all because they are being used as a store of value, have been lost, or have migrated out of the national cash cycle or even out of the euro area entirely.⁴⁹ More accurately, the life of a banknote can be stated as:

$$\text{Lifespan[years]} = \frac{\text{Notes in active circulation}}{\text{Notes destroyed per year}}$$

However, the data available does not allow the active circulation for each country and denomination to be determined accurately. The Eurosystem therefore has to rely on estimates which take into account national data on NCB and CH processing and NCB destruction volumes. Known banknote flows due to commuting, tourism or CH shipments are also included in these estimates.

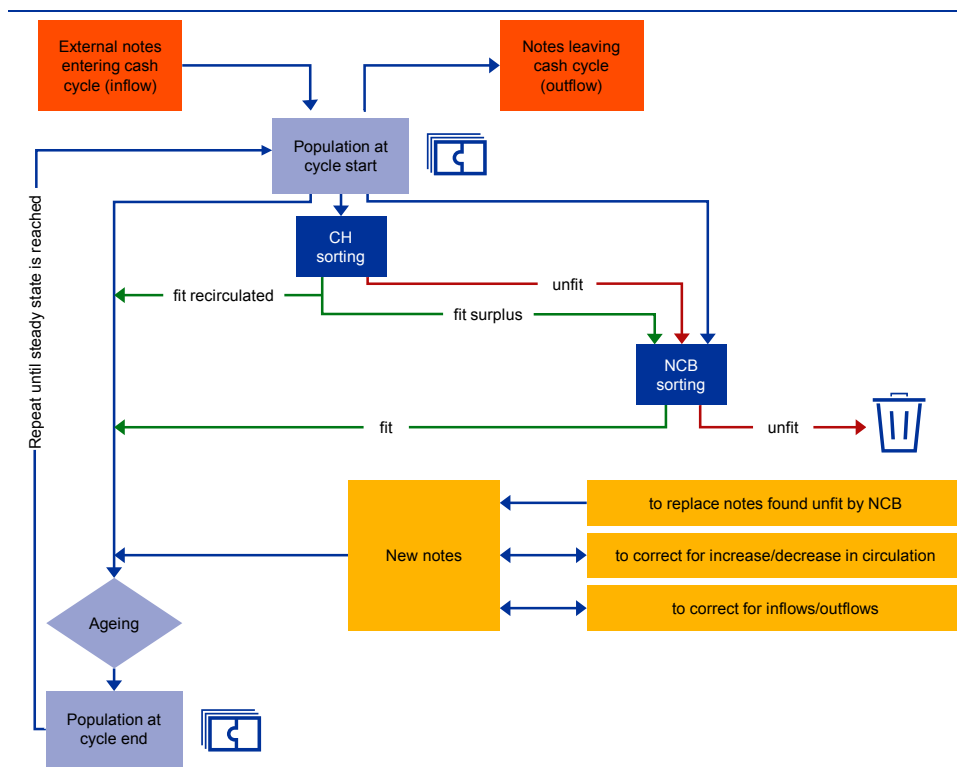
3 The model – definitions and methodology

The ECB's model simulates a cash cycle. The most important results generated are the NCB shred rate, the quality in circulation (the percentage of unfit banknotes in circulation), the replacement cost and the actual banknote life in circulation. The model starts with a population of banknotes which can be defined by the operator. After the model is started, the population evolves over a number of iterations until a steady state is reached. Each iteration in the model simulates the sorting and ageing within the cash cycle over one week. Steady state in the cycle is reached at the equilibrium where the sorting activities of CHs and the NCB counteract the ageing of notes in circulation due to soiling and defects, increases or decreases in circulation volume and inflows and outflows.⁵⁰ The cash cycle as implemented in the model is shown in Figure 2 and explained in more depth below.

⁴⁹ Although the Europa series €5 note has been in issue since May 2013, at the end of 2016 342 million notes of the first series €5 had not yet been returned to the NCBs.

⁵⁰ The results presented are based on steady-state cash cycles. The model also allows dynamic step changes in a cash cycle to be simulated and the evolution of parameters to be monitored over time.

Figure 2
The note circulation model



The model defines banknote fitness on a scale of 1 to 100, with the Eurosystem threshold set at 50. A fitness level of 1 is the cleanest new note, and 100 is any note which is more than twice as soiled as the threshold.

Defects are binary and assigned a fitness level of 100, which ensures that they are consistently sorted out as unfit by CHs and NCBs.⁵¹ Any population of banknotes in the model has a fitness profile, which shows the frequency of fitness levels within it. The model starts with a note population which represents the banknotes in active circulation. In every iteration the following steps are carried out:

1. Part of the note population is sorted into fit and unfit notes by CHs.
2. A further portion of the notes is then sorted by the NCB. These notes are a mix of notes from circulation, the notes found by CHs to be unfit and notes found by CHs to be fit but sent back to the NCB as surplus. The banknotes processed by the NCB are sorted into fit and unfit, with all unfit banknotes being removed from circulation.

⁵¹ This is the predominant case in reality, as camera systems usually have no problem detecting defects such as dog-ears.

3. New notes are added,⁵² equivalent to the number of notes sorted out as unfit by the NCB plus an additional correction for general circulation growth or decrease and compensation for any inflows and outflows.
4. All notes in circulation (i.e. notes not processed in the cycle, notes sorted as fit by CHs and the NCB and any new notes) are aged. Ageing entails applying algorithms to simulate how banknotes gradually become soiled and suffer defects.
5. Lastly, the fitness profile of the population at the end of the cycle is compared with what it was at the beginning. If the two are sufficiently similar, steady state has been reached and the final results are displayed. Otherwise steps 1-5 are repeated as long as necessary.

The ageing of a banknote is simulated in two steps, representing soiling and defects. The average soiling per cycle is determined by the “theoretical note life” and applied to each note via a definable distribution function.⁵³ The theoretical note life is the time it takes for a new banknote to become unfit, i.e. to go from fitness level 1 to 50. It is an input parameter for the model and dependent on banknote durability but also on environmental factors, such as how intensively banknotes are used by the public in the simulated cash cycle.

In the next step, defects are simulated by the likelihood (expressed as a percentage per year) of each banknote suffering a defect (i.e. being moved instantly from its current fitness level to 100). The defect likelihood is applied to the banknote distribution according to a selectable profile in relation to the notes’ fitness levels. With this approach, it can be modelled, for example, that banknotes with a higher soil value have a higher likelihood of becoming defective.⁵⁴

The NCB and CH sorting steps are both simulated by applying a model sensor with inaccuracies following a Gaussian distribution⁵⁵ to the fitness profile of incoming notes. The inaccuracy of the model sensor is expressed as standard deviation (SD) in relation to the fitness scale. Chart 6 shows how a fitness sensor, operating at a threshold of a fitness level of 45 and having an inaccuracy modelled by an SD of 5 fitness levels, separates a typical note circulation profile (with 20% unfit notes) into fit and unfit notes. In the example, sensor inaccuracies mean that a small number of the notes sorted as fit are more soiled than the Eurosystem threshold (false fit 0.4%⁵⁶), but also that a substantial number of notes sorted as unfit are well below the Eurosystem threshold (false unfit 9%).

⁵² The model allows any fitness profile for new banknotes to be specified. Typically, a Gaussian distribution reflecting some production variations is used.

⁵³ A Poisson distribution is used as a standard, with other distribution functions also supported.

⁵⁴ Studies have shown that the closest correlation to real-life quality data can be achieved by applying, in each cycle, a defect probability which increases linearly with the fitness level.

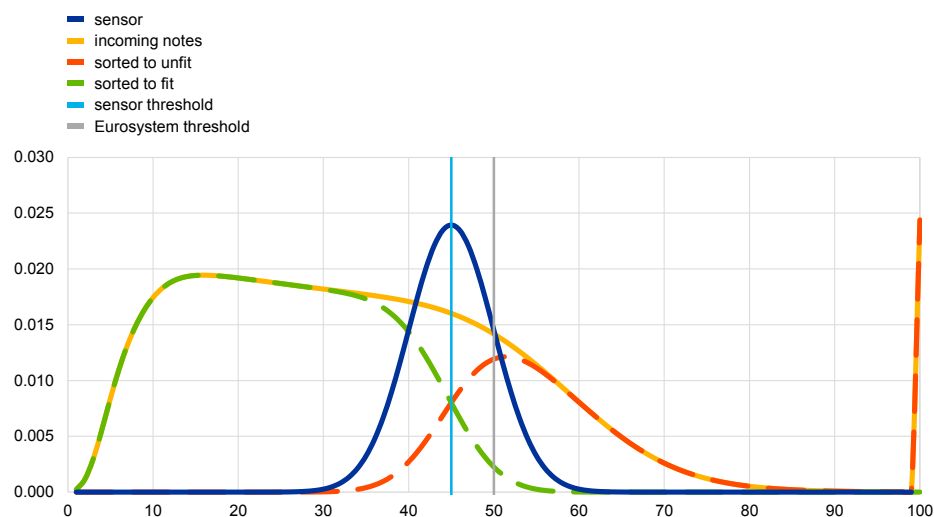
⁵⁵ The Gaussian behaviour was identified during earlier large-scale studies on sorting machines.

⁵⁶ False fit and false unfit figures are the share of total sorted notes.

Chart 6

Schematic depiction of the circulation model sorting step

(x-axis: note fitness level (1: new, 50: Eurosystem threshold, 100: very soiled); y-axis: frequency)



Source: ECB Banknote Circulation Model.

Notes: The spike at the 100 fitness level denotes defective and very unfit notes.

Modelled banknote inflows can have any fitness profile. The fitness profile of outflows is assumed to be the same as that of the current note circulation in the cash cycle. Both inflows and outflows are modelled to be neutral to the circulation volume. For outflows this is achieved by replacing the missing notes in each model cycle with additional new notes issued by the NCB. For inflows the volume of new notes added by the NCB as a replacement in each cycle is reduced accordingly.

Total cash cycle costs are modelled as the sum of NCB sorting costs and the note replacement costs. Model inputs for the two cost components are the NCB's sorting costs (per 1,000 notes sorted)⁵⁷ and the issuance costs for new notes.⁵⁸ As shown in Figure 2 the new notes which have to be issued are equivalent to unfit notes destroyed by the NCB, outflows and any circulation increases.⁵⁹ A third component is the processing costs for CHs; this is not modelled as no consolidated data exists.

4 Application of the model to two theoretical cash cycles

The section presents an analysis of two theoretical cash cycles, both of which resemble typical national cash cycles for different NCBs and/or denominations. Following a sensitivity analysis conducted on the two base cases,

⁵⁷ Including all NCB costs for lodging, unpacking, processing, destruction of unfit notes, repackaging of fit notes, storing and reissuing.

⁵⁸ Including production, transport, storage and handling costs.

⁵⁹ For more in-depth studies the model also outputs the residual value of false unfit notes using a linear depreciation from fitness level 1 to a definable residual value at the Eurosystem threshold (50). This aspect is not covered in this article.

the two strongest factors (NCB sorting threshold and theoretical banknote life) are discussed in more detail.

4.1 Definition of two cash cycles

The two cash cycles used, representing the cash cycles of two theoretical countries, are identical in all aspects (e.g. theoretical life of a banknote, accuracy of sorting sensors used) except for the involvement of the CHs and the NCB. In Cash Cycle 1, the NCB is actively involved and recirculation by CHs is limited. Cash Cycle 2 represents a country where CHs recirculate a large share of the volume of banknotes in circulation. The values of the input parameters for the two cycles are shown in Table 1.

Table 1
Overview of the input parameters for the two base cash cycles

Input parameter	Cash Cycle 1	Cash Cycle 2
New note issuance costs	€50 per 1,000 notes	
New note fitness level	1	
New note fitness variation (SD in fitness levels)	5	
Notes in active circulation	1 billion	
Annual change in circulation volume	+5%	
Note inflows/outflows	none	
Ageing model	Poisson	
Theoretical note life (due to soiling)	24 months	
Defect likelihood per year	10% (increasing linearly with the fitness level)	
CH sorting volume per year	2 billion	5 billion
CH share of fit notes sent to NCB (as surplus)	25%	
CH sorting threshold	70	
NCB sorting threshold	50 (i.e. at Eurosystem threshold)	
CH and NCB sensor inaccuracy (SD in fitness levels)	10	
NCB sorting costs	€10 per 1,000 notes	
NCB sorting volume per year	5 billion	2 billion
Eurosystem fit/unfit threshold	50	

Notes: Rounded Eurosystem averages and estimates were used for all input parameters. In this example, the estimates for new note issuance costs and NCB sorting costs are the same for both theoretical cash cycles and do not include any economies of scale due to different NCB sorting volumes or different annual note replacement volumes (see Table 2 below).

The model results for the two theoretical cash cycles are shown in Table 2.

Table 2**Results for the two base cash cycles**

Model results	Cash Cycle 1	Cash Cycle 2
<i>Technical</i>		
Percentage of unfit notes in circulation	6.8%	14.7%
NCB destruction (shred) rate	11.5%	23.8%
Annual note replacement volume*	574.6 million	476.5 million
Average note life in circulation	20.9 months	25.2 months
<i>Financial</i>		
Annual note replacement costs	€28.7 million	€23.8 million
Annual NCB sorting costs	€50 million	€20 million
Total costs**	€78.7 million	€43.8 million

Source: ECB Banknote Circulation Model.

* The note replacement volume and costs quoted here do not include notes needed to increase the circulation volume (as they are not replacing unfit notes). The additional cost due to new notes needed to increase circulation volume is, in this case, €2.5 million in the first year for both cash cycles ([1billion notes in circulation] increased by [5%], at [€50 per 1,000 new notes]).

** Excluding CH processing costs.

The two cycles studied, despite using notes with the same theoretical note life, result in a different note life in circulation. In Cash Cycle 2 fewer banknotes are returned to the NCB (2 billion against 5 billion in Cash Cycle 1), but these are more soiled. This can be seen by the NCB destruction (shred) rate, which is much higher in Cash Cycle 2. Even though a higher percentage of NCB-sorted notes are destroyed in Cash Cycle 2, the absolute volume of shredded banknotes is lower, resulting in a lower annual replacement of about 100 million notes. As a result notes are about 4.5 months longer in circulation, resulting in a substantially lower quality in circulation (14.7% unfit compared with 6.8% for Cash Cycle 1). This is expected, as the CH threshold is more lenient (70) than the NCB threshold (50) and the proportion of notes recirculated is substantially higher in Cash Cycle 2. Cost-wise, Cash Cycle 1 has almost twice the annual costs of Cash Cycle 2. This is due primarily to the substantially higher NCB sorting volume/costs and only to a small extent to the increased replacement costs.

4.2 A sensitivity analysis of the model based on the two cycles

All the model input parameters affect the final note quality in circulation and total costs; this section examines the sensitivity of the results to the input parameters, identifies key drivers and examines whether changing the input parameters affects the two theoretical cash cycles in the same way. The analysis is based on a scenario approach. The base values of the input parameters for the two cash cycles (as defined in Table 1) are modified to give new scenario values. The scenario values are set within ranges considered to be either within the inaccuracy of the respective parameter or within the expected range in which they can be adjusted by the Eurosystem. Parameters which are either fixed (e.g. the NCB or CH sorting volume) or have no impact on quality (e.g. banknote replacement or sorting costs) are not included in the analysis. Table 3 presents an overview of the modification of each model input for each scenario. For most input parameters both an increase and a decrease from the base value are simulated. For every scenario the results for note

quality (expressed as the percentage of unfit notes in circulation) and total cash cycle costs are presented as change in relation to the base case results.

Table 3
Sensitivity analysis of key model parameters for the two cash cycles

(Changes in percentage points for unfit notes in circulation and EUR millions for total costs)

Scenario input	Base cash cycle value	Scenario value	Results			
			Cash Cycle 1		Cash Cycle 2	
			Unfit notes in circulation	Total costs	Unfit notes in circulation	Total costs
Base case results			6.8%	78.73	14.7%	43.82
<i>Note production parameter</i>						
New note fitness variation (SD in fitness levels)	5	1	-0.5	-1.96	-0.6	-1.04
		15	+1.2	+5.60	+3.5	+4.43
<i>Note circulation parameters</i>						
Notes in active circulation	1 billion	0.9 billion	-0.9	-2.33	-1.3	-1.86
		1.1 billion	+0.9	+2.27	+1.2	+1.82
Annual change in circulation volume*	+5%	0%	+0.3	+1.02	+0.8	+1.01
		+15%	-0.5	-1.90	-0.9	-1.37
Note inflow (5% unfit)	0	0.25 billion	+1.5	-7.31	+3.4	-8.10
Note inflow (20% unfit)	0	0.25 billion	+2.3	-5.87	+4.7	-6.67
Note outflow	0	0.25 billion	-1.4	+7.44	-3.2	+8.17
<i>Note lifespan parameters</i>						
Theoretical note life (due to soiling) in months	24	18	+2.8	+6.66	+4.6	+5.96
		30	-1.7	-4.57	-2.5	-3.27
Defect likelihood per year	10%	5%	-0.5	-1.09	+0.2	-0.84
		15%	+0.3	+0.86	+0.1	+1.14
<i>CH parameters</i>						
CH share of fit notes sent to NCB (as surplus)	25%	15%	-0.1	+0.02	-0.3	+0.08
		35%	+0.1	-0.02	+0.4	-0.09
CH sorting threshold	70	60	-0.3	+0.12	-2.3	+0.71
		80	+0.1	-0.04	+1.7	-0.24
CH sensor inaccuracy (SD in fitness levels)	10	5	+0.1	-0.03	+0.8	-0.21
		15	-0.1	+0.05	-0.7	+0.27
<i>NCB parameters</i>						
NCB sorting threshold	50	45	-2.6	+2.88	-2.6	+2.54
		55	+3.5	-3.38	+4.0	-1.35
NCB sensor inaccuracy (SD in fitness levels)	10	5	+1.0	-2.87	+1.0	-0.41
		15	-1.0	+3.60	-0.1	+1.86

Source: ECB Banknote Circulation Model.

* The note replacement volume and costs quoted here do not include notes needed to increase the circulation volume (as they are not replacing unfit notes). Additional costs for new notes due to a circulation increase for the two scenarios would be zero (for the no growth scenario) and €7.5 million (for the +15% scenario).

The table above shows that the parameters which have the largest impact on the final quality of notes in circulation are – for both cycles – the NCB sorting

threshold and theoretical banknote life. These parameters are studied in more detail in Sections 4.3.1 and 4.3.2. Other parameters such as banknote outflows have a comparable impact, but they are outside the control of a central bank.

The new note fitness variations, which in the model are expressed as SD in fitness levels, also significantly affect quality and costs. For Cash Cycle 1, changing the SD between 1 (highly uniform production) and 15 (substantial variations which affect soil detection⁶⁰) fitness levels can result in either savings of €1.96 million or additional costs of €5.60 million compared with the base case. The overall range covers about 10% of the total cash cycle costs. In addition, the simulated increase compared with the base case has a negative impact on quality, adding an additional 1.2 percentage points to the proportion of unfit notes in circulation. The same trend is visible for Cash Cycle 2, with, however, a slightly different magnitude regarding quality and costs.

The – difficult to determine – number of notes in active circulation has a substantial impact on the model results. As a larger note circulation volume results in notes being returned less frequently to the NCB or CHs,⁶¹ this leads to more unfit notes in circulation. Subsequently the NCB note destruction volume increases, resulting in additional replacement costs. The behaviour is similar for both cycles. For an accurate modelling of any specific national cash cycle a good knowledge of the active circulation is required.

Changes to the NCB sensor accuracy and CH sorting threshold or sensor accuracy affect the two cash cycles very differently. Cash Cycle 2 reacts about ten times more strongly to changes in the CH sensor performance (expressed as SD in fitness levels) or sorting threshold than Cash Cycle 1. This was expected, but to a lesser extent, considering that the CH sorting volume in Cash Cycle 2 is only 2.5 times the CH sorting volume in Cash Cycle 1. Yet it is a clear indication that in cash cycles with substantial recirculation, the performance of the machines used by CHs needs to be carefully monitored. NCB sensor accuracy has an impact on cash cycle costs which is about 3-7 times higher for Cash Cycle 1, indicating that efforts to improve the NCB sensor performance are most cost-effective where the NCB accounts for the largest share of note sorting. The result that better CH or NCB sensors lead to a slightly lower note quality in circulation is counter-intuitive. The reason is that “bad” sensors sort out a substantial amount of fit notes which are close to the threshold (e.g. notes with 40 – 50 fitness levels), which are in turn replaced with brand new notes. This has the side-effect of cleaning the circulation, at the expense of destroying still fit notes.

The model confirms that inflows and outflows of notes play a substantial role in the national cash cycles of the euro area. In the sensitivity analysis annual inflows and outflows of one-quarter of the total note circulation volume are

⁶⁰ Such as, for example, differences in the watermark or paper tint. The estimations of the SD for production variations are based on internal ECB studies and in the past are estimated to have occurred. The Eurosystem is constantly trying to reduce such production variations.

⁶¹ At constant sorting volumes, which is the case in this simulation.

simulated.⁶² As outflows are replaced in the model with new banknotes, an increase in the quality in circulation, together with an increase in the replacement costs, is observed. For incoming notes, the sensitivity analysis studies inflows of two note quality levels (5% and 20% unfit in the note population). Even when banknotes of good quality (with 5% unfit) enter a cash cycle, such an inflow has a negative impact on the circulation quality as it restricts the NCB's possibility to issue new notes. This effect becomes more pronounced the lower the incoming note quality becomes. In both inflow cases the NCB has a substantially lower need for new notes as a result of the inflows and accordingly lower replacement costs. The impact is very similar for both cash cycles.

The impact of other parameters, such as the ageing model or the defect likelihood in relation to note fitness (increasing or constant), is small and therefore not included in Table 3.

4.3 Detailed analysis of key cash cycle parameters

The sensitivity analysis above changed individual model parameters, but kept the NCB sorting threshold at the Eurosystem threshold (50). In reality, however, an NCB can modify the sorting threshold on its machines. This section looks at the possibility of adjustments of the NCB sorting threshold, to steer the note quality (4.3.1) or benefit from an extended note life (4.3.2).

4.3.1 NCB sorting threshold

An adjustment of the sorting threshold by an NCB has an impact both on the quality in circulation and replacement costs. In real life NCBs select a sorting threshold which meets the requirements of the cash cycle in their country. Cash cycles can be different owing to geographical, cultural and societal differences. Chart 7 shows the effect of adjusting the NCB sorting threshold on the two cash cycles. The dotted parts of the lines indicate sensor thresholds where the notes reissued by the NCB would include too many unfit notes (false fit > 8%) and no longer conform to the minimum note quality allowed within the Eurosystem.⁶³

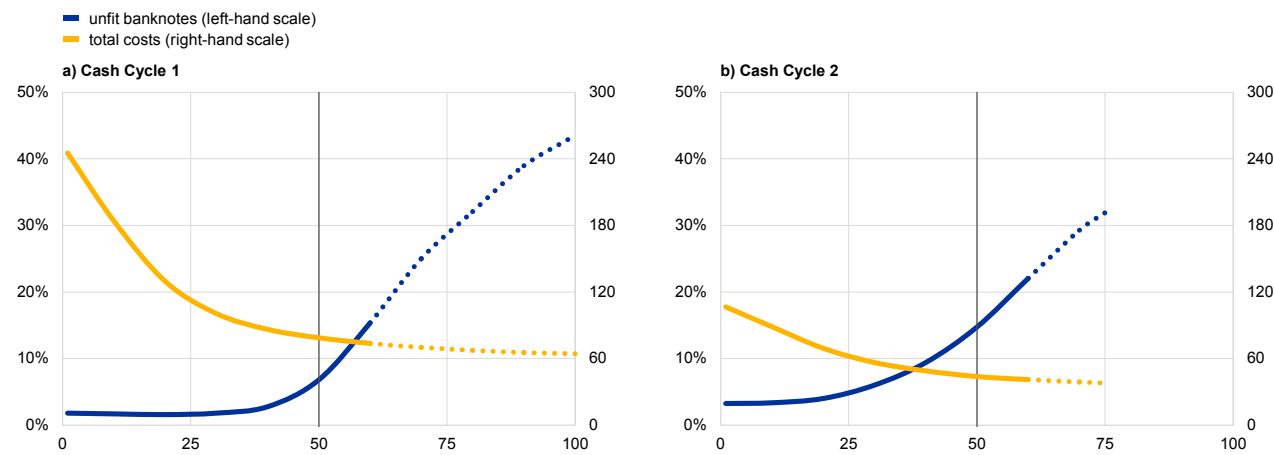
⁶² On the basis of Eurosystem estimates, such inflows and outflows commonly occur in national cash cycles.

⁶³ Additionally, for Cash Cycle 2, no steady-state condition could be derived at NCB sensor settings higher than 75 as the resulting quality in circulation would be too low and the number of notes returned by CHs as unfit would be larger than the total annual NCB sorting capacity of 2 billion notes.

Chart 7

Quality in circulation and total cash cycle costs as a function of the NCB sorting threshold

(x-axis: NCB sorting threshold; left y-axis: percentage of unfit notes in circulation; right y-axis: total cash cycle costs in EUR millions)



Source: ECB Banknote Circulation Model.

Note: The vertical lines at 50 refer to the base cases as defined in Section 4.1. The dotted parts of the lines correspond to NCB sensor thresholds where the notes reissued by the NCB would contain too many unfit notes (false fit > 8%).

As expected, for more severe (lower) sorting thresholds, the total cash cycle costs increase and note quality improves in both cash cycles. However, the magnitude is very different in the two cycles. In Cash Cycle 1, with more severe sorting, the quality can be improved to about 2% unfit notes in circulation. In Cash Cycle 2, even with all notes received destroyed and replaced with new notes,⁶⁴ the best quality that can be reached is about 4% unfit notes in circulation. The total costs for Cash Cycle 1 remain in all cases higher than for Cash Cycle 2 owing to the constant difference of €30 million p.a. for the additional NCB processing in Cash Cycle 1 (5 billion notes compared with 2 billion for Cash Cycle 2).

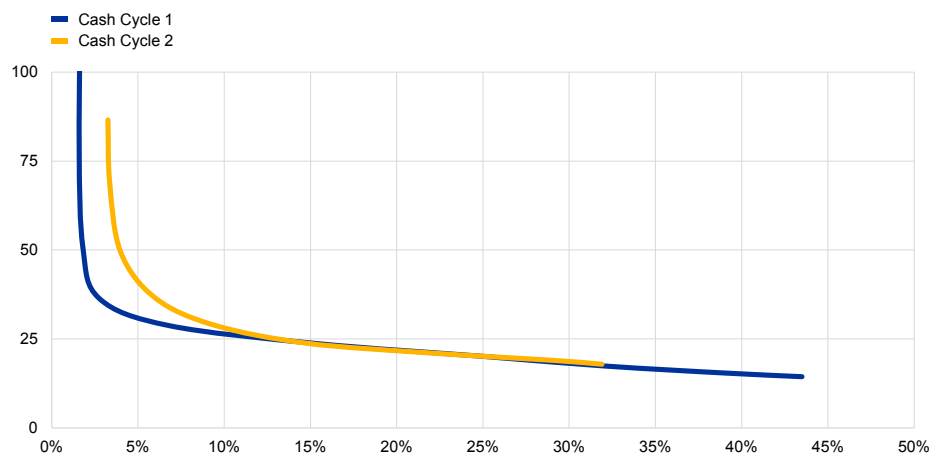
The question arises of whether a higher NCB sorting volume is beneficial. This is not immediately evident from Cash Cycles 1 and 2, as a substantial difference in the cash cycle costs is due to a different quality in circulation but also to the different annual NCB processing costs. To answer this question we therefore need to look at note replacement costs for the two cash cycles in relation to the percentage of unfit notes in circulation (see Chart 8).

⁶⁴ By sorting at an NCB fitness threshold of 1.

Chart 8

Annual replacement costs as a function of note quality

(x-axis: percentage of unfit notes in circulation; y-axis: annual note replacement costs in EUR millions)



Source: ECB Banknote Circulation Model.

Note: The chart reflects the change in circulation note quality produced by adjustment of the NCB sorting threshold.

Chart 8 shows that as long as there are more than about 10% unfit notes in circulation, the replacement costs are identical in both cycles. However, with a higher frequency of notes being returned to the NCB (as in Cash Cycle 1), the quality of notes in circulation can be raised to about 5% with only a linear increase in replacement costs. If NCB processing volumes are lower (Cash Cycle 2), the point where any further improvement in note quality comes at exponentially higher replacement costs is already at about 10% unfit in circulation.

Understanding the relationship between the extent of NCB note processing, the note replacement volume and the achievable note quality in circulation is especially relevant for the Eurosystem. The replacement costs for banknotes are shared by an allocation of the total note production volume according to each NCB's share in the ECB's capital.⁶⁵ The NCB note processing costs are, on the other hand, covered by the NCB in question. Each NCB must therefore ensure that its involvement in the cash cycle is sufficient to achieve the required national note quality without an overproportionate note consumption. The level of the NCB's involvement also needs to take into account the other factors influencing the national cash cycle, such as national differences in note life, inflows/outflows or the role of CHs.

4.3.2 Increasing banknote life

As already mentioned, one input in the model is the theoretical note life, which is the average time a note takes to become gradually soiled from new (fitness level 1) to the Eurosystem threshold (50). An increase in this parameter corresponds either to

⁶⁵ Using a key which is linked to the countries' shares in the total population and gross domestic product of the EU.

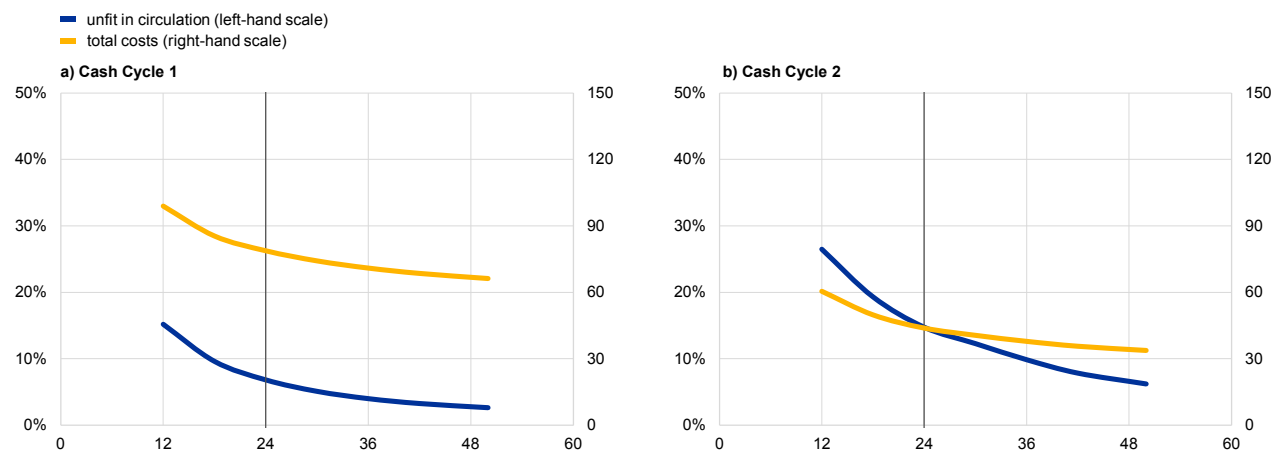
an increase in soil resistance or people treating banknotes more carefully. The actual average life of a note until destruction is then dependent on the frequency at which notes are returned to the NCB and the NCB's sorting threshold.

Chart 9 shows the – unsurprisingly – very positive effect of an increased theoretical note life on total cash cycle costs owing to reduced note replacement needs, as well as a significant increase in the note quality in circulation. If the theoretical life increases from 24 to 36 months, the note replacement costs drop for Cash Cycle 1 from €28.7m to €20.9m and for Cash Cycle 2 from €23.8m to €17.8m, and quality improves by 2.8 and 4.9 percentage points respectively.⁶⁶

Chart 9

Impact of an increase in theoretical note life on quality and total cash cycle costs

(x-axis: theoretical note life in months; left y-axis: percentage of unfit notes in circulation; right y-axis: total annual cash cycle costs (NCB processing and replacement costs) in EUR millions)



Source: ECB Banknote Circulation Model.

Note: The vertical lines at 24 months refer to the base cash cycles as defined in Section 4.1.

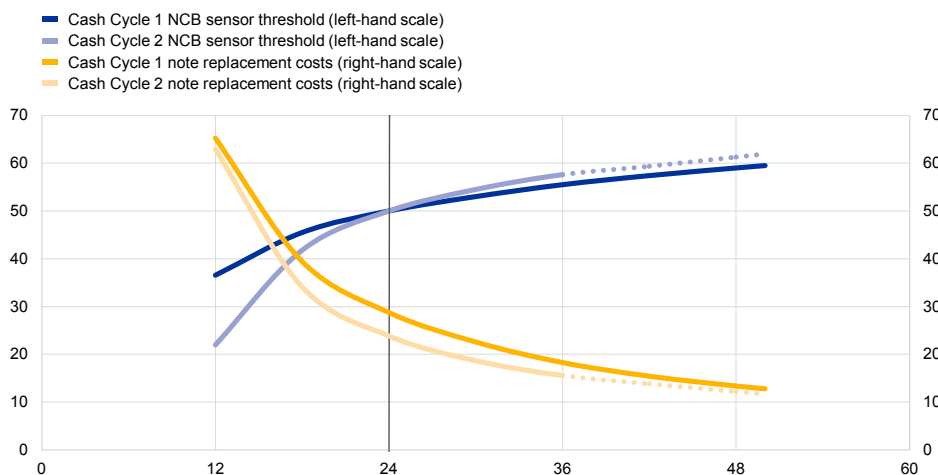
The total cost savings due to an extended note life could become even larger if the NCB decides to maintain its existing level of quality in circulation despite issuing notes with a longer life. An NCB can achieve this by adjusting its sorting threshold to settings which are more lenient than the Eurosystem threshold. This change in sorting policy is of course only possible within the limit of 8% false fit notes which can be reissued by the NCB. Chart 10 shows that if such a policy is implemented, the same increase in note life (from 24 to 36 months) further reduces replacement costs for Cash Cycle 1 to €18.3m (-€2.6m) and for Cash Cycle 2 to €15.6m (-€2.2m).

⁶⁶ The improvement in quality is larger in Cash Cycle 2 owing to the lower note quality of the base case.

Chart 10

Increasing theoretical note life while keeping constant note quality

(x-axis: theoretical note life in months; left y-axis: NCB sensor threshold; right y-axis: replacement costs in EUR millions)



Source: ECB Banknote Circulation Model.

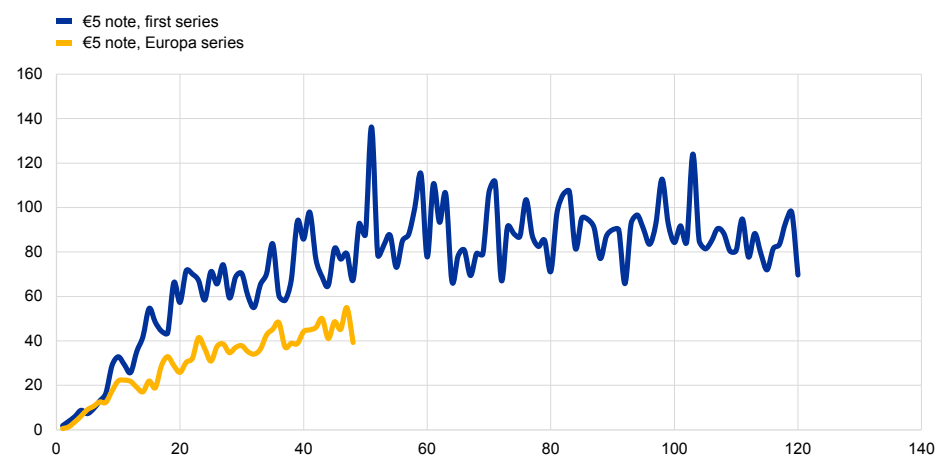
Notes: The chart shows the impact of an increase in the theoretical note life on replacement costs at constant quality in circulation. The blue lines indicate the required adjustment to the NCB sorting threshold to keep the constant quality in circulation. For Cash Cycle 2, unfeasible scenarios (more than 8% unfit in notes reissued by the NCB) are indicated by dotted curves.

These model results are very much in line with the Eurosystem experience with the Europa series €5 (introduced in May 2013) and €10 (September 2014) banknotes, which have been protected against soiling by an additional varnish layer. Varnishing has resulted in a substantial decrease of about 50% in the note replacement volume, resulting for the €5 note in annual savings of about 500 million new banknotes at a stable quality in circulation as found by the quality survey. The 2012 annual destruction of the first series €5 notes amounted to 1.1 billion notes, whereas from May 2016 to April 2017 only 0.57 billion Europa series €5 notes had to be replaced at a similar note volume in circulation. Chart 11 shows this reduction very clearly by comparing the monthly note replacement in the months after first issuance. For the €10 note a similar reduction in the replacement rate is currently emerging.

Chart 11

Monthly destruction of the first series €5 and the Europa series €5 notes

(x-axis: months after first issuance of the series; y-axis: monthly note destruction in millions)



Sources: Eurosystem Currency Information System 2.

Notes: For the first series, data are from January 2002 onwards, for the Europa series, data are from May 2013 onwards.

The savings for the Eurosystem from the varnishing of the Europa series have and will continue to substantially outweigh the additional production costs.

Box 1

Modelling country-specific cash cycles based on real data

The circulation model developed can be a valuable tool for decision-making. In the case of well-defined cash cycles, such as those presented in the sensitivity analysis, the impact of various policy-related factors can be comprehensively studied and better informed decisions can be made.

When, however, more detailed quantitative results are needed for a specific country, the success of such an analysis depends heavily on how well the cash cycle can be defined, in other words on the calibration of the model. Some of the parameters are known for every country: for example, the NCB sorting threshold or the NCB and CH processing volumes. Other parameters of the model, however, might not be well defined, or even not obtainable from the data currently available. Such parameters are the active circulation, the theoretical note life, the likelihood of defects, or the inflows/outflows. In this case, the inputs for the model are calibrated on the basis of expert estimation, which carries the danger of inaccuracy or error.

With an increasing volume of real-life data becoming available and increasing possibilities for processing incoming data streams, it becomes less and less necessary to rely on expert estimation to model a cash cycle. There is currently a clear trend towards new sorting machines collecting and storing detailed fitness data per banknote. This in principle allows banknotes to be monitored individually and the model parameters that govern the main steps of the cash cycle to be extracted.

With this outlook in mind, the possibility of building an alternative circulation model based on available data from sorting centres was explored. Data were taken from an external circulation trial (ECT) that took place in three countries. An ECT is an exercise, designed to accurately simulate country-specific cash cycles, where one or more NCBs issue within a very short

period (1-2 weeks) a statistically relevant number of banknotes, which are then monitored, typically by serial number reading in NCB cash centres. The alternative model treats each banknote as an independent agent, which has a number of attributes: soil value, age (since issuance) and time since last sorting. This allows more complex relationships to be modelled. The work carried out focused on extracting statistical estimates of the ageing rate, the return frequency and the defect likelihood.

The alternative model's results were validated for the three countries participating in the ECT against known figures on a number of aspects, covering the quality in circulation and the unfit rates at NCB and CH sorting. The overall results were considered to be relatively promising. In most of the cases the quality in circulation was predicted with reasonable accuracy, taking into account the uncertainty of the real-life figures on note quality in circulation. However, there were some non-negligible discrepancies between the model results and the real-life figures. These were attributed mainly to inaccuracies in the data (due for instance to technical limitations of fitness sensors or the difficulty of accounting for effects of CH sorting on the note quality at the NCB) or unknown/not included parameters (e.g. migration was not modelled because of the absence of information on the fitness profiles of inflowing notes).

Lessons were learnt from this modelling approach. The data collection used was not specifically designed for the purposes of modelling banknotes in circulation. It is clear that the quality of the data has a significant impact on the quality of the data-based model itself. Moreover, simulating all the relevant aspects of a cash cycle can be challenging owing to the lack of accurate data, for instance data on the CH sorting. The success of such a modelling approach, therefore, lies in the existence of a well-designed and controlled data collection, reflecting the actual circulation and mitigating technological limitations.

5 Conclusions

Applying the ECB's computer-based circulation model to two theoretical cash cycles enabled significant parameters governing banknote quality and overall cash cycle costs to be identified. The model showed that the quality of notes in circulation increases when (1) notes are returned more frequently to the central bank, (2) sorting at the central bank becomes more severe and (3) banknotes have an increased resistance to soil and defects. The first two factors imply additional costs, however; the former for note processing and transport, and the latter for replacement notes. A balance between the ideal return frequency and severity of central bank sorting must be struck for each individual cash cycle. Increasing banknotes' resistance to soil increases the note quality in circulation and reduces the annual replacement costs. Further savings can be achieved if a central bank applies a more lenient sorting policy, so that the increase in quality is traded for additional savings in the replacement note volume.

The model also quantified the impact of additional factors. Increasing the accuracy of NCBs' fitness sensors yields savings primarily in cash cycles with a higher NCB involvement in the sorting of notes directly from circulation. Changes to the variations in the production of new banknotes or the severity of note sorting by

CHs play a substantial but comparatively smaller role in quality and cash cycle costs. Model assumptions for note ageing were shown to have an even smaller impact on note quality.

The studies showed that the note quality in a cash cycle is also heavily influenced by factors outside the control of the Eurosystem such as the active circulation volume and inflows and outflows of banknotes due to migration and tourism. While data on such factors are difficult to obtain, a consistent individual data recording of the fitness properties of each single banknote processed at NCB level would, while ensuring an anonymous use of banknotes, substantially improve figures compared with current estimates.

The Eurosystem is currently working to evaluate and improve its fitness sensors and algorithms in order to deliver consistent and linear fitness values which are linked to human perception. This will allow NCBs to better monitor and adjust their circulation quality as well as provide more reliable data to be used in future modelling.

Statistični podatki

Kazalo

1 Gibanja zunaj euroobmočja	S2
2 Finančna gibanja	S3
3 Gospodarska aktivnost	S8
4 Cene in stroški	S14
5 Denarna statistika	S18
6 Državne finance	S23

Dodatne informacije

Statistični podatki ECB so dostopni na spletni povezavi Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Podatki v razdelku ekonomskega biltena z naslovom »Statistični podatki« so dostopni tudi na spletnem mestu SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Podrobnejše statistično poročilo je na spletnem metu SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Metodologije so opredeljene v razdelku »Splošne opombe« statističnega poročila:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Podrobnosti o izračunih so v razdelku »Tehnične opombe« statističnega poročila:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Strokovni izrazi in kratice so pojasnjeni v statističnem glosarju ECB:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Konvencionalni znaki v tabelah

-	podatki ne obstajajo/podatki se ne uporabljajo
.	podatki še niso na voljo
...	nič ali zanemarljivo
(p)	začasno

1 Gibanja zunaj euroobmočja

1.1 Glavne trgovinske partnerice, BDP in CPI (indeks cen življenjskih potrebščin)

	BDP ¹⁾ (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20 ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje ³⁾ (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,3	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,9	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 III	0,8	0,7	0,5	0,3	1,8	0,5	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
IV	0,9	0,4	0,7	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 I	0,9	0,3	0,2	0,4	1,3	0,5	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
II	.	0,8	0,3	1,0	1,7	0,6	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
2017 mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
april	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
maj	-	-	-	-	-	-	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
jun.	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
jul.	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
avg. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	1,5

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

1) Četrtni podatki so desezonirani; letni podatki niso desezonirani.

2) Podatki za Argentino trenutno niso na voljo zaradi izrednega stanja v nacionalnem statističnem sistemu, ki ga je argentinska vlada razglasila 7. januarja 2016. Zaradi tega Argentina ni vključena v izračun agregata G20. Politika glede vključitve Argentine bo ponovno ocenjena enkrat v prihodnosti, odvisno od nadaljnjih dogajanj.

3) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

4) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in prvih informacij o cenah energentov.

1.2 Glavne trgovinske partnerice, indeks vodij nabave PMI in svetovna trgovinska menjava

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)									Uvoz blaga ¹⁾		
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-0,9
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,7
2016 III	51,4	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,8	51,3	50,1	0,9	1,1	0,8
IV	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,7	-1,3	3,9
2017 I	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,0	1,3	2,4
II	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	0,0	1,6	-1,1
2017 mar.	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,6	2,0	1,3	2,4
april	53,0	53,2	56,1	52,6	51,2	56,8	52,7	53,1	51,6	-0,1	0,3	-0,4
maj	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,6	53,3	51,4	0,3	1,4	-0,4
jun.	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	0,0	1,6	-1,1
jul.	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	.	.	.
avg. ⁴⁾	.	56,0	54,0	51,9	52,4	55,7	52,6	.	52,3	.	.	.

Viri: Markit (stolpci 1–9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB (stolpci 10–12).

1) »Svet« in »industrijske države« brez euroobmočja. Letni in četrtni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesečnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

2.1 Obrestne mere denarnega trga (odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje ¹⁾					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA)	1-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (EURIBOR)	6-mesečni depoziti (EURIBOR)	12-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (LIBOR)	3-mesečni depoziti (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017 feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
mar.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
april	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
maj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
jun.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
jul.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
avg.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja; glej Splošne opombe

2.2 Krivulje donosnosti

(konec obdobja; stopnje donosa v odstotkih na leto; razponi v odstotnih točkah)

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 feb.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
mar.	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
april	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
maj	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
jun.	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
jul.	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
avg.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja; glej Splošne opombe.

2) Izračuni ECB na podlagi osnovnih podatkov EuroMTS in bonitetnih ocen Fitch Ratings.

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX												ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017 feb.	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7
mar.	365,7	3.427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2.366,8	19.340,2
april	373,9	3.491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2.359,3	18.736,4
maj	387,1	3.601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2.395,3	19.726,8
jun.	383,6	3.547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2.434,0	20.045,6
jul.	377,8	3.483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2.454,1	20.044,9
avg.	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)^{1), 2)} (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila				Sestavljeni indeks stroškov izposojanja		
	Čez noč	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane			Po začetni fiksni obrestni meri		Letni odstotek stroškov ³⁾		Po začetni fiksni obrestni meri						
			do 2 let			nad 2 leti	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta			nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto in do 5 let	nad 5 let in do 10 let		nad 10 let	Letni odstotek stroškov ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 avg.	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90
sep.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
okt.	0,08	0,49	0,44	0,75	6,42	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
dec.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,33	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017 jan.	0,07	0,48	0,42	0,75	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
feb.	0,07	0,48	0,40	0,76	6,38	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
mar.	0,06	0,48	0,40	0,74	6,39	16,69	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
april	0,06	0,47	0,40	0,74	6,34	16,70	4,83	5,58	5,96	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
maj	0,06	0,47	0,39	0,83	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
jun.	0,06	0,47	0,38	0,79	6,31	16,83	4,68	5,74	6,20	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
jul. ^(p)	0,05	0,46	0,38	0,76	6,28	16,81	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Vključno z nepridobitnimi institucijami, ki opravljajo storitve za gospodinjstva.

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)^{1), 2)} (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja
	Čez noč	Vezane			do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			
		do 2 let	nad 2 leti		spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016 avg.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
sep.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
dec.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 jan.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,37	1,62	1,79
feb.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,31	1,53	1,76
mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
april	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
maj	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
jun.	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
jul. ^(p)	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,71	1,23	1,33	1,65	1,74

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Skladno z ESR 2010 se holdingi nefinančnih skupin od decembra 2014 ne uvrščajo več v sektor nefinančnih družb, temveč v sektor finančnih družb.

2 Finančna gibanja

2.6 Vrednostni papirji razen delnic, ki so jih izdali rezidenti euroobmočja, s členitvijo po sektorju izdajatelja in prvotni dospelosti

(v milijardah EUR; transakcije v mesecu in stanja na koncu obdobja; nominalna vrednost)

	Stanja							Bruto izdaje ¹⁾						
	Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država		Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država	
			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI			Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država		
													FVC	FVC
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2014	1.322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33
2017 jan.	1.276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41
feb.	1.303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29
mar.	1.315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33
april	1.302	525	136	.	91	479	72	357	155	47	.	43	75	36
maj	1.301	522	138	.	93	481	68	358	173	43	.	37	84	21
jun.	1.284	508	140	.	80	484	72	341	145	50	.	33	81	33
Dolgoročne														
2014	15.143	4.055	3.165	.	995	6.285	643	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.250	3.784	3.288	.	1.059	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.281	3.641	3.217	.	1.140	6.643	641	210	59	48	.	17	78	8
2017 jan.	15.340	3.645	3.227	.	1.142	6.688	638	317	103	82	.	15	108	9
feb.	15.370	3.667	3.232	.	1.145	6.686	641	246	80	54	.	12	89	12
mar.	15.404	3.648	3.221	.	1.155	6.735	644	298	65	103	.	24	97	9
april	15.378	3.633	3.240	.	1.155	6.717	632	252	54	94	.	13	87	5
maj	15.449	3.635	3.242	.	1.158	6.780	634	259	63	73	.	18	101	4
jun.	15.442	3.627	3.229	.	1.158	6.791	637	213	60	36	.	23	84	9

Vir: ECB.

1) Za namene primerjave se letni podatki nanašajo na mesečno povprečje v danem letu.

2.7 Stopnje rasti in stanja vrednostnih papirjev razen delnic in delnic, ki kotirajo na borzi

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

	Vrednostni papirji razen delnic							Delnice, ki kotirajo na borzi			
	Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Skupaj	DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	
			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država					
											FVC	FVC
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Stanje											
2014	16.464,5	4.598,5	3.296,2	.	1.053,6	6.823,2	693,0	5.958,1	591,3	782,2	4.584,6
2015	16.518,9	4.301,6	3.434,4	.	1.120,3	6.960,1	702,4	6.745,0	586,4	907,6	5.251,0
2016	16.523,6	4.160,2	3.352,2	.	1.199,2	7.108,5	703,4	7.029,3	538,8	1.020,0	5.470,5
2017 jan.	16.616,6	4.181,7	3.362,4	.	1.214,7	7.156,9	700,9	7.015,4	542,5	1.018,4	5.454,5
feb.	16.672,8	4.217,3	3.373,1	.	1.223,9	7.151,8	706,8	7.201,4	539,1	1.028,8	5.633,4
mar.	16.718,9	4.195,5	3.352,3	.	1.237,6	7.216,0	717,4	7.509,3	610,0	1.058,8	5.840,5
april	16.680,0	4.158,0	3.376,5	.	1.245,7	7.195,8	704,0	7.689,7	636,9	1.077,2	5.975,6
maj	16.749,9	4.156,2	3.379,9	.	1.250,7	7.261,0	702,1	7.781,6	631,3	1.070,8	6.079,5
jun.	16.725,9	4.134,5	3.369,4	.	1.237,5	7.275,3	709,2	7.630,9	640,5	1.067,8	5.922,7
Stopnja rasti											
2014	-0,8	-8,1	0,1	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,5	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,2	-3,1	-1,8	.	7,2	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 jan.	0,8	-2,1	-0,6	.	9,1	2,2	-0,2	0,6	1,5	1,1	0,4
feb.	1,3	-1,7	1,6	.	10,0	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3
mar.	1,6	-1,4	2,6	.	9,7	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
april	1,8	-2,0	3,8	.	8,7	2,2	0,2	0,8	5,8	1,1	0,3
maj	1,9	-1,9	4,1	.	8,6	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3
jun.	1,9	-2,1	5,6	.	8,5	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaj¹⁾

(povprečja obdobj; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38		
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM ²⁾	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2014	101,4	97,2	96,4	90,6	96,4	98,5	114,3	95,4	
2015	91,7	87,6	88,6	82,3	80,9	88,0	105,7	87,0	
2016	94,4	89,5	90,8	84,5	79,9	89,1	109,7	89,3	
2016 III	94,8	90,0	91,3	84,9	79,9	89,3	110,0	89,5	
IV	94,5	89,6	90,5	84,3	79,7	88,9	109,4	88,9	
2017 I	93,8	89,0	89,6	82,9	79,0	88,0	108,6	88,1	
II	95,3	90,3	91,0	.	.	.	110,2	89,1	
2017 mar.	94,0	89,2	89,8	-	-	-	108,6	88,0	
april	93,7	89,0	89,6	-	-	-	108,3	87,7	
maj	95,6	90,5	91,4	-	-	-	110,5	89,3	
jun.	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1	
jul.	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,6	
avg.	99,0	93,8	94,2	-	-	-	115,1	93,0	
				% sprememba glede na predhodni mesec					
2017 avg.	1,5	1,5	1,3	-	-	-	1,5	1,5	
				% sprememba glede na predhodno leto					
2017 avg.	4,4	4,2	3,1	-	-	-	4,6	3,8	

Vir: ECB.

1) Opredelitev skupin trgovskih partneric in druge informacije najdete v Splošnih opombah statističnega poročila.

2) Serije, deflacirane z indeksom ULCM, so na voljo samo za skupino trgovskih partneric EDT-18.

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobj; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan ren- minbi	Hrvaška kuna	Češka krona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Pojlski zlot	Britan- ski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	44,437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	44,454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	44,904	9,469	1,090	1,107
2016 III	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	44,646	9,511	1,089	1,117
IV	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	45,069	9,757	1,080	1,079
2017 I	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	45,217	9,506	1,069	1,065
II	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	45,532	9,692	1,084	1,102
2017 mar.	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	45,476	9,528	1,071	1,068
april	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	45,291	9,594	1,073	1,072
maj	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	45,539	9,710	1,090	1,106
jun.	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	45,721	9,754	1,087	1,123
jul.	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	45,689	9,589	1,106	1,151
avg.	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	45,789	9,548	1,140	1,181
					% sprememba glede na predhodni mesec							
2017 avg.	1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,7	2,8	0,2	-0,4	3,1	2,6
					% sprememba glede na predhodno leto							
2017 avg.	5,7	-1,1	-3,4	0,0	-1,9	14,3	-0,8	6,5	2,7	0,6	4,7	5,3

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plačilna bilanca euroobmočja, finančni račun

(v milijardah EUR, razen če ni navedeno drugače; stanje ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Skupaj ¹			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldo (stanje mednarodnih naložb)												
2016 II	22.882,6	23.691,0	-808,5	9.940,6	8.276,0	7.430,2	9.989,1	-65,1	4.855,0	5.425,9	721,8	13.618,7
III	23.116,4	23.859,3	-743,0	9.911,5	8.142,6	7.690,0	10.166,4	-62,1	4.849,9	5.550,4	727,0	13.617,3
IV	23.598,0	24.253,6	-655,5	10.246,5	8.382,5	7.883,9	10.324,0	-53,8	4.813,8	5.547,1	707,7	13.616,0
2017 I	24.733,9	25.094,7	-360,8	10.613,8	8.559,8	8.223,2	10.601,2	-51,3	5.221,6	5.933,7	726,6	13.959,6
Saldo kot odstotek BDP												
2017 I	228,6	231,9	-3,3	98,1	79,1	76,0	98,0	-0,5	48,3	54,8	6,7	129,0
Transakcije												
2016 III	218,8	87,7	131,0	55,8	-79,4	127,5	14,8	23,9	3,8	152,4	7,7	-
IV	95,4	11,7	83,7	120,1	102,9	14,6	-78,2	15,2	-59,1	-13,0	4,6	-
2017 I	566,7	513,6	53,1	147,2	110,5	167,7	91,2	15,5	238,8	311,9	-2,5	-
II	184,8	66,8	118,0	11,2	27,6	196,5	122,8	-4,4	-16,8	-83,6	-1,7	-
2017 jan.	350,2	362,6	-12,5	52,5	64,8	43,0	31,4	2,2	257,6	266,4	-5,1	-
feb.	219,7	197,7	22,0	85,4	53,0	82,5	26,9	8,1	41,7	117,8	2,0	-
mar.	-3,2	-46,7	43,5	9,3	-7,3	42,2	32,9	5,2	-60,5	-72,3	0,6	-
april	150,2	135,3	14,9	28,0	7,7	44,0	-5,8	1,0	81,7	133,3	-4,5	-
maj	97,8	89,3	8,5	22,9	15,2	79,1	94,5	3,1	-8,7	-20,4	1,4	-
jun.	-63,1	-157,7	94,6	-39,7	4,7	73,4	34,0	-8,5	-89,8	-196,5	1,4	-
Skupne 12-mesečne transakcije												
2017 jun.	1.065,7	679,8	385,9	334,3	161,6	506,3	150,5	50,2	166,8	367,8	8,1	-
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP												
2017 jun.	9,8	6,3	3,6	3,1	1,5	4,7	1,4	0,5	1,5	3,4	0,1	-

Vir: ECB.

1) Izvedeni finančni instrumenti (neto) so zajeti v terjatvah.

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

(četrtni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

	Bruto domači proizvod (BDP)											
	Skupaj	Domače povpraševanje								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾		
		Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Spremembe zalag ²⁾	Skupaj	Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	
	Gradbene investicije				Investicije v opremo	Intelektualna lastnina						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2014	10.153,7	9.781,8	5.633,1	2.128,2	1.993,7	1.003,8	600,7	384,2	26,7	371,9	4.539,6	4.167,8
2015	10.498,2	10.009,4	5.745,1	2.167,6	2.070,3	1.016,3	635,9	413,0	26,4	488,8	4.856,5	4.367,7
2016	10.772,9	10.287,6	5.882,4	2.217,8	2.179,6	1.051,3	669,1	454,2	7,7	485,4	4.944,1	4.458,7
2016 III	2.695,7	2.577,0	1.471,7	555,6	546,7	262,8	167,1	115,6	2,9	118,8	1.235,7	1.117,0
IV	2.722,1	2.609,4	1.487,3	558,8	556,1	267,1	169,8	118,0	7,2	112,6	1.266,9	1.154,3
2017 I	2.740,2	2.623,9	1.501,2	561,8	556,4	271,8	170,0	113,4	4,5	116,2	1.299,8	1.183,6
II	2.768,0	2.643,1	1.511,6	565,2	562,8	275,5	171,1	114,9	3,5	124,9	1.309,5	1.184,6
Odstotek.BDP												
2016	100,0	95,5	54,6	20,6	20,2	9,8	6,2	4,2	0,1	4,5	-	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
<i>Četrtnete spremembe v odstotkih</i>												
2016 III	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-	-	0,4	0,5
IV	0,6	0,8	0,6	0,4	1,3	1,6	1,3	0,6	-	-	1,5	2,0
2017 I	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,3	1,6	1,0	-6,2	-	-	1,3	0,4
II	0,6	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8	0,9	1,1	-	-	1,1	0,9
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,7	-0,7	4,7	3,5	-	-	4,6	4,7
2015	2,0	1,9	1,7	1,3	3,1	0,7	5,1	6,4	-	-	6,6	6,8
2016	1,8	2,3	2,1	1,7	4,4	2,3	5,0	8,9	-	-	3,2	4,6
2016 III	1,7	2,3	1,9	1,6	4,6	2,5	4,8	9,4	-	-	3,0	4,3
IV	1,9	2,4	2,0	1,6	4,4	2,4	2,6	12,1	-	-	3,6	4,7
2017 I	2,0	1,9	1,6	1,0	3,8	3,3	3,2	6,0	-	-	4,5	4,7
II	2,3	2,0	1,8	1,2	2,0	4,5	2,9	-4,8	-	-	4,4	3,9
<i>Prispevki k četrtnetim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2016 III	0,5	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-	-
IV	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
2017 I	0,5	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	-	-
II	0,6	0,5	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2014	1,3	1,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,0	1,9	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 III	1,7	2,2	1,0	0,3	0,9	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,4	-	-
IV	1,9	2,3	1,1	0,3	0,9	0,2	0,2	0,5	0,0	-0,3	-	-
2017 I	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
II	2,3	1,9	1,0	0,3	0,4	0,4	0,2	-0,2	0,2	0,4	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Izvoz in uvoz zajemata blago in storitve ter vključujeta čezmejno trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih

(četrtni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2014	9.119,2	150,0	1.781,2	462,2	1.718,4	417,5	459,4	1.049,8	981,1	1.777,5	322,1	1.034,5
2015	9.426,7	151,1	1.899,9	468,6	1.777,2	430,6	464,6	1.068,4	1.026,3	1.811,3	328,8	1.071,5
2016	9.665,1	149,7	1.935,5	488,3	1.829,4	448,1	453,1	1.095,3	1.070,5	1.858,2	337,0	1.107,9
2016 III	2.417,9	37,4	482,3	122,4	457,4	112,8	112,8	274,4	268,3	465,8	84,3	277,9
IV	2.440,7	38,6	489,8	123,6	462,8	113,8	111,8	276,5	270,5	468,6	84,8	281,3
2017 I	2.457,6	39,1	489,8	125,7	467,7	114,1	112,1	278,6	274,9	470,6	85,1	282,6
II	2.482,7	39,4	496,9	127,6	473,7	115,1	112,1	280,8	278,3	473,0	85,7	285,3
Odstotek dodane vrednosti												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,2	3,5	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
<i>Četrtnne spremembe v odstotkih</i>												
2016 III	0,5	-0,3	0,8	0,5	0,5	2,0	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,7
IV	0,6	-0,4	1,2	0,4	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,7	0,4	0,2	0,9
2017 I	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,9	1,1	0,0	0,5	1,3	0,2	0,3	0,5
II	0,6	-0,9	1,1	1,0	0,7	1,0	0,1	0,3	0,8	0,2	0,3	0,8
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2014	1,4	1,4	2,7	-0,9	1,6	3,9	-1,4	0,4	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	3,0	4,2	0,2	1,6	3,0	0,1	0,5	3,0	0,9	0,3	3,2
2016	1,7	-1,3	1,8	1,7	2,3	3,0	-0,1	0,9	2,9	1,2	1,0	2,8
2016 III	1,6	-1,5	1,4	2,2	2,2	3,5	0,1	0,9	2,7	1,3	1,0	2,8
IV	1,9	-2,7	2,5	1,8	2,6	3,8	-0,8	1,1	2,8	1,5	1,1	2,2
2017 I	1,9	0,3	1,6	2,6	2,6	4,5	-1,0	1,3	3,4	1,2	1,0	2,5
II	2,2	-0,1	3,0	3,5	2,9	5,0	-0,6	1,2	2,9	1,1	1,0	2,9
<i>Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2016 III	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 I	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
II	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah</i>												
2014	1,4	0,0	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 III	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
IV	1,9	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 I	1,9	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
II	2,2	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

(četrtni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

	Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti									
		Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gos-podarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostin-stvo	Informa-cijske in komuni-kacijske dejavnosti	Finančne in zavaroval-niške dejavnosti	Poslo-vanje z nepre-mičninami	Stro-kovne, poslovne in podpor-nejitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,0	24,3	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,2	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,7	2,6	1,0	13,5	24,2	7,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,4	-1,6	0,7	0,5	-0,9	0,2	2,2	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	-0,4	-1,2	0,2	0,0	1,1	1,3	-0,2	1,8	3,0	0,9	0,8
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,6	0,6	0,1	1,9	2,3	0,1	1,6	2,9	1,2	0,9
2016 II	1,4	1,6	-0,2	-0,8	0,6	-0,2	2,0	2,0	0,1	1,0	2,8	1,3	1,0
III	1,3	1,6	0,0	-0,3	0,6	0,0	1,9	2,2	0,2	1,9	2,7	1,3	0,6
IV	1,4	1,6	0,2	0,2	0,7	0,5	1,8	2,7	0,3	1,9	2,6	1,2	0,5
2017 I	1,5	1,7	0,2	0,9	0,7	1,3	1,7	2,6	-0,2	1,7	3,0	1,2	0,9
Opraviene delovne ure													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,6	19,4	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,2	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,3	0,3	0,5	-1,0	0,0	2,3	1,3	0,2
2015	1,1	1,4	-0,3	-0,3	0,6	0,7	0,8	2,4	0,0	2,3	3,1	0,9	0,8
2016	0,8	1,0	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	1,5	1,1	-1,3	1,4	2,5	0,2	0,6
2016 II	1,0	1,1	0,7	-0,1	0,4	-0,5	1,9	1,1	-0,9	1,6	2,9	0,2	0,7
III	0,6	0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,7	1,6	0,6	-1,6	1,2	1,8	0,1	0,0
IV	0,7	0,9	-0,2	-0,7	0,5	-0,7	1,5	1,4	-1,4	1,6	2,2	0,1	0,2
2017 I	1,0	1,2	0,1	-0,4	0,6	0,5	1,2	2,1	-0,9	1,7	2,6	0,4	0,9
Opraviene delovne ure na zaposlenega													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,0	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,3
2015	0,1	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0
2016	-0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2
2016 II	-0,4	-0,6	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,8	-1,0	0,6	0,1	-1,1	-0,3
III	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-1,5	-1,8	-0,7	-0,8	-1,2	-0,6
IV	-0,7	-0,6	-0,4	-0,9	-0,2	-1,3	-0,4	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-1,1	-0,3
2017 I	-0,5	-0,5	-0,1	-1,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,8	0,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Zaposleni v milijonih ¹⁾	Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾	Brezposelnost											Stopnja prostih delovnih mest ²⁾	
			Skupaj		Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾	Po starosti				Po spolu					
			V milijonih	% delovne sile		Odrasli		Mladi		Moški		Ženske			
						V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delov- ne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016		100,0			81,8			18,2			52,2			47,8	
2014	160.334	4,6	18.637	11,6	6,1	15.216	10,4	3.421	23,7	9.933	11,5	8.704	11,8	1,4	
2015	160.600	4,6	17.446	10,9	5,6	14.295	9,8	3.151	22,3	9.254	10,7	8.192	11,0	1,5	
2016	161.882	4,3	16.228	10,0	5,0	13.279	9,0	2.950	20,9	8.474	9,7	7.755	10,4	1,7	
2016 III	162.280	4,1	16.072	9,9	4,8	13.162	8,9	2.910	20,6	8.376	9,6	7.696	10,3	1,6	
IV	162.306	4,2	15.755	9,7	4,9	12.873	8,7	2.882	20,4	8.243	9,4	7.512	10,0	1,7	
2017 I	161.634	4,3	15.380	9,5	4,8	12.632	8,5	2.748	19,6	7.970	9,1	7.410	9,9	1,9	
II	.	.	14.896	9,2	.	12.213	8,2	2.682	19,2	7.705	8,8	7.190	9,6	1,9	
2017 feb.	-	-	15.350	9,5	-	12.620	8,5	2.729	19,5	7.944	9,1	7.406	9,9	-	
mar.	-	-	15.249	9,4	-	12.537	8,5	2.713	19,3	7.902	9,1	7.348	9,8	-	
april	-	-	14.985	9,2	-	12.293	8,3	2.692	19,2	7.741	8,9	7.244	9,7	-	
maj	-	-	14.915	9,2	-	12.221	8,2	2.694	19,3	7.714	8,8	7.201	9,6	-	
jun.	-	-	14.787	9,1	-	12.126	8,2	2.661	19,0	7.661	8,8	7.126	9,5	-	
jul.	-	-	14.860	9,1	-	12.190	8,2	2.670	19,1	7.681	8,8	7.179	9,6	-	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

2) Stopnja prostih delovnih mest je enaka številu prostih delovnih mest, deljeno z vsoto števila zasedenih delovnih mest in števila prostih delovnih mest, izražena v odstotkih.

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva	
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Medletne spremembe v odstotkih													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,9	3,6	2,6	1,7	3,2	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,2	1,4	1,3	1,5	1,8	7,2
2016 III	1,0	1,3	1,7	0,8	1,3	-0,5	3,6	-0,2	0,9	1,3	0,5	2,5	6,4
IV	2,3	1,8	2,4	1,7	1,2	5,4	2,3	3,3	2,3	1,7	3,0	1,4	4,1
2017 I	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,7	2,1	1,4	2,9	1,4	4,8
II	2,5	2,7	3,6	2,4	1,7	1,6	3,3	6,7	2,8	2,7	3,2	1,3	6,0
2017 feb.	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,4	6,6	2,1	1,1	3,1	1,3	4,8
mar.	2,2	3,2	3,8	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,5	2,9	1,6	4,3	1,2	5,5
april	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,9	3,3	6,6	2,7	3,4	2,6	-0,1	4,3
maj	3,9	4,3	3,9	5,4	3,1	1,0	2,7	7,3	2,6	2,1	3,5	-0,1	7,1
jun.	2,6	2,4	3,8	1,6	1,1	5,1	3,4	6,1	3,3	2,7	3,6	4,2	6,5
jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	1,5	3,9	0,8	.
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2017 feb.	-0,2	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,6	0,2	0,9	-0,3	0,8
mar.	0,4	0,8	0,7	0,9	1,9	-2,9	-0,9	1,0	0,3	0,2	0,6	0,6	-0,6
april	0,4	0,0	0,2	-1,1	0,2	3,8	0,3	-1,2	0,0	1,2	-0,8	-0,6	0,2
maj	1,2	1,3	0,5	2,2	1,2	0,2	-0,2	1,1	0,3	-0,6	0,8	1,2	3,0
jun.	-0,6	-0,9	-0,3	-1,9	-0,5	1,8	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,9	-1,9
jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	-0,5	0,1	-0,9	.

Viri: Eurostat, izračuni ECB, eksperimentalna statistika ECB (stolpec 8) in združenja EAMA (European Automobile Manufacturers Association) (stolpec 13).

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)							Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)				
	Kazalnik gospodar- ske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Predelovalne dejavnosti		Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradb- eništvu	Kazalnik zau- panja v trgovini na drob- no	Storitvene dejavnosti		Indeks vo- dij nabave (PMI) za predeloval- ne dejav- nosti	Proiz- vodnja v predelo- valnih de- javnostih	Poslo- vanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proiz- vodnjo
		Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)				Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 III	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 IV	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 I	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
2017 II	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
2017 mar.	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
2017 april	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
2017 maj	109,3	2,8	-	-3,3	-5,6	2,0	12,8	-	57,0	58,3	56,3	56,8
2017 jun.	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
2017 jul.	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
2017 avg.	111,9	5,1	-	-1,5	-3,3	1,6	14,9	-	57,4	58,3	54,7	55,7

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) (stolpci 1–8) in Markit (stolpci 9–12).

3.7 Povzetek kontov gospodinjstev in nefinančnih družb (tekoče cene, razen če je navedeno drugače; ni desezonirano)

	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Stopnja zadolže- nosti	Realni raz- položljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premože- nje ²⁾	Premo- ženje v nepremič- ninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varče- vanja (neto)	Stopnja zadolže- nosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinanč- ne nalož- be (bruto)	Finan- ciranje
	kot odstotek bruto razpoložljivega do- hodka			medletne spremembe v odstotkih				kot odstotek neto dodane vrednosti	kot od- stotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,7	94,6	0,9	1,8	1,4	2,7	1,0	32,8	4,9	131,1	2,7	7,3	1,5
2015	12,4	93,9	1,6	2,1	2,8	3,4	2,5	34,0	6,3	133,3	3,9	3,5	2,2
2016	12,2	93,5	1,9	1,9	4,7	4,4	4,5	33,5	7,7	132,9	3,2	4,7	1,5
2016 II	12,4	93,5	2,4	2,3	5,9	3,2	3,7	33,6	7,2	133,4	3,6	3,3	2,0
2016 III	12,4	93,5	1,6	2,3	4,9	4,4	4,1	33,6	7,6	132,0	3,4	2,9	1,7
2016 IV	12,2	93,5	1,3	1,9	4,3	4,4	4,5	33,5	7,7	132,9	3,2	9,1	1,5
2017 I	12,2	93,1	1,7	2,0	9,4	4,8	4,8	33,5	7,2	132,7	3,7	12,0	2,0

Viri: ECB in Eurostat.

1) Na podlagi kumulirane vsote prihrankov in razpoložljivega bruto dohodka štirih četrtletij (prilagojeno za spremembo neto kapitala gospodinjstev in rezervah pokojninskih skladov).

2) Finančno premoženje (po obveznostih) in nefinančno premoženje. Nefinančno premoženje predstavlja predvsem premoženje v nepremičninah (stanovanjske nepremičnine in zemljišča). Sem spada tudi nefinančno premoženje podjetij, ki niso gospodarske pravne osebe in se uvrščajo v sektor gospodinjstev.

3) Delež dobička se izračuna na podlagi neto prihodka podjetij, ki je bolj ali manj enak tekočim dobičkom v poslovnem računovodstvu.

4) Na podlagi stanja posojil, dolžniških vrednostnih papirjev, komercialnih kreditov in obveznosti, ki izhajajo iz pokojninskih shem.

3 Gospodarska aktivnost

3.8 Plačilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalni račun

(v milijardah EUR; desezonirano, če ni navedeno drugače; transakcije)

	Tekoči račun											Kapitalni račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek		Prejemki	Izdatki
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 III	907,1	812,1	95,0	526,6	433,6	197,6	177,9	155,8	133,3	27,2	67,5	6,6	5,5
IV	940,1	864,1	76,0	545,1	456,5	199,6	205,0	167,2	138,5	28,2	64,0	9,6	10,0
2017 I	958,3	867,5	90,8	559,0	478,2	208,0	187,8	163,4	146,8	27,8	54,7	6,7	22,3
II	945,5	870,8	74,6	555,9	477,3	203,5	191,5	160,9	135,0	25,2	67,0	5,6	4,6
2017 jan.	317,9	295,1	22,8	183,2	159,4	68,7	66,2	57,4	48,2	8,6	21,3	2,3	10,9
feb.	319,2	284,9	34,3	187,2	159,1	69,9	61,7	53,2	50,4	8,9	13,7	2,4	5,3
mar.	321,2	287,4	33,8	188,6	159,6	69,4	59,8	52,9	48,3	10,3	19,7	2,0	6,1
april	312,4	289,4	23,0	182,0	157,5	68,1	61,0	54,0	44,0	8,2	26,9	1,6	2,0
maj	321,2	290,7	30,5	188,8	162,2	67,3	64,6	56,0	44,7	9,1	19,2	1,6	1,3
jun.	311,9	290,7	21,2	185,0	157,6	68,0	65,9	50,9	46,3	7,9	20,9	2,4	1,3
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2017 jun.	3.751,0	3.414,6	336,5	2.186,6	1.845,6	808,6	762,2	647,4	553,6	108,4	253,2	28,5	42,4
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2017 jun.	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	7,1	6,0	5,1	1,0	2,3	0,3	0,4

1) Ni desezonirano.

3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)¹⁾, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov²⁾

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)					Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Nafta		
			Blago za vmesno porabo	Investicijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investicijsko blago	Potrošno blago				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>													
2016 III	-0,2	-1,7	508,9	237,4	103,4	154,3	426,3	443,7	244,8	72,8	117,6	328,1	43,9
IV	2,3	2,4	525,8	244,9	108,8	157,5	439,9	461,2	256,9	74,9	119,5	335,3	50,1
2017 I	10,9	13,8	539,7	256,9	108,9	160,8	449,4	485,0	279,1	77,3	119,8	343,6	59,9
II	5,2	9,4	544,6	.	.	.	454,1	484,5	.	.	.	349,4	.
2017 jan.	12,8	17,7	177,6	84,9	35,1	53,3	146,3	162,5	93,2	26,4	39,9	114,7	20,7
feb.	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	149,9	160,8	92,8	25,7	39,3	113,9	20,7
mar.	14,6	16,8	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,6	93,1	25,3	40,7	115,0	18,5
april	-1,6	4,2	179,9	85,4	36,2	53,6	149,6	161,1	91,5	25,6	40,0	116,0	17,7
maj	13,6	17,9	184,1	86,6	38,0	55,1	154,5	165,1	93,5	26,1	42,0	119,3	17,5
jun.	3,9	6,2	180,6	.	.	.	150,0	158,3	.	.	.	114,1	.
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>													
2016 III	0,6	1,8	118,2	116,2	113,5	124,1	117,3	109,3	108,4	107,0	112,1	112,3	101,0
IV	1,5	0,8	120,5	118,2	118,6	124,9	120,0	109,8	108,9	107,0	111,9	112,4	104,6
2017 I	6,4	3,3	121,1	121,0	117,8	124,2	120,4	110,3	111,4	107,2	109,8	112,3	110,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 dec.	4,8	-0,1	122,3	119,2	125,7	124,2	122,6	108,8	107,5	105,3	111,4	111,0	102,9
2017 jan.	9,0	6,9	119,9	119,9	114,2	124,4	118,1	110,5	111,4	109,9	108,2	112,2	112,4
feb.	1,0	-3,3	120,6	121,1	117,8	122,5	120,8	109,8	111,0	106,6	108,5	111,9	113,3
mar.	9,2	6,2	122,7	121,9	121,2	125,7	122,5	110,7	111,7	105,1	112,8	112,7	104,2
april	-6,2	-4,8	120,9	120,8	117,1	123,6	119,9	110,9	110,7	106,3	111,0	113,9	101,3
maj	8,7	9,6	123,5	122,5	122,8	126,6	123,5	114,7	114,6	110,5	116,3	117,6	104,5

Viri: ECB in Eurostat.

1) Razlike med postavko blaga v plačilni bilanci ECB (tabela 3.8) in Eurostatovo statistiko o blagovni menjavi (tabela 3.9) so predvsem posledica različnih razmejitev.

2) Skladno z razvrstitvijo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni drugače navedeno)

	Skupaj					Skupaj (desezonirano; sprememba v odstotkih glede na prejšnje obdobje) ²⁾						Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Indeks: 2015 =100	Skupaj			Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijsko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen	Nadzorovane cene
		1	2	Skupaj Skupaj brez neprede- lane hrane in ener- gentov										3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 III	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
IV	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 I	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
II	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
2017 mar.	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,1	-0,8	0,0	1,7	0,7
april	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	2,0	1,3
maj	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2
jun.	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3
jul.	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,2	1,3	1,1
avg. ³⁾	101,7	1,5	1,2	.	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	.	.

	Blago						Storitve						Razno
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobaknimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve			
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti					Najemnine		
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% od skupaj v letu 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2016 III	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
IV	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2017 I	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
II	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8	
2017 mar.	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8	
april	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8	
maj	1,5	1,5	1,6	1,4	0,3	4,5	1,3	1,3	2,1	-1,4	1,8	0,8	
jun.	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9	
jul.	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8	
avg. ³⁾	1,4	2,0	0,6	.	0,5	4,0	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) ECB je začela maja 2016 objavljati izboljšano desezonirano serijo podatkov o HICP za euroobmočje, potem ko je bil način desezoniranja revidiran, kot je opisano v okvirju 1, Economic Bulletin, številka 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in prvih informacij o cenah energentov.

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾										Energenti	Gradbeništvo	Cene stanovanj ²⁾	Eksperimentalni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ²⁾
	Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Industrija brez gradbeništva in energentov												
		Prede-lovalne dejavnosti	Skupaj			Proizvodi za široko porabo	Proizvodi za investicije							
			Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije		Skupaj	Živila, pijača, tobaki izdelki	Neživila					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9				
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,3	1,0	
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	2,9	
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,2	
2016 III	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,4	3,3	7,1	
IV	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,7	5,1	
2017 I	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,9	.	
II	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	.	.	.	
2017 feb.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,1	11,4	-	-	-	
mar.	104,5	3,9	4,0	2,5	3,9	0,9	2,0	3,0	0,2	8,1	-	-	-	
april	104,5	4,3	3,9	2,6	4,0	0,9	2,3	3,5	0,2	9,0	-	-	-	
maj	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,5	0,2	5,8	-	-	-	
jun.	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,4	0,3	2,5	-	-	-	
jul.	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	0,9	2,1	3,2	0,3	2,0	-	-	-	

Viri: Eurostat, izračuni ECB in izračuni ECB na podlagi podatkov IPD in nacionalnih virov (stolpec 13).

1) Na domačem trgu.

2) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj (desezonirani indeks: 2010 = 100)	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	Tehtano z uvozom ²⁾			Tehtano s porabo ²⁾				
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja			Bruto investicije v osnovna sredstva		Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% od skupaj									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,5	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,3	0,4	0,2	0,6	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 III	106,8	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
IV	107,1	0,7	0,8	0,7	0,6	1,0	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 I	107,3	0,7	1,4	1,5	1,0	1,3	2,7	4,6	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
II	107,7	1,0	1,3	1,4	1,0	1,4	2,5	3,3	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
2017 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
april	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,0	8,9	2,0	-3,9	10,1
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-8,7	12,1	1,2	-7,6	13,0

Viri: Eurostat, izračuni ECB in Bloomberg (stolpec 9).

1) Deflatorji za izvoz in uvoz se nanašajo na blago in storitve ter vključujejo tudi čezmejno trgovino v euroobmočju.

2) Tehtano z uvozom: nanaša se na povprečno strukturo uvoza v obdobju 2009-2011; tehtano s porabo: nanaša se na povprečno strukturo domačega povpraševanja v obdobju 2009-2011.

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah

(desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)			
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena	
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,7	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 III	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,6	51,4	54,0	49,6	49,8
IV	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 I	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
II	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
2017 mar.	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
april	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
maj	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
jun.	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
jul.	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
avg.	8,3	4,0	6,3	0,0	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) in Markit.

4.5 Indeksi stroškov dela

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah		Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	Netržne dejavnosti	
	1	2	3	4	5	6	7
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,6	1,9	0,4	1,6	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 III	102,5	1,4	1,5	1,1	1,2	1,8	1,5
IV	112,1	1,4	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
2017 I	100,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,7	1,6
II	.	.	.	.	.	.	1,4

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Cene in stroški

4.6 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela

(letne spremembe v odstotkih, če ni navedeno drugače; četrtletni podatki, desezonirani; letni podatki niso desezonirani)

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Po gospodarskih dejavnostih										
		Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stroški dela na enoto proizvoda												
2014	104,4	0,6	-1,2	-0,9	1,1	0,3	-1,1	2,4	1,7	1,1	1,6	1,5
2015	104,6	0,2	-3,3	-2,3	0,5	0,8	0,7	0,7	2,5	1,6	1,2	1,4
2016	105,5	0,8	1,6	0,0	-0,4	0,7	0,3	1,3	4,0	1,2	1,4	2,0
2016 II	105,3	0,7	1,0	-0,1	-0,8	1,4	0,8	1,2	3,6	0,2	1,2	1,4
III	105,6	0,8	1,9	0,4	-0,6	1,0	-0,6	1,5	4,2	0,4	1,4	1,8
IV	105,9	0,9	3,7	-0,3	0,1	0,9	-0,2	2,3	4,7	0,6	1,3	1,7
2017 I	106,2	1,0	0,9	0,7	0,3	0,6	-0,6	2,1	3,7	1,5	1,5	1,8
Sredstva za zaposlene												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,9	1,2	2,3	1,8	1,9	1,7	1,1	1,2
2015	107,9	1,2	0,8	1,6	0,7	1,3	2,4	1,0	1,2	1,5	1,2	0,9
2016	109,3	1,2	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	3,3	1,3	1,4	2,1
2016 II	109,0	1,0	1,1	0,9	0,9	1,5	1,0	1,0	3,5	0,7	1,1	1,5
III	109,5	1,2	0,6	1,2	1,6	1,3	0,7	1,4	3,1	0,4	1,4	2,2
IV	110,0	1,4	0,7	1,5	1,4	1,7	0,9	1,2	3,8	0,7	1,6	2,3
2017 I	110,5	1,5	0,3	1,7	1,7	1,5	1,2	1,2	3,3	2,0	1,5	1,8
Produktivnost dela na zaposlenega												
2014	102,1	0,8	1,4	3,0	0,8	1,0	3,4	-0,6	0,1	0,5	-0,4	-0,4
2015	103,2	1,0	4,3	4,0	0,2	0,5	1,7	0,3	-1,3	-0,1	0,0	-0,4
2016	103,6	0,4	-0,8	1,1	1,6	0,5	0,7	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,1
2016 II	103,5	0,3	0,1	1,0	1,8	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,1
III	103,7	0,4	-1,3	0,8	2,2	0,3	1,3	-0,1	-1,0	0,0	0,1	0,4
IV	103,9	0,6	-2,9	1,8	1,2	0,7	1,1	-1,1	-0,8	0,1	0,3	0,6
2017 I	104,1	0,5	-0,6	0,9	1,3	0,9	1,9	-0,9	-0,4	0,4	0,0	0,1
Sredstva za delovno uro												
2014	108,5	1,3	1,1	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	1,7	1,2	0,8	1,2
2015	109,7	1,1	0,9	1,1	0,1	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	0,9
2016	111,7	1,9	0,0	1,4	2,1	1,6	2,3	2,9	3,7	1,7	2,4	3,0
2016 II	111,1	1,6	-0,1	1,0	1,7	1,8	2,1	2,6	3,5	1,1	2,2	2,7
III	111,8	2,0	0,4	1,8	2,7	1,6	2,3	3,5	4,4	1,3	2,4	3,5
IV	112,6	2,1	1,0	1,7	2,5	2,1	2,4	3,1	4,3	1,1	2,5	3,3
2017 I	113,0	2,0	0,7	1,8	2,9	1,9	1,7	2,0	3,9	2,1	2,4	2,4
Produktivnost dela na uro												
2014	104,2	0,8	1,9	2,6	0,4	1,3	3,4	-0,5	0,4	0,4	-0,7	-0,1
2015	105,2	0,9	3,4	3,5	-0,6	0,8	0,7	0,0	-1,7	-0,1	0,0	-0,5
2016	106,2	1,0	-0,9	1,5	2,2	0,8	1,9	1,2	-0,5	0,3	1,1	0,4
2016 II	105,6	0,7	-0,6	1,1	2,1	0,3	1,1	0,8	-0,6	0,4	1,0	0,4
III	106,2	1,2	-1,0	1,4	2,9	0,6	2,9	1,7	-0,3	0,8	1,2	1,0
IV	106,6	1,2	-2,0	2,0	2,5	1,1	2,4	0,6	-0,5	0,6	1,4	0,9
2017 I	106,8	1,0	0,7	1,0	2,1	1,3	2,4	-0,2	-0,5	0,8	0,8	0,1

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		7	8	9	10	11		
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč		Vežane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev						Repo posli		Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Stanja												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.147,6	3.729,4	9.669,3	121,5	430,3	109,2	661,0	10.330,3
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.159,8	3.599,1	10.201,8	74,6	485,5	75,4	635,5	10.837,3
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11.376,2
2016 III	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.172,6	3.565,8	10.579,2	80,5	504,0	92,3	676,8	11.255,9
IV	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11.376,2
2017 I	1.088,6	6.303,7	7.392,2	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11.587,7
II	1.095,0	6.435,6	7.530,5	1.259,1	2.195,1	3.454,2	10.984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11.648,7
2017 feb.	1.086,1	6.208,5	7.294,6	1.325,0	2.178,0	3.503,0	10.797,6	66,7	514,0	96,6	677,4	11.475,0
mar.	1.088,6	6.303,7	7.392,2	1.306,0	2.180,0	3.486,0	10.878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11.587,7
april	1.092,3	6.345,9	7.438,2	1.279,4	2.183,0	3.462,4	10.900,6	72,3	518,6	81,0	671,9	11.572,5
maj	1.092,4	6.379,6	7.472,0	1.263,9	2.190,4	3.454,4	10.926,4	72,5	518,4	81,8	672,8	11.599,2
jun.	1.095,0	6.435,6	7.530,5	1.259,1	2.195,1	3.454,2	10.984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11.648,7
jul. ^(p)	1.093,9	6.459,6	7.553,5	1.244,7	2.200,8	3.445,6	10.999,1	66,7	512,7	75,7	655,1	11.654,1
Transakcije												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	11,9	13,0	28,5	374,3
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,8	-26,6	-24,8	480,7
2016	36,7	544,5	581,3	-109,2	15,9	-93,3	488,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	538,2
2016 III	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	13,1	-3,2	6,3	132,7
IV	6,5	156,1	162,6	-66,7	3,2	-63,5	99,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	112,6
2017 I	15,5	189,1	204,5	-11,7	4,1	-7,6	197,0	3,1	9,9	6,0	19,1	216,0
II	6,4	151,4	157,9	-37,2	14,7	-22,5	135,4	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	92,4
2017 feb.	4,3	50,0	54,3	-5,3	-0,2	-5,4	48,9	-8,5	-5,4	2,0	-11,9	37,0
mar.	2,4	97,4	99,8	-18,2	2,0	-16,2	83,6	6,9	19,5	6,1	32,4	116,1
april	3,7	46,8	50,5	-25,1	3,1	-22,0	28,5	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-9,0
maj	0,1	44,9	45,0	-8,5	6,9	-1,5	43,5	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,9
jun.	2,6	59,8	62,4	-3,7	4,7	1,1	63,4	-4,1	-3,2	1,3	-5,9	57,5
jul. ^(p)	-1,1	30,2	29,1	-12,3	2,5	-9,8	19,3	-1,4	-2,4	-3,0	-6,8	12,5
Stopnje rasti												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,9	19,2	4,6	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,4	-25,0	-3,7	4,6
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0
2016 III	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	7,7	13,7	5,4	5,1
IV	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0
2017 I	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3
II	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0
2017 feb.	3,9	9,2	8,4	-6,3	0,7	-2,1	4,7	-24,4	7,2	7,0	2,9	4,6
mar.	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3
april	4,2	10,2	9,3	-8,7	0,9	-2,9	5,1	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8
maj	3,9	10,3	9,3	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,4	1,6	4,9
jun.	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0
jul. ^(p)	3,4	10,1	9,1	-10,0	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,6	-21,5	-2,8	4,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; sezonsko prilagojeno; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2014	1.863,4	1.366,3	365,1	112,6	19,4	5.555,6	2.749,5	812,1	1.991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1.950,8	1.503,1	321,8	117,5	8,4	5.748,9	3.059,7	695,1	1.991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,6	380,6
2016 III	2.069,0	1.622,9	317,7	119,3	9,1	5.977,7	3.301,8	672,0	2.001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
IV	2.077,2	1.656,4	293,9	118,3	8,6	6.049,8	3.399,6	643,6	2.004,8	1,7	979,5	196,6	380,6
2017 I	2.170,9	1.743,5	303,6	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
II	2.196,1	1.775,3	295,4	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
2017 feb.	2.142,7	1.717,1	301,5	117,3	6,8	6.111,5	3.469,4	627,2	2.012,0	2,8	937,2	195,5	391,2
mar.	2.170,9	1.743,5	303,6	117,4	6,4	6.139,8	3.503,3	620,0	2.013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
april	2.164,8	1.746,1	294,8	117,1	6,8	6.156,5	3.524,2	611,5	2.017,6	3,2	962,0	199,7	397,6
maj	2.172,7	1.753,3	294,5	118,8	6,2	6.173,6	3.542,3	605,5	2.023,2	2,7	966,6	195,8	397,7
jun.	2.196,1	1.775,3	295,4	118,9	6,5	6.188,7	3.560,9	599,1	2.026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
jul. ^(p)	2.177,8	1.761,9	290,6	119,1	6,2	6.200,4	3.573,4	593,1	2.031,8	2,0	992,3	193,7	407,6
Transakcije													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	128,7	152,9	-24,7	0,2	0,2	300,8	334,9	-46,8	13,4	-0,8	28,6	-28,2	17,1
2016 III	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
IV	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	70,6	92,6	-24,5	3,4	-0,9	21,2	-8,9	-4,9
2017 I	96,5	88,5	11,1	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-5,4	-5,2	8,6
II	34,9	37,8	-5,1	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	19,1	7,5	10,8
2017 feb.	19,9	17,8	2,3	0,0	-0,2	22,7	30,3	-9,3	1,5	0,1	-6,2	0,9	-1,2
mar.	30,0	27,6	2,7	0,0	-0,4	28,8	34,2	-7,1	1,7	-0,1	36,3	-4,4	-2,5
april	-2,6	4,4	-7,2	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-8,8	9,0	8,2
maj	11,9	10,2	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	17,1	-3,7	0,1
jun.	25,5	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	10,8	2,2	2,5
jul. ^(p)	-14,7	-10,7	-4,0	0,2	-0,3	9,5	13,1	-5,7	2,4	-0,2	20,7	-4,0	7,5
Stopnje rasti													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2016 III	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
IV	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2017 I	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
II	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
2017 feb.	7,5	10,9	-4,8	-0,4	-26,7	5,4	11,5	-9,0	0,9	-4,8	-2,2	-14,8	5,1
mar.	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
april	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,4	-11,1	1,2	-9,9	1,3	-6,6	5,4
maj	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,2	-11,7	1,3	-24,0	2,8	-8,0	4,9
jun.	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
jul. ^(p)	6,8	9,7	-5,2	1,0	-25,1	4,5	10,1	-12,6	1,4	-30,3	5,9	-8,8	5,8

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju								Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila					Zavarovalnicam in pokojninskim skladom			
					Skupaj	Nefinančni družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾	Dolžniški vrednostni papirji				
											Prilagojena posojila ²⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Stanja													
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.506,8	10.454,5	10.725,2	4.317,2	5.200,2	808,1	129,0	1.280,0	772,4	
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.805,8	4.291,4	5.306,9	790,1	123,5	1.305,1	782,3	
2016	4.397,8	1.081,9	3.302,7	12.838,1	10.671,8	10.978,5	4.313,5	5.407,7	838,2	112,5	1.382,1	784,2	
2016 III	4.272,2	1.105,2	3.153,7	12.768,5	10.623,5	10.926,2	4.303,6	5.378,2	832,6	109,1	1.364,5	780,5	
IV	4.397,8	1.081,9	3.302,7	12.838,1	10.671,8	10.978,5	4.313,5	5.407,7	838,2	112,5	1.382,1	784,2	
2017 I	4.439,1	1.070,3	3.354,7	12.971,0	10.755,0	11.046,5	4.334,2	5.456,5	851,5	112,9	1.423,8	792,2	
II	4.457,9	1.065,2	3.378,5	12.967,2	10.725,8	11.041,7	4.300,9	5.486,2	826,2	112,5	1.439,9	801,6	
2017 feb.	4.400,1	1.073,1	3.313,2	12.908,2	10.717,7	11.013,6	4.334,6	5.441,6	830,0	111,6	1.397,5	793,0	
mar.	4.439,1	1.070,3	3.354,7	12.971,0	10.755,0	11.046,5	4.334,2	5.456,5	851,5	112,9	1.423,8	792,2	
april	4.465,9	1.072,2	3.379,5	12.953,3	10.741,3	11.044,1	4.337,2	5.465,7	823,9	114,4	1.423,4	788,7	
maj	4.477,8	1.066,3	3.397,1	12.975,4	10.746,2	11.058,1	4.341,5	5.473,0	820,6	111,0	1.439,9	789,4	
jun.	4.457,9	1.065,2	3.378,5	12.967,2	10.725,8	11.041,7	4.300,9	5.486,2	826,2	112,5	1.439,9	801,6	
jul. ^(p)	4.492,3	1.058,3	3.419,6	12.988,5	10.735,2	11.070,9	4.304,7	5.484,6	831,6	114,4	1.456,7	796,6	
Transakcije													
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,6	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0	
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	76,2	-13,7	98,1	-20,5	-5,7	25,1	1,5	
2016	489,5	-34,8	524,2	316,8	234,4	258,3	81,2	120,2	44,1	-11,1	78,1	4,3	
2016 III	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	72,5	4,0	33,7	27,5	5,2	20,7	22,1	
IV	161,4	-20,2	181,7	79,6	62,6	69,2	22,1	36,1	1,1	3,3	15,3	1,6	
2017 I	77,9	-10,9	88,3	149,0	98,9	87,5	29,6	51,2	17,6	0,5	40,6	9,5	
II	21,6	-3,2	24,7	55,5	18,8	42,0	-2,3	39,0	-17,6	-0,3	20,8	16,0	
2017 feb.	8,0	-13,0	20,9	24,5	20,0	15,3	3,8	20,1	-0,9	-3,0	0,2	4,4	
mar.	47,6	-3,2	50,8	73,1	48,4	45,8	7,1	17,1	22,8	1,3	25,3	-0,6	
april	24,2	1,8	22,3	-7,9	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,4	-2,7	
maj	13,7	-3,4	17,0	31,1	14,3	22,9	9,0	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0	
jun.	-16,3	-1,6	-14,5	32,3	9,2	12,5	-18,3	17,9	8,2	1,5	4,3	18,7	
jul. ^(p)	34,5	-6,4	40,8	34,6	22,6	44,7	11,8	0,3	8,5	2,0	17,4	-5,5	
Stopnje rasti													
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,6	
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2	
2016	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6	
2016 III	10,8	-2,5	16,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8	
IV	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6	
2017 I	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6	
II	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5	
2017 feb.	10,7	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,2	-11,5	6,3	3,7	
mar.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6	
april	10,3	-4,4	15,9	2,9	2,2	2,6	1,7	2,6	2,5	1,5	7,6	4,5	
maj	9,5	-4,8	14,9	2,9	2,2	2,7	1,6	2,8	2,1	0,2	8,1	3,9	
jun.	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5	
jul. ^(p)	7,7	-4,0	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,3	3,8	7,4	5,5	

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi priznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah
- 3) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 4) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Petrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
		Prilagojena posojila ⁴⁾					Prilagojena posojila ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2014	4.317,2	4.270,2	1.112,3	724,9	2.480,0	5.200,2	5.545,5	562,9	3.860,9	776,4
2015	4.291,4	4.273,3	1.041,1	762,2	2.488,2	5.306,9	5.640,0	595,2	3.948,4	763,3
2016	4.313,5	4.312,8	998,3	798,3	2.516,8	5.407,7	5.724,3	615,0	4.044,9	747,7
2016 III	4.303,6	4.295,8	1.011,5	789,1	2.503,1	5.378,2	5.700,0	607,3	4.018,2	752,6
IV	4.313,5	4.312,8	998,3	798,3	2.516,8	5.407,7	5.724,3	615,0	4.044,9	747,7
2017 I	4.334,2	4.332,9	1.004,3	803,0	2.526,9	5.456,5	5.768,2	626,5	4.085,6	744,4
II	4.300,9	4.313,5	988,8	797,4	2.514,7	5.486,2	5.798,4	634,8	4.114,0	737,3
2017 feb.	4.334,6	4.327,5	1.011,4	798,9	2.524,3	5.441,6	5.754,9	622,7	4.072,4	746,5
mar.	4.334,2	4.332,9	1.004,3	803,0	2.526,9	5.456,5	5.768,2	626,5	4.085,6	744,4
april	4.337,2	4.339,5	998,2	805,3	2.533,7	5.465,7	5.776,2	628,5	4.096,4	740,8
maj	4.341,5	4.344,3	1.001,2	804,7	2.535,6	5.473,0	5.792,3	635,2	4.096,7	741,1
jun.	4.300,9	4.313,5	988,8	797,4	2.514,7	5.486,2	5.798,4	634,8	4.114,0	737,3
jul. ^(p)	4.304,7	4.327,7	985,2	801,7	2.517,8	5.484,6	5.808,5	639,0	4.111,9	733,7
Transakcije										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,7	22,9	-64,2	32,0	18,5	98,1	76,4	21,8	80,0	-3,6
2016	81,2	98,7	-18,1	44,3	55,0	120,2	113,8	23,4	106,0	-9,2
2016 III	4,0	12,3	-23,7	13,5	14,2	33,7	27,9	5,0	32,5	-3,8
IV	22,1	32,5	-9,5	9,0	22,5	36,1	31,4	9,2	31,5	-4,5
2017 I	29,6	32,3	9,3	6,8	13,5	51,2	46,2	11,3	40,1	-0,1
II	-2,3	9,7	-2,1	0,6	-0,8	39,0	40,5	10,2	29,0	-0,3
2017 feb.	3,8	5,3	-2,7	-1,1	7,6	20,1	12,5	2,1	18,6	-0,7
mar.	7,1	14,6	-4,6	5,9	5,8	17,1	14,9	4,3	13,9	-1,1
april	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
maj	9,0	8,6	6,7	1,0	1,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
jun.	-18,3	-8,9	-4,8	-3,9	-9,6	17,9	11,1	0,8	17,1	-0,1
jul. ^(p)	11,8	23,6	-0,3	5,9	6,1	0,3	12,6	4,6	-1,9	-2,4
Stopnje rasti										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 III	1,4	2,0	-3,0	6,5	1,8	2,1	1,8	3,3	2,4	-0,9
IV	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 I	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
II	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
2017 feb.	1,5	2,0	-2,2	3,9	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
mar.	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
april	1,7	2,5	-3,0	5,0	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
maj	1,6	2,5	-2,5	5,0	2,4	2,8	2,6	6,3	2,9	-1,0
jun.	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
jul. ^(p)	1,2	2,4	-2,0	3,7	1,8	2,9	2,6	6,6	3,1	-1,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.

3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

4) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

5 Denarna statistika

5.5 Protipostavke M3 (brez posojil drugim finančnim posrednikom v euroobmočju)¹⁾

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti, če ni navedeno drugače; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Obveznosti DFI						Neto tuja aktiva	Sredstva DFI		
	Enote centralne ravni države ²⁾	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Razno		
		Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj		
								Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	Stanja									
2014	269,4	7.131,5	2.186,6	92,2	2.391,5	2.461,1	1.389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,9	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,5	1.353,7	261,7	205,9	135,6
2016	318,8	6.921,4	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,0	1.142,6	237,9	205,9	121,6
2016 III	310,1	6.966,7	2.068,5	72,4	2.130,8	2.695,0	1.210,7	281,3	209,2	129,1
IV	318,8	6.921,4	2.054,4	70,6	2.144,3	2.652,0	1.142,6	237,9	205,9	121,6
2017 I	304,1	6.880,5	2.033,2	69,2	2.100,3	2.677,8	1.110,1	252,1	182,2	111,8
II	296,6	6.772,2	2.003,4	67,0	2.066,1	2.635,7	1.031,1	261,2	154,2	109,7
2017 feb.	295,7	6.920,3	2.028,4	69,6	2.125,3	2.697,0	1.126,4	256,4	171,3	104,4
mar.	304,1	6.880,5	2.033,2	69,2	2.100,3	2.677,8	1.110,1	252,1	182,2	111,8
april	335,9	6.848,5	2.023,4	69,3	2.082,5	2.673,3	1.095,2	242,4	175,4	103,7
maj	310,5	6.832,0	2.015,7	67,0	2.080,9	2.668,4	1.044,0	244,5	162,4	104,3
jun.	296,6	6.772,2	2.003,4	67,0	2.066,1	2.635,7	1.031,1	261,2	154,2	109,7
jul. ^(p)	322,4	6.724,8	1.989,9	63,5	2.058,1	2.613,3	1.058,6	161,8	128,1	76,4
	Transakcije									
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-13,2	0,7	17,8
2015	9,2	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-85,3	-19,3	21,4	-4,0
2016	31,0	-107,8	-73,3	-9,1	-111,0	85,5	-273,7	-71,2	12,8	-12,0
2016 III	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,7	-15,0	-19,2	-13,7
IV	6,6	-12,5	-21,6	-2,6	-11,9	23,6	-41,9	-92,4	-0,2	-7,5
2017 I	-16,2	-14,8	-15,0	-1,4	-31,4	33,1	-32,8	-9,1	-22,6	-9,1
II	-7,6	-11,1	-22,3	-2,1	3,4	9,9	-20,7	17,3	-28,0	-2,1
2017 feb.	-8,2	13,5	-10,9	-0,2	-5,6	30,2	-34,0	43,8	-5,1	-2,0
mar.	8,4	-7,1	5,8	-0,4	-20,9	8,4	-5,2	1,9	10,8	7,5
april	31,8	-18,4	-8,2	0,2	-6,0	-4,3	-3,8	-8,1	-6,8	-8,2
maj	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-27,9	16,4	-13,0	0,6
jun.	-14,0	-7,6	-8,4	0,0	-4,9	5,7	11,0	9,0	-8,2	5,4
jul. ^(p)	25,8	-24,7	-11,5	-1,1	5,5	-17,7	46,9	-102,4	-26,0	-33,3
	Stopnje rasti									
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,0	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 III	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
IV	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 I	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
II	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
2017 feb.	-1,7	-1,0	-4,4	-10,5	-3,4	3,9	-	-	-25,7	-25,7
mar.	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
april	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,6	3,8	-	-	-20,9	-24,8
maj	3,2	-1,3	-4,4	-11,6	-3,9	3,8	-	-	-23,5	-23,6
jun.	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
jul. ^(p)	-2,4	-1,2	-4,2	-11,4	-2,7	2,5	-	-	-35,6	-39,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Vključuje vloge centralne ravni držav v sektorju DFI in vrednostne papirje centralne ravni držav, ki jih je izdal sektor DFI.

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 II	-1,8	.	.	.	.	0,5
III	-1,8	.	.	.	.	0,5
IV	-1,5	.	.	.	.	0,7
2017 I	-1,3	.	.	.	.	0,9

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtni podatki).

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Odhodki					Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki			Neto socialni prispevki		Skupaj	Tekoči odhodki			Socialni prejemki		
	1	2	3	4		5	6	7	8	9		10	11	12	13
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 II	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
III	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
IV	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2017 I	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,1	2,2	22,8	3,5

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtni podatki).

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj	Finančni instrument			Imetnik			Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute	
		Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	DFI	Drugi upniki	Do 1 leta	Nad 1 leto	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 II	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	90,0	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	89,2	2,7	15,4	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 I	89,5	2,7	15,1	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtni podatki).

6 Državne finance

6.4 Sprememba dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememba dolga ²⁾	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga								Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju
			Skupaj	Skupaj	Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti		Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu		Razno			
	1	2	3	4	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	9	10	11	12
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2016	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,5
2016 II	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0
III	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,4
IV	-1,0	-0,7	-0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,5
2017 I	-1,6	-0,9	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	1,0

Vir: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtni podatki).

1) Posojanje med državami v kontekstu finančne krize je konsolidirano, razen pri četrtnih podatkih o prilagoditvi med primanjkljajem in dolgom.

2) Izračunano kot razlika v razmerju med javnim dolgom in BDP med koncem referenčnega obdobja in letom pred tem.

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

(servisiranje dolga kot odstotek BDP; povprečna preostala zapadlost v letih; povprečna nominalna donosnost v odstotkih na leto)

	Servisiranje dolga do enega leta ²⁾					Povprečna preostala zapadlost ³⁾	Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾						
	Skupaj	Glavnica		Obresti			Stanje				Transakcije		
		1	2	Do 3 mesecev	4		Do 3 mesecev	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 II	15,4	13,6	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
III	15,0	13,2	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
IV	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 I	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2017 feb.	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
mar.	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
april	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2
maj	14,3	12,6	4,6	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
jun.	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
jul.	13,5	11,8	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3

Vir: ECB.

1) Po nominalni vrednosti in nekonsolidirano znotraj sektorja širše opredeljene države.

2) Ne vključuje prihodnjih plačil iz dolžniških vrednostnih papirjev, ki še niso zapadli, ter predčasnih odkupov.

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

4) Stanje ob koncu obdobja; transakcije kot 12-mesečno povprečje

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

(kot odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 II	-2,6	0,7	0,8	-1,5	-3,7	-5,3	-3,2	-2,4	-1,3	
III	-3,0	0,5	0,5	-1,6	-1,8	-4,8	-3,3	-2,4	-1,0	
IV	-2,6	0,8	0,3	-0,7	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2017 I	-2,3	1,0	0,0	-0,5	1,3	-4,2	-3,4	-2,3	0,7	
Javni dolg										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 II	109,7	70,2	9,7	74,9	179,7	101,1	97,9	135,4	107,5	
III	108,7	69,4	9,6	75,1	176,3	100,4	97,2	132,7	110,6	
IV	106,0	68,3	9,5	72,8	179,0	99,4	96,3	132,6	107,8	
2017 I	107,7	66,9	9,2	74,3	176,2	100,4	98,7	134,7	107,0	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 II	-0,4	0,4	1,4	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
III	0,2	0,2	1,5	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
IV	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2017 I	-0,1	0,7	1,3	2,1	1,0	-1,2	-1,7	-1,4	-1,5	-1,6
Javni dolg										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 II	38,9	40,1	21,4	61,0	63,2	86,2	131,6	82,5	52,9	61,7
III	37,9	41,3	20,9	59,8	61,5	83,7	133,1	82,8	52,7	61,7
IV	40,1	40,2	20,0	58,3	61,8	84,6	130,3	79,7	51,9	63,1
2017 I	39,0	39,3	23,0	59,0	59,6	82,6	130,5	81,4	53,5	62,6

Vir: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2017**

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 6. september 2017.

ISSN 2363-3557
EU kataloška številka QB-BP-17-006-SL-N