

Ekonomski bilten

št. 4 / 2018

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	12
3 Gospodarska aktivnost	17
4 Cene in stroški	22
5 Denar in krediti	27
6 Javnofinančna gibanja	34
Okvirji	37
1 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. januarja do 2. maja 2018	37
2 Nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v euroobmočju je odraz cikličnih in začasnih dejavnikov	43
3 Spremljanje prenosa deviznega tečaja na inflacijo	47
4 Poročilo o staranju prebivalstva 2018: staranje prebivalstva prinaša težke izzive na področju javnih financ	52
5 Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2018	56
Članki	61
1 Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective	61
2 Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area	80
3 Measures of underlying inflation for the euro area	95
Statistični podatki	S1

Ekonomski in denarni gibanji

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 14. junija 2018 sklenil, da je bil doslej dosežen napredek pri vzdržnem zviševanju inflacije velik. Svet ECB je vse od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev v januarju 2015 pogojeval neto nakupe v okviru programa z napredkom pri vzdržnem približevanju inflacije ravnih pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju. Svet je 14. junija 2018 skrbno ocenil dosedanji napredek, pri čemer je upošteval tudi najnovejše makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, različna merila cenovnih in plačnih pritiskov ter negotovost, ki spremišča inflacijske obete. Na podlagi teh ocen je zaključil, da je bil doslej dosežen velik napredek pri vzdržnem zviševanju inflacije. Dejstvo, da je gospodarstvo euroobmočja v osnovi močno, denarna politika pa je še vedno zelo spodbujevalno naravnana, predstavlja ob trdno zasidranih dolgoročnih inflacijskih pričakovanjih razlog za zaupanje, da se bo inflacija v prihodnjem obdobju še naprej vzdržno približevala cilju Sveta ECB in da se bodo takšna gibanja nadaljevala tudi po postopnem prenehanju izvajanja neto nakupov. S sklepi o denarni politiki, sprejetimi 14. junija 2018, se ohranja obstoječa zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, ki zagotavlja, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju vzdržno zvišala na raven pod 2%, a blizu te meje. S strani denarne politike je še vedno potrebna velika spodbuda, ki bo podpirala nadaljnjo krepitev domačih cenovnih pritiskov in ustrezno gibanje skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Podpora se bo še naprej zagotavljala z neto nakupi vrednostnih papirjev do konca letošnjega leta, z velikim obsegom kupljenih vrednostnih papirjev in s ponovnim investiranjem zapadlih glavnic, pa tudi z razširjeno prihodnjo usmeritvijo denarne politike glede ključnih obrestnih mer ECB. Vsekakor ostaja Svet ECB pripravljen, da po potrebi ustrezno prilagodi vsakega od instrumentov, tako da se bo inflacija še naprej vzdržno gibala v smeri inflacijskega cilja Sveta ECB.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 14. junija 2018

Kljub rahlemu umirjanju zagona ostajo svetovni obeti v bližnji prihodnosti dejansko dobri, k čemur prispevajo spodbujevalno naravnane denarne politike v razvitih gospodarstvih in velike javnofinančne spodbude v ZDA. Daje v prihodnosti se bo svetovna gospodarska aktivnost predvidoma upočasnila, saj je gospodarska rast v mnogih razvitih gospodarstvih že blizu potencialne. Svetovna trgovinska menjava bo v bližnji prihodnosti predvidoma še naprej vztrajna. Vseeno uvedba višjih carin in možnost širših protekcionističnih ukrepov predstavlja eno glavnih tveganj za zagon svetovne gospodarske rasti. Svetovni inflacijski pritiski se bodo po pričakovanjih počasi krepili, ko se bo obseg prostih zmogljivosti postopno zmanjševal.

Od letošnje marčne seje Sveta ECB so se dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju znižale. Razmiki v donosnosti državnih obveznic od druge polovice maja izkazujejo precejšnjo volatilnost, kar je posledica politične negotovosti v Italiji. Nihanja na trgih državnih obveznic so se v določeni meri prelila tudi na druge tržne segmente, volatilnost delniških trgov pa se je povečala. Tečaji delnic in cene obveznic finančnih družb v euroobmočju so se znižali, medtem ko je ostal vpliv na druge tržne segmente omejen. Obenem so se tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju zvišali, kar je posledica obetov glede okrepljenega dobička podjetij. Na deviznih trgih je nominalni efektivni tečaj eura oslabel.

Gospodarska rast v euroobmočju ostaja močna ter je zajela vse države in sektorje, kljub temu da so najnovejši podatki in kazalniki šibkejši od pričakovanih. Realna rast BDP v euroobmočju se je v prvem četrtletju 2018 upočasnila na 0,4%, potem ko je v prejšnjih četrtletjih znašala 0,7%. Upočasnitev je posledica odmika od zelo visokih stopenj rasti v letu 2017, še dodatno pa so jo okrepili povečanje negotovosti ter nekateri začasni dejavniki in dejavniki na strani ponudbe tako v domačem kot tudi v mednarodnem okolju, pa tudi šibkejši prispevek zunanjetrgovinske menjave. Najnovejši ekonomski kazalniki in anketni rezultati so slabši, vseeno pa napovedujejo, da se bo močna in široko osnovana gospodarska rast nadaljevala. Domače povpraševanje še naprej podpirajo ukrepi denarne politike ECB, ki so prispevali k procesu razdolževanja. Zasebno potrošnjo spodbujata nadaljnja rast zaposlenosti, ki je deloma posledica preteklih reform na trgu dela, in naraščanje premoženja gospodinjstev. Podjetniške investicije se krepijo zaradi zelo ugodnih pogojev financiranja, vse večje dobičkonosnosti podjetij in stabilnega povpraševanja. Rast stanovanjskih naložb ostaja močna. Poleg tega se bo predvidoma povsod še naprej krepilo svetovno povpraševanje, kar bo podpiralo izvoz euroobmočja. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so še naprej približno uravnotežena, vseeno pa se je nekoliko povečala negotovost, povezana s svetovnimi dejavniki, vključno z nevarnostjo močnejšega protekcionizma. Poleg tega je treba spremljati tudi tveganje vztrajno povišane volatilnosti na finančnih trgih.

Po letošnjih junijskih makroekonomske projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2018 znašala 2,1%, v letu 2019 1,9%, v letu 2020 pa 1,7%. V primerjavi z marčnimi makroekonomske projekcijami strokovnjakov ECB je bila napoved realne rasti BDP za leto 2018 popravljena navzdol, za leti 2019 in 2020 pa je ostala nespremenjena.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2018 okreplila na 1,9%, potem ko je aprila znašala 1,2%. K temu so največ prispevale višje cene energentov, hrane in storitev. Glede na sedanje terminske cene nafte se bo medletna stopnja skupne inflacije v preostanku leta najverjetneje gibala približno na sedanji ravni. Merila osnovne inflacije ostajajo pretežno umirjena, vseeno pa se vzpenjajo z nizkih ravni v prejšnjih obdobjih. Domači cenovni pritiski se krepijo zaradi visoke izkoriščenosti zmogljivosti, manjše presežne ponudbe na trgu dela in naraščanja plač. Negotovost, ki spreminja inflacijske obete, se zmanjšuje. Kar zadeva prihodnja gibanja, se bo osnovna inflacija proti koncu leta predvidoma okreplila in bo zatem v srednjeročnem obdobju

postopno naraščala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast, zmanjševanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala in hitrejša rast plač.

Takšno oceno na splošno kažejo tudi junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija v letih 2018, 2019 in 2020 znašala 1,7%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila napoved skupne inflacije za leti 2018 in 2019 popravljena občutno navzgor, kar odraža predvsem višje cene nafte.

Kot je pokazala denarna analiza, se rast širokega denarja postopno zmanjšuje ob zmanjšanem mesečnem obsegu neto nakupov vrednostnih papirjev, saj je medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 aprila 2018 znašala 3,9%, potem ko je marca dosegla 3,7%, februarja pa 4,3%. Dinamika agregata M3 v zadnjih mesecih izgublja zagon predvsem zaradi zmanjševanja mesečnih neto nakupov vrednostnih papirjev od začetka leta, vseeno pa rast M3 še vedno podpirajo ukrepi denarne politike ECB in nizki oportunitetni stroški imetja najbolj likvidnih vlog. Skladno s tem je k rasti širokega denarja še naprej največ prispeval ožji denarni agregat M1, čeprav je njegova medletna rast v zadnjih mesecih upadla z visokih ravni v prejšnjih obdobjih. Prenos ukrepov denarne politike ECB, ki so v veljavi od junija 2014, še naprej pomembno prispeva k ugodnejšim posojilnim pogojem za podjetja in gospodinjstva ter s tem podpira kreditne tokove v celotnem euroobmočju. To je razvidno tudi iz najnovejše ankete o dostopu podjetij v euroobmočju do financiranja, ki kaže, da so lažji dostop do financiranja izkoristila predvsem mala in srednje velika podjetja.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize sprejel naslednje sklepe. Prvič, kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, bo Svet ECB neto nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev nadaljeval na sedanji mesečni ravni 30 milijard EUR do konca septembra 2018. Svet pričakuje, da bo po septembru 2018 – če bodo takratni podatki potrdili srednjeročne inflacijske obete – zmanjšal mesečno raven neto nakupov na 15 milijard EUR do konca decembra 2018, zatem pa bo neto nakupe zaključil. Drugič, Svet ECB namerava politiko ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, nadaljevati daljše obdobje po koncu neto nakupov, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se ohranijo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika. Tretjič, Svet ECB je sklenil, da ključne obrestne mere ECB pusti nespremenjene, in hkrati pričakuje, da bodo ostale na sedanji ravni še vsaj čez poletje 2019, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno za to, da gibanje inflacije ostane skladno s sedanjimi pričakovanji o vzdržnem zviševanju inflacije.

Zunanje okolje

Svetovna gospodarska rast se nadaljuje, vendar najnovejši podatki kažejo na rahlo popuščanje zagona. Svetovni pogoji financiranja so ostali ugodni, vseeno pa so se v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih zaostrili. Obeti za države izvoznice nafte so se nekoliko poslabšali zaradi zvišanja cen nafte, ki odraža še vedno močno svetovno povpraševanje, pa tudi zaradi zaskrbljjenosti glede prihodnje ponudbe spričo sedanjih geopolitičnih napetosti. Kljub temu ostajajo svetovni obeti za bližnjo prihodnost večinoma dobri, med drugim tudi zaradi podpore spodbujevalno naravnane denarne politike v razvitih gospodarstvih in velikih javnofinančnih spodbud v ZDA. Na daljši rok se bo svetovna aktivnost predvidoma upočasnila, saj je gospodarska rast v mnogih razvitih gospodarstvih že blizu potencialne. Poleg tega se v nekaterih izvoznicah surovin sicer pričakuje določeno nadaljnje okrevarjanje, vendar pa bo pričakovani prehod Kitajske na nižjo stopnjo rasti verjetno negativno vplival na gospodarske obete za te države. Svetovni inflacijski pritiski se bodo po pričakovanjih počasi krepili skladno s postopnim zmanjševanjem prostih zmogljivosti. Svetovna trgovinska menjava bo v bližnji prihodnosti predvidoma ostala močna. Vseeno uvajanje višjih carin in možnost širših protekcionističnih ukrepov predstavlja eno glavnih tveganj za svetovno gospodarsko rast. Skladno s tem se je kratkoročno ravnotežje tveganj za svetovno aktivnost in trgovinsko menjavo v zadnjem času poslabšalo, tveganja pa ostajajo usmerjena navzdol tudi za srednjeročno obdobje.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Po enem letu močne in zelo sinhronizirane rasti je svetovno gospodarstvo v prvih mesecih leta 2018 izgubilo nekaj zagona. Po podatkih za prvo četrletje je bila svetovna aktivnost nekoliko šibkejša, kot je bilo pričakovano. V ZDA se je rast BDP medčetrtletno upočasnila na 0,5%, k čemur je največ prispevala počasnejša rast potrošnje gospodinjstev, kar bi lahko bila posledica zamud v vračilu davkov in preostalih sezonskih učinkov, ki so v zadnjih letih vplivali na ocene gibanja BDP v prvem četrletju. V Združenem kraljestvu se je rast prav tako upočasnila, medtem ko je Japonska prvič v dveh letih zabeležila medčetrtletni upad rasti. V obeh državah so k temu verjetno prispevale neugodne vremenske razmere, zaradi katerih sta se zmanjšala aktivnost v gradbeništvu in potrošnja. Nasprotno je bila rast na Kitajskem močna, saj se je BDP medletno povečal za 6,8%.

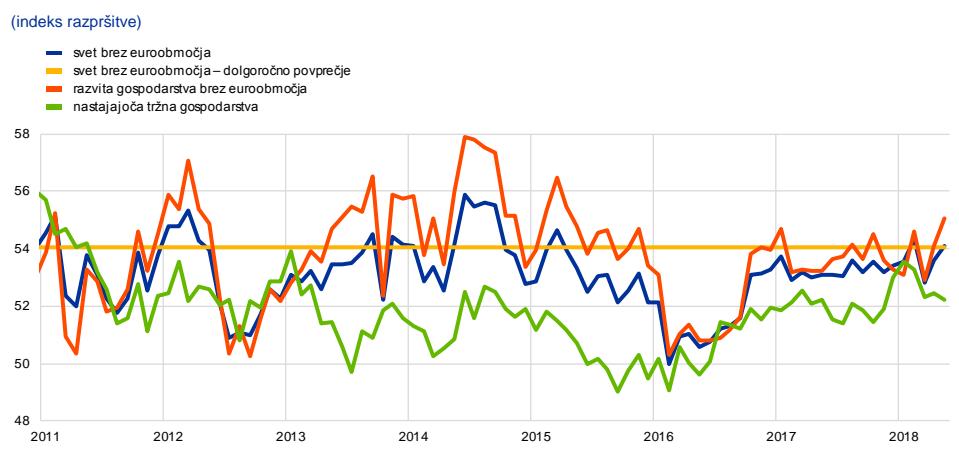
V bližnji prihodnosti se pričakuje odboj svetovne gospodarske rasti. Anketni podatki v prihodnjih četrletjih napovedujejo nadaljevanje rasti. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) je marca sicer upadel, a je aprila in maja ponovno zrasel, tako da je ostal nad dolgoročnim povprečjem (glej graf 1). Pozitivni ostajajo tudi kazalniki zaupanja, pri čemer je zaupanje potrošnikov blizu dolgoročno najvišjih ravni.

Uvajanje višjih carin in sedanje razprave o nadaljnjih protekcionističnih ukrepih predstavljajo tveganje v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost. Marca je predsednik ZDA Trump podpisal odlok o uvedbi 25-odstotnih carin za uvoz

je kla in 10-odstotnih carin za uvoz aluminija. Čeprav je bilo več držav sprva izvzetih, so ZDA kasneje sklenile, da carine razširijo tudi na EU, Kanado in Mehiko. Prizadete države so napovedale, da se bodo odzvale s carinskimi protiukrepi. Doslej sprejeti ukrepi sicer zadevajo zgolj majhen delež svetovne trgovinske menjave in bodo po pričakovanjih imeli majhne makroekonomske učinke. Vseeno se je tveganje novih protekcionističnih ukrepov povečalo. Po predstavitvi študije o praksah na področju intelektualne lastnine na Kitajskem je vlada ZDA zagrozila, da bo zvišala carine na uvoz kitajskega blaga v vrednosti 50 milijard USD, Kitajska pa je napovedala povračilne ukrepe. Poleg tega se je v ZDA začela preiskava o posledicah uvoza avtomobilov za nacionalno varnost. V obeh primerih napovedani ukrepi do konca obravnavanega obdobja niso bili sprejeti. Vseeno bi pričakovanja, da se bo spor stopnjeval, lahko vplivala na naložbene odločitve, z možnimi posledicami za svetovno rast. V prihodnjem obdobju so možna velika tveganja za svetovno aktivnost zaradi vsesplošne krepitve protekcionizma.

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost



Viri: Haver Analytics, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Žadnji podatki se nanašajo na maj 2018. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do maja 2018.

K ugodnejšim svetovnim obetom še vedno prispevajo spodbujevalno naravnane, a kljub temu nekoliko bolj zaostrene denarne politike. Zvezni odbor ZDA za odprt trg je na sejah marca in junija 2018 zvišal obrestne mere. Krivulja terminskih pogodb na zvezna sredstva kaže, da trgi še vedno pričakujejo postopno zategovanje denarne politike, pri čemer je v cenah na terminskih trgih večinoma všteto vsaj še eno zvišanje, z vse večjo možnostjo dveh zvišanj. Na dvig obrestnih mer v prihodnjih mesecih kažejo tudi tržna pričakovanja v Združenem kraljestvu. Nasprotno japonska centralna banka ohranja zelo spodbujevalno naravnano denarno politiko. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, so se domači pogoji financiranja na Kitajskem še naprej zaostrovali, da bi se zmanjšala tveganja v finančnem sistemu, s ponovnim dvigom obrestnih mer v marcu – čeprav so se obrestne mere na denarnem trgu v zadnjih tednih nekoliko znižale. Obrestne mere denarne politike so se zvišale tudi v Turčiji in Argentini, v katerih se je finančno okolje poslabšalo. Nasprotno sta centralni banki v Braziliji in Rusiji zaradi šibkih inflacijskih pritiskov obrestne mere ponovno znižali.

Kljub temu da denarne politike ostajajo spodbujevalno naravnane, so se svetovni pogoji financiranja v zadnjih tednih zaostrili, kar še zlasti velja za nastajajoča tržna gospodarstva. Svetovni delniški trgi so ostali razmeroma odporni in indeks Standard & Poor's 500 je še vedno višje, kot je bil na začetku leta. Po drugi strani se je donosnost dolgoročnih obveznic v glavnih razvitih gospodarstvih povečala. Tako se je v ZDA donosnost 10-letnih državnih obveznic od začetka leta zvišala za približno 50 bazičnih točk. V nastajajočih tržnih gospodarstvih so se pogoji financiranja zaostrili, k čemur je prispevala kombinacija naraščajočih obrestnih mer in krepitve ameriškega dolarja. Po vzdržnem okrevanju tekom lanskega leta so se kapitalski prilivi v ta gospodarstva v aprilu upočasnili, razmiki za njihove obveznice pa so se povečali. Zaenkrat je velika volatilnost na finančnih trgih omejena na samo nekaj držav, kot sta Argentina in Turčija, ki ju trgi očitno ocenjujejo kot ranljivi zaradi visoke inflacije in razmeroma velikih potreb po zunanjem financiranju. Vseeno so se pogoji financiranja v tem obdobju zaostrili za večino nastajajočih tržnih gospodarstev.

Cene nafte so se v zadnjih dveh mesecih strmo zvišale, čeprav so zatem nekoliko upadle. V primerjavi z začetkom leta je zvišanje deloma posledica odpornega svetovnega povpraševanja. Po drugi strani je ponudba nafte ostala pretežno nespremenjena, saj je omejitve proizvodnje, za katero so se dogovorile članice OPEC in druge proizvajalke nafte, nadomestila večja proizvodnja v ZDA. Pritiski na promptno ceno so se še dodatno stopnjevali sredi maja, ko se je vlada ZDA odločila, da odstopi od mednarodnega sporazuma z Iranom in ponovno uvede sankcije. Od takrat se zaradi novic, da članice OPEC, Rusija in njihovi partnerji razpravljamjo o možnosti preklica omejitve proizvodnje, cena nafte znižuje. Pretekle izkušnje kažejo, da so zvišanja cen nafte, ki jih povzročijo spremembe obsega proizvodnje ali negotovosti glede proizvodnje v prihodnosti, navadno povezana s šibkejšo svetovno aktivnostjo, medtem ko zvišanja cen zaradi večjega povpraševanja na splošno ne uspejo v celoti izravnati močnejšega svetovnega povpraševanja.¹ Ker nedavne podražitve odražajo tako odporno svetovno povpraševanje kot tudi previdnostne učinke, povezane z negotovostmi glede prihodnje ponudbe, se ocenjuje, da bo gledano v celoti neto učinek višjih cen nafte na svetovno gospodarstvo razmeroma skromen. Vseeno bodo spremembe cene nafte verjetno imele določene distribucijske učinke po državah, pri čemer se še posebej izboljšujejo obeti za države izvoznice nafte.

Kar zadeva prihodnja gibanja, bo široko osnovan ciklični zagon v bližnji prihodnosti predvidoma podpiral svetovno gospodarsko aktivnost. Kljub umirivti aktivnosti v prvih mesecih tega leta ostajajo obeti za svetovno gospodarstvo v bližnji prihodnosti načeloma ugodni, kar je posledica močnih osnovnih pogojev. Razvita gospodarstva še vedno uživajo pozitivne učinke spodbujevalne naravnane denarne politike in kljub zaostritvi finančnih pogojev v zadnjih tednih ostajajo eden od motorjev svetovne gospodarske rasti. Obsežne javnofinančne spodbude v ZDA, ki izhajajo iz dogovora o davčni reformi in večjih državnih izdatkov, bodo predvidoma prav tako prispevale k hitrejši rasti svetovnega gospodarstva. Z zvišanjem cen nafte so se rahlo poslabšali obeti za države uvoznice nafte. Nasprotno se bodo zaradi

¹ Glej okvir z naslovom »Globalne posledice nizkih cen nafte«, *Economic Bulletin*, številka 4, ECB, 2016.

izboljšanja pogojev menjave predvidoma stabilizirale naložbe v mnogih izvoznicah nafte, ki postopoma okrejajo iz globoke recesije. Poleg tega na številna nastajajoča gospodarstva, še zlasti Kitajska in druga izvozno usmerjena azijska gospodarstva, pozitivno vpliva ponovna oživitev svetovne trgovinske menjave.

Na srednji rok bo pozitivni zagon vseeno popuščal, saj bodo ciklični dejavniki izgubljali vpliv. Proizvodna vrzel se je v mnogih razvitih gospodarstvih že zaprla, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa se bo v prihodnjih četrletjih krčil obseg prostih zmogljivosti. Poleg tega bo postopno popuščala podpora državnih politik. V ZDA bodo gospodarske spodbude iz javnofinančne politike višek dosegle leta 2019, na Japonskem pa bodo učinki javnofinančnih spodbud po pričakovanjih letos že presahnili. Svetovni obeti se poslabšujejo tudi zaradi kitajskega prehoda na nižjo stopnjo rasti, ki je manj odvisna od kreditnih in javnofinačnih spodbud. V srednjeročnem obdobju se bo tempo svetovne gospodarske rasti predvidoma ustalil na predkrizni ravni.

Kot kaže pregled po posameznih državah, se v ZDA letos pričakuje odboj gospodarske aktivnosti. Pritiski na rast plač zaradi napetega trga dela bodo skupaj z vztrajnim povečevanjem naložb in še vedno ugodnimi pogoji financiranja po pričakovanjih podpirali domače povpraševanje. Poleg tega bodo rast v prihodnjem obdobju predvidoma poganjale tudi spremembe v javnofinančni politiki, ki obsegajo davčno reformo in dveletni proračunski dogovor.

V Združenem kraljestvu ostajajo gospodarski obeti razmeroma skromni, kar je med drugim posledica negotovosti v zvezi z brexitom. Realna rast BDP se bo po dokaj šibkem prvem četrletju predvidoma nekoliko okrepila. V kasnejšem obdobju se obeta zmerna rast, saj bi se zaradi pričakovanega znižanja inflacije in hitrejše rasti plač lahko nekoliko povečala zasebna potrošnja.

Na Japonskem se bo gospodarska rast predvidoma postopno upočasnjevala. V bližnji prihodnosti se bo aktivnost po šibkem prvem četrletju nekoliko okrepila, k čemur bo prispevala tudi podpora spodbujevalno naravnane denarne. Kasneje se bo rast po napovedih upočasnila, ker bodo spodbujevalni učinki javnofinančne politike pojemali, obseg prostih zmogljivosti pa se bo zmanjševal. Plače zaradi napetega trga dela naraščajo po zmerni stopnji, kar bo predvidoma podpiralo potrošnjo gospodinjstev in prispevalo k manjšemu zvišanju inflacije.

V državah srednje in vzhodne Evrope bo gospodarska aktivnost po pričakovanjih ostala robustna. Rast BDP bo podpirala močna rast naložb, povezana s črpanjem sredstev EU. Poleg tega se bo zaradi izboljševanja razmer na trgu dela po napovedih povečevala že sicer močna zasebna potrošnja.

Na Kitajskem se bo aktivnost po napovedih zmerno upočasnila. Rast so v zadnjem času podpirali močna potrošnja, državne podpore in močan izvoz, ki so nadoknadiли manjšo upočasnitev na stanovanjskem trgu zaradi vse počasnejše kreditne rasti in zaostrovanja pogojev financiranja. Na daljši rok se bo rast postopno upočasnjevala, skladno s poudarkom kitajskega vodstva, da je treba sprejeti nižje stopnje rasti, da bi se zmanjšala tveganja in odpravila neravnovesja v gospodarstvu.

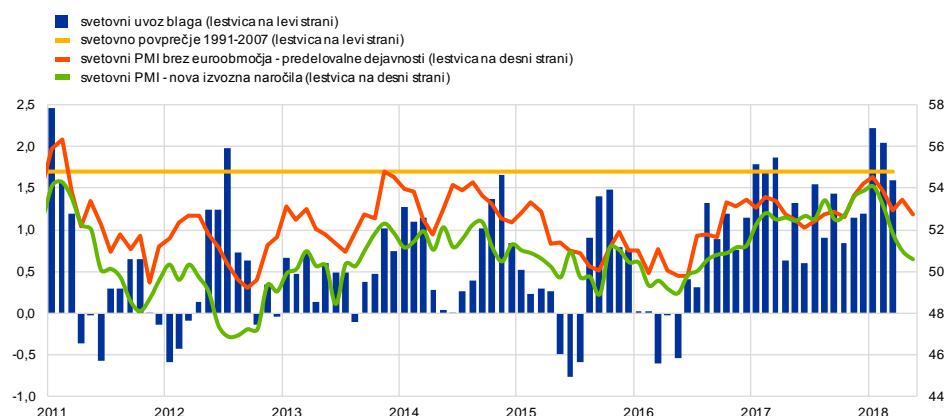
V velikih izvoznicah surovin se gospodarska aktivnost postopno krepi. V Rusiji so kljub umiritvi rasti v drugi polovici leta 2017 obeti ugodni zaradi naraščanja cen nafte, zniževanja inflacije ter krepitve zaupanja podjetij in potrošnikov. Srednjeročno se bo gospodarska aktivnost po pričakovanjih krepila po zmerni stopnji, saj izvivi v javnih financah obremenjujejo poslovno okolje. V Braziliji se bo zaradi izboljševanja razmer na trgu dela in še vedno spodbujevalno naravnane denarne politike predvidoma krepila potrošnja, inflacijski pritiski pa bodo zmerni. Gospodarsko aktivnost bo v obdobju napovedi po pričakovanjih podpirala tudi stabilizacija cen surovin in pogojev menjave. Po drugi strani bosta politična negotovost in preobrat v donedavna ugodnih pogojih zunanjega financiranja verjetno nekoliko zavirala povpraševanje.

Najnovejši kazalniki napovedujejo rahlo upočasnitev svetovne trgovinske menjave v bližnji prihodnosti. Po podatkih nizozemskega urada za analize ekonomske politike CPB se je po velikem povečanju v januarju in februarju rast blagovnega uvoza v marcu upočasnila na 1,6% (v treh mesecih glede na prejšnje tri meseca). Tudi drugi kazalniki kažejo, da se je svetovna trgovina v prvih nekaj mesecih leta 2018 umirila (glej graf 2).

Graf 2

Svetovna blagovna menjava

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



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2018 (svetovni PMI za predelovalne dejavnosti in svetovni PMI za nova izvozna naročila) in na marec 2018 (trgovinska menjava).

Na daljši rok je napovedano postopno upočasnjevanje rasti svetovnega uvoza, skladno s cikličnim upočasnjevanjem svetovne aktivnosti. V preteklosti se je svetovna trgovinska menjava gibala izrazito prociklično in s tem vzorcem so skladni tudi nedavni trgovinski podatki: ko je svetovna aktivnost v letih 2015 in 2016 okrevala, se je svetovna trgovina povečala in naraščala celo hitreje od svetovne gospodarske rasti. Za prihodnje obdobje se zato pričakuje, da se bo z umirjanjem svetovne gospodarske rasti upočasnjevala tudi svetovna trgovinska menjava. Na srednji rok so trgovinske napovedi zasidrane okrog stališča, da se bo svetovni uvoz krepil približno v skladu z aktivnostjo. To je skladno s znaki, da od finančne krize naprej postopno popuščajo dolgoročnejši strukturni dejavniki, ki so v preteklosti poganjali hitro rast svetovne trgovinske menjave, kot so liberalizacija trgovine,

zniževanje carin in prevoznih stroškov ter povečevanje svetovnih vrednostnih verig. Vseeno so se tveganja povečala. Obeti za trgovinsko menjavo so odvisni predvsem od tega, kako se bodo razvijale razprave o carinah.

Svetovna gospodarska rast bo v obdobju projekcij predvidoma ostala pretežno stabilna. Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2018 se bo realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) zvišala s 3,8% v letu 2017 na 4,0% v letu 2018, nato pa naj bi se leta 2019 znižala na 3,9% in leta 2020 na 3,7%. Ta napoved temelji na pričakovani upočasnitvi aktivnosti v razvitih gospodarstvih in pričakovani strukturni upočasnitvi na Kitajskem ter manjšem povečanju dinamike v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2018 povečala za 5,2%, v letu 2019 za 4,3% in v letu 2020 za 3,7%. V primerjavi s projekcijami iz marca 2018 je bila napoved svetovne rasti BDP za leti 2018 in 2019 popravljena navzdol, kar odraža šibkejšo rast od pričakovane v kratkoročnem obdobju. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja je bila rahlo popravljena navzgor za celotno obdobje projekcij, in sicer predvsem zaradi pričakovanj, da bo rast v nekaterih srednje- in vzhodnoevropskih gospodarstvih bolj trgovinsko intenzivna.

Tveganja za svetovno gospodarsko aktivnost so se v zadnjih tednih povečala. **Po ocenah so kratkoročno tveganja uravnovešena, na srednji rok pa se še vedno nagibajo proti upočasnjevanju.** Na pozitivni strani bi paket javnofinančnih spodbud v ZDA lahko na aktivnost vplival bolj, kot je pričakovano. Na negativni strani pa se je povečala možnost večjega trgovinskega protekcionizma v bližnji prihodnosti, ki bi lahko močno prizadel svetovno aktivnost in trgovino. Druga navzdol usmerjena tveganja so povezana z možnim nadaljnjjim zaostrovanjem svetovnih pogojev financiranja, z motnjami zaradi reform na Kitajskem ter z geopolitičnimi napetostmi predvsem zaradi tveganj v zvezi z brexitom.

Svetovna cenovna gibanja

Svetovna rast cen živiljenjskih potrebščin je v zadnjih mesecih razmeroma stabilna. V državah OECD se je skupna inflacija v aprilu zvišala na 2,3%. Brez hrane in energentov se je inflacija v teh državah rahlo znižala na 1,9% (glej graf 3). Po drugi strani so pritiski na rast plač kljub zategovanju trgov dela v vseh razvitih gospodarstvih ostali dokaj šibki.

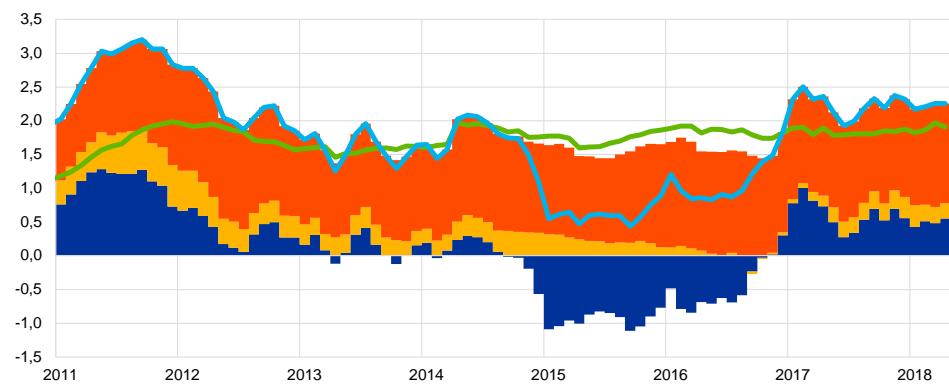
Za prihodnje obdobje se pričakuje, da se bo svetovna inflacija v bližnjih prihodnosti zviševala. Na kratki rok se pričakuje rast inflacije zaradi strmega zniževanja cen nafte. Kasneje pa sedanja krivulja terminskih cen nafte napoveduje zniževanje cen nafte do konca obdobja projekcij ter s tem negativen prispevek cen energentov k inflaciji. Obenem bo postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti na svetovni ravni po pričakovanjih podpiralo osnovno inflacijo.

Graf 3

Rast cen življenskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- prispevek energentov
- prispevek hrane
- brez prispevka hrane in energentov
- brez hrane in energentov
- vse postavke



Vir: OECD.

Opomba: Najnovejši podatki so za april 2018.

2

Finančna gibanja

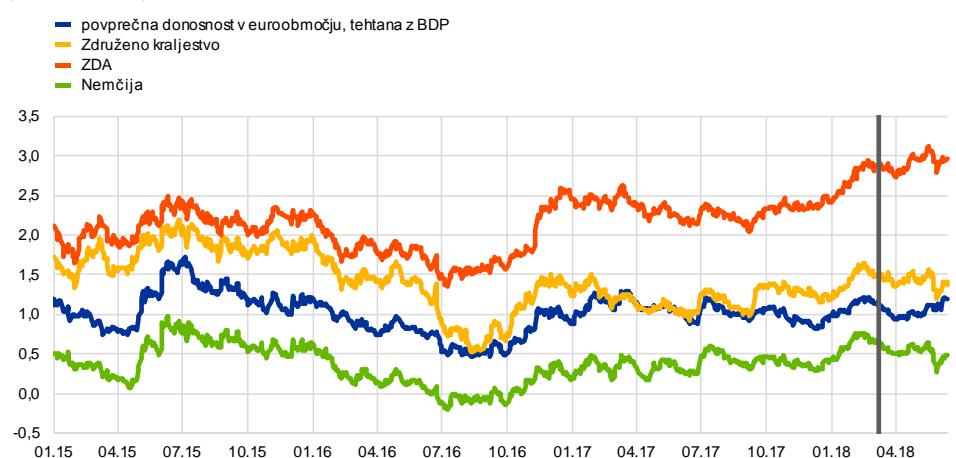
Od letošnje marčne seje Sveta ECB so se dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju znižale. Povečanje tržnih meril dolgoročnih inflacijskih pričakovanj je bilo izravnano z znižanjem realnih obrestnih mer. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so od druge polovice maja ob politični negotovosti v Italiji precej volatilni. Nihanja na trgih državnih obveznic so se deloma prelila na druge segmente trga, volatilnost delniških trgov pa se je povečala. Tečaji delnic in obveznic finančnih družb euroobmočja so se znižali, vpliv na druge segmente trga pa je bil še vedno majhen. Hkrati so se tečaji delnic nefinančnih družb euroobmočja zaradi ugodnih obetov glede dobička podjetij zvišali. Na deviznih trgih je euro nominalno efektivno depreciiral.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je v euroobmočju in ZDA povečala (glej graf 4). V obravnavanem obdobju (tj. od 8. marca do 13. junija) se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, povečala za 11 bazičnih točk na 1,20%. Za 11 bazičnih točk na 2,97% se je povečala tudi donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA, zato je bil razmik glede na donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja rekordno velik.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

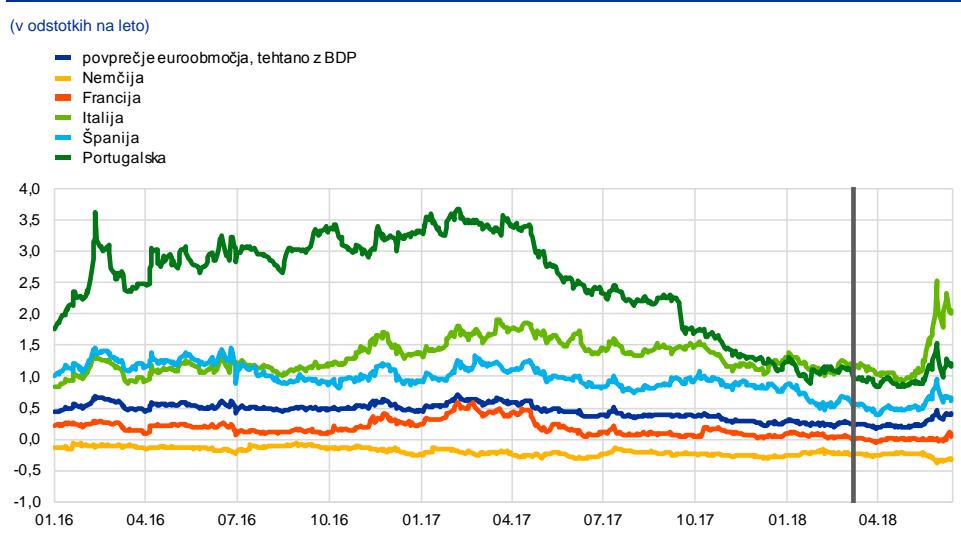
Opombe: Dnevni podatki. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. marec 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 13. junij 2018.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja (tehtanih z BDP) glede na netvegano obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so bili volatilni in so se od začetka marca na splošno povečali. Po dokaj zmernih nihanjih v prvem delu obravnavanega obdobja so se razmiki v donosnosti italijanskih državnih obveznic po 15. maju, ko so trgi izvedeli za podrobnosti osnutka programa, ki ga je predstavila prihajajoča vlada, precej povečali (glej graf 5). Od takrat so razmere na trgu državnih obveznic volatilne, pri čemer so razmiki v donosnosti italijanskih državnih obveznic precej večji kot v aprilu. To je v različni meri vplivalo tudi na trge državnih obveznic v drugih državah euroobmočja. Od 8. marca se je

povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP, na splošno povečala za 17 bazičnih točk in je 13. junija znašala 40 bazičnih točk.

Graf 5

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



Vir: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. marec 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 13. junij 2018.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) se je v obravnavanem obdobju premaknila navzdol. Krivulja je pri ročnostih do leta 2020 še vedno negativna, kar je mogoče pripisati tržnim pričakovanjem, da bodo obrestne mere daljše obdobje negativne (glej graf 6).

EONIA je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala –36 bazičnih točk.

Presežna likvidnost se je zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru

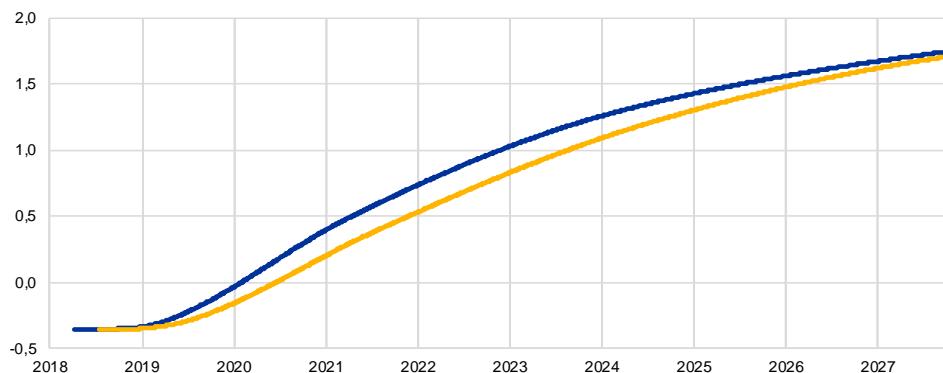
Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev rahlo povečala za okrog 17 milijard EUR na okrog 1.903 milijard EUR. Likvidnostne razmere so podrobnejše obravnavane v okvirju 1.

Graf 6

Termske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)

- 8. marec 2018
- 13. junij 2018



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Indeksi delnic nefinančnih družb euroobmočja so se v obravnavanem obdobju zvišali. Nasprotno so indeksi delnic finančnih družb močno padli, predvsem zaradi nedavnih napetosti na trgih državnih dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja. Ob sedanjih nihanjih na trgih državnih obveznic se je volatilnost delniških trgov v euroobmočju marca in nato ponovno proti koncu maja povečala (glej graf 7). Vseeno je bila še vedno manjša kot v februarju, ko so ocene tržnih udeležencev, da se bo inflacija povečala, sprožile popravek tečajev. V obravnavanem obdobju so tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju pridobili okrog 2% vrednosti. V celoti gledano na delniške tečaje v euroobmočju še naprej spodbudno vplivajo ugodni obeti glede dobička podjetij, kar je mogoče pripisati ugodnemu makroekonomskemu okolju v euroobmočju. Na delnice finančnega sektorja pa so vplivale napetosti na trgih državnih dolžniških vrednostnih papirjev, zaradi česar so se njihovi tečaji v obravnavanem obdobju znižali za okrog 12%. Ob tem so se tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA zvišali za okrog 1%, medtem ko so se tečaji delnic finančnih družb znižali za 5%.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. marec 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 13. junij 2018.

Na razmike v donosnosti obveznic nefinančnih družb so imele nedavne napetosti na trgih državnih obveznic manjši vpliv. Od konca aprila se je razmik v donosnosti nefinančnih družb naložbenega razreda glede na netvegano obrestno mero povečal za 23 bazičnih točk na 58 bazičnih točk (glej graf 8). Donosnost obveznic finančnega sektorja se je povečala nekoliko bolj, zato se je razmik v donosnosti povečal za okrog 32 bazičnih točk. Vendar pa razmiki v donosnosti podjetniških obveznic ostajajo precej manjši kot marca 2016, tj. pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in nato pred začetkom njegovega izvajanja.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: indeksi iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. marec 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 13. junij 2018.

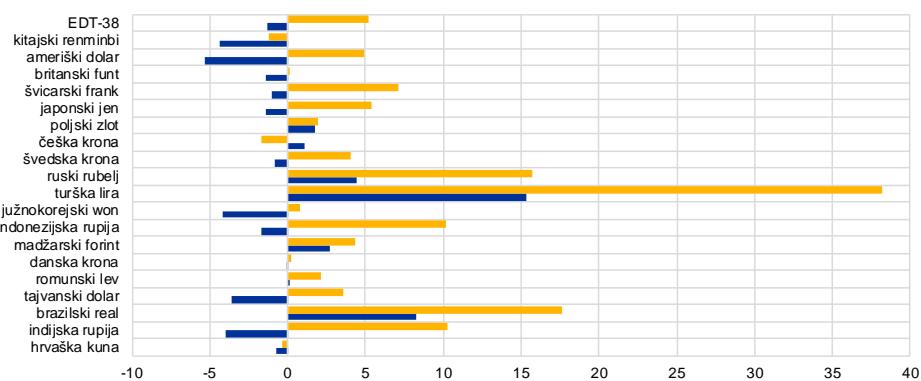
Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo depreciiral (glej graf 9). V obravnavanem obdobju se je nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, znižal za 1,3%. Znižanje tečaja je bilo večinoma posledica oslabitve eura v razmerju do pomembnejših valut, zlasti ameriškega dolarja (za 5,3%) in kitajskega renminbia (4,3%), ter je deloma izničilo apreciacijo eura od junija 2017. Euro je depreciiral tudi v razmerju do britanskega funta (za 1,4%), japonskega jena (1,4%) in švicarskega franka (1,0%). Depreciacijo v razmerju do valut največjih trgovinskih partneric euroobmočja sta le delno odtehtali izrazita okrepitev eura v razmerju do valut nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstev, in sicer najbolj do turške lire (za 15,4%), brazilskega reala (8,3%) in ruskega rubla (4,5%), ter zmernejša okrepitev v razmerju do valut nekaterih držav članic EU zunaj euroobmočja.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)

■ od 8. marca 2018
■ od 13. junija 2017



Vir: ECB.

Opombe: 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 13. junija 2018.

3

Gospodarska aktivnost

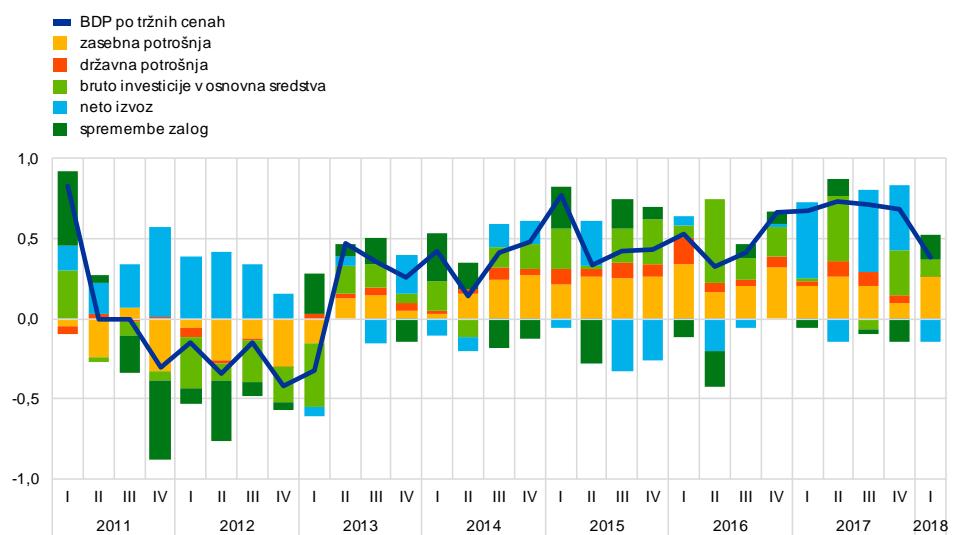
Po obdobju, v katerem so stopnje rasti močno presegale potencialno rast, je gospodarska rast v euroobmočju še naprej močna ter zajema vse države in sektorje, čeprav podatki in kazalniki v zadnjem času kažejo šibkejšo rast od pričakovane. Realno rast BDP v euroobmočju spodbuja predvsem rast zasebne potrošnje in naložb. Najnovejši anketni rezultati in novi podatki razkrivajo zmernejši, a še vedno soliden zagon rasti v bližnji prihodnosti. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna rast BDP v letu 2018 znašala 2,1%, v letu 2019 1,9% in v letu 2020 1,7%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2018 popravljena navzdol, za leti 2019 in 2020 pa ostaja nespremenjena.

Rast se je v prvem četrtletju 2018 umirila, vendar je ostala solidna in je zajela vse države euroobmočja. Realni BDP se je v prvem četrtletju letošnjega leta po 0,7-odstotnem zvišanju v predhodnem četrtletju medčetrtletno zvišal za 0,4% (glej graf 10). Kot kaže, je bila upočasnjena rast na začetku leta povezana z začasnimi dejavniki in trajnejšimi cikličnimi dejavniki (glej okvir 2). Rast v prvem četrtletju 2018 je še naprej najbolj spodbujalo domače povpraševanje (zlasti zasebna potrošnja in izdatki za naložbe v osnovna sredstva). Spremembe zalog so pozitivno prispevale k realni rasti BDP v prvem četrtletju, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave negativen. Na proizvodni strani je gospodarsko aktivnost podpirala predvsem močna rast v storitvenem in gradbenem sektorju, medtem ko se je dodana vrednost v industriji (brez gradbeništva) nekoliko zmanjšala.

Graf 10

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevek v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2018.

Rast zaposlenosti je v prvem četrtletju leta ostala močna. Zaposlenost se je v prvem četrtletju 2018 še povečala, in sicer medčetrtletno za 0,4% (glej graf 11), tako

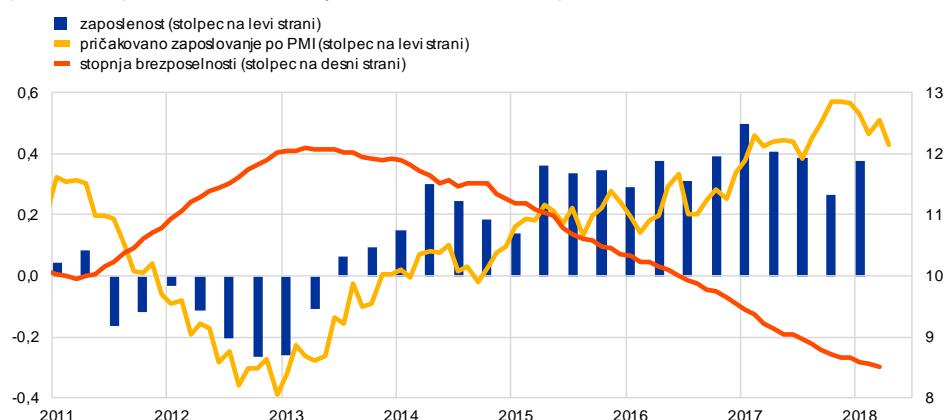
da zdaj za 1,9% presega najvišjo predkrizno vrednost, ki je bila zabeležena v prvem četrtletju 2008. Zaposlenost se je povečala v večini držav euroobmočja, in to v vseh panogah. Odkar je zaposlenost v drugem četrtletju 2013 dosegla najnižjo raven, znaša kumulativna rast zaposlenosti v euroobmočju po zadnjem povečanju 8,4 milijona. Močno rast zaposlenosti med okrejanjem gospodarstva je spremljalo približno nespremenjeno število opravljenih delovnih ur, kar je predvsem posledica več strukturnih dejavnikov (npr. velikega deleža delavcev s krajšim delovnim časom v skupni zaposlenosti in drugih učinkov sestave).

Kratkoročni kazalniki kažejo, da se je trg dela v drugem četrtletju 2018 še dodatno okreplil. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju se je še naprej zmanjševala in je aprila dosegla 8,5% – najnižjo raven od decembra 2008. Zmanjšanje je zajelo vse starostne skupine in oba spola ter obdobja brezposelnosti. Anketni kazalniki so se nekoliko umirili po zelo visokih ravneh, vendar še vedno kažejo nadaljnjo rast zaposlenosti v drugem četrtletju 2018. Ob tem je v nekaterih državah in panogah opaziti očitnejše znake pomanjkanja delovne sile.

Graf 11

Zaposlenost v euroobmočju, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; difuzijski indeks; odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) je izrazen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2018 pri zaposlenosti, na maj 2018 pri PMI in na april 2018 pri stopnji brezposelnosti.

Gibanje zasebne potrošnje še vedno najbolj poganja okrejanje na trgu dela in okrepljene bilance gospodinjstev. Zasebna potrošnja se je v prvem četrtletju 2018 medčetrtletno povečala za 0,5%, potem ko je bila rast v zadnjem četrtletju 2017 nekoliko šibkejša. Novejša gibanja v trgovini na drobno in v številu registracij novih osebnih avtomobilov predstavljajo negativna tveganja. Z dolgoročnejšega vidika pa vse višji dohodki od dela podpirajo trden temeljni zagon zasebne potrošnje, kar je razvidno tudi iz večjega zaupanja potrošnikov. Poleg tega je krepitev bilanc gospodinjstev še vedno pomemben dejavnik, ki prispeva k vztrajni rasti potrošnje, saj je kreditna sposobnost gospodinjstev odločilna za njihovo dostopnost do kreditov.

Sedanje okrejanje na stanovanjskih trgih naj bi še naprej spodbujalo rast.

Stanovanjske investicije so se v prvem četrtletju 2018 zaradi nadaljevanja okrejanja v številnih državah euroobmočja in v euroobmočju kot celoti povečale za 1,2%.

Zadnji kratkoročni kazalniki in rezultati anket kažejo pozitiven, vendar upočasnjen

zagon. Gradbena aktivnost na področju visokih gradenj se je v marcu zmanjšala že tretjič zapored, in sicer za 0,3% v primerjavi s februarjem. Nasprotno so se kazalniki indeksa vodij nabave (PMI) za gradbeno aktivnost v maju povečali, tako da sedanje obdobje ekspanzije traja že poldrugo leto, podoben vzorec pa kaže tudi kazalnik PMI za stanovanjsko gradbeno aktivnost. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu se je v maju povečal pri segmentu visokih gradenj. Kazalnika PMI in kazalnik zaupanja precej presegata dolgoročno povprečje.

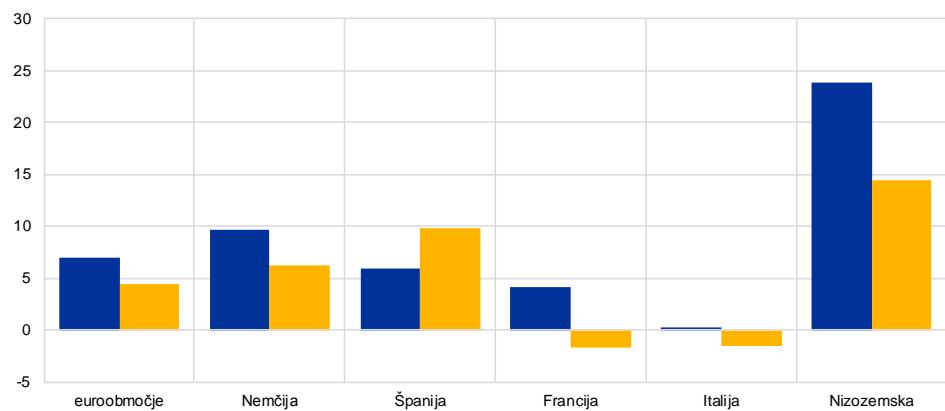
Podjetniške investicije bodo po pričakovanjih še naraščale ob podpori ugodnih pričakovanj o dobičku, močnega povpraševanja in spodbujevalnih pogojev financiranja. Glede na sektorske račune euroobmočja za zadnje četrtletje 2017 so ostale poslovne marže (merjene kot razmerje med neto poslovnim presežkom in dodano vrednostjo) visoke. Tudi pričakovanja o dobičku javnih delniških družb v euroobmočju so še vedno visoka. Poleg tega so znak nadaljnjega dinamičnega zagona investicij vse večja izkoriščenost zmogljivosti in vse več naročil v sektorju investicijskega blaga ter močno zaupanje in povpraševanje na splošno. Zadnji podatki iz aprilske ankete Evropske komisije o investicijah v industriji kažejo, da se leta 2018 pričakuje veliko povečanje realnih naložb v predelovalnih dejavnostih v euroobmočju (za 7,0%), kar pomeni popravek navzgor glede na predhodno anketo, izvedeno novembra 2017. Predvidoma se bodo naložbe v letu 2018 povečale v večini velikih držav euroobmočja in tudi v celotnem euroobmočju (glej graf 12).

Graf 12

Načrti glede realnih naložb v industriji v letu 2018

(obseg, medletne spremembe v odstotkih)

- Anketa Evropske komisije – april 2018
- Anketa Evropske komisije – november 2017



Vir: Anketa Evropske komisije o investicijah v industriji.

Rast izvoza euroobmočja je bila v prvem četrtletju 2018 šibkejša. Po vztrajni rasti v drugi polovici leta 2017 se je skupna realna rast izvoza euroobmočja v prvem četrtletju 2018 zmanjšala za 0,4%. Upad je bil predvsem posledica izvoza blaga, ki se je medčetrtletno zmanjšal za 0,6%. Zmanjšanje izvoza blaga v države zunaj euroobmočja v februarju in marcu je zajelo večje število ciljnih držav. Anketni kazalniki za nova naročila v industriji na svetovni ravni in v euroobmočju potrjujejo bolj umirjeno gibanje izvoza v drugem četrtletju.

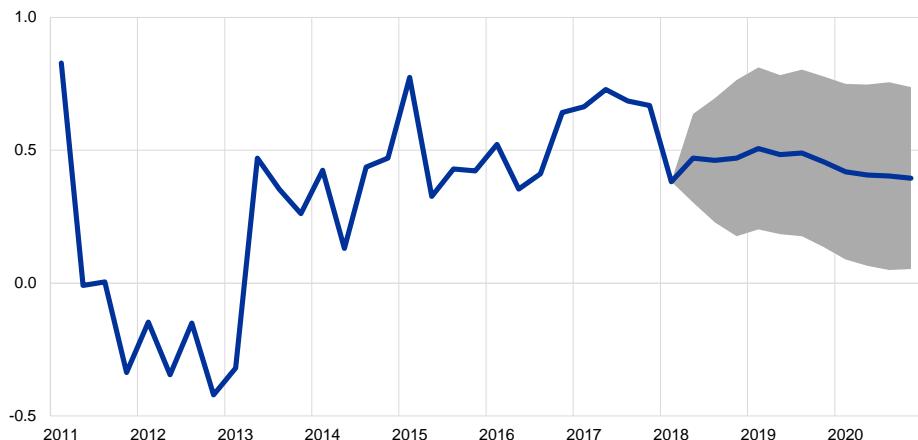
Zadnji ekonomski kazalniki in rezultati anket so šibkejši, vendar ostajo skladni z močno gospodarsko rastjo, ki je zajela vse panoge. Obseg industrijske proizvodnje (brez gradbeništva) se je aprila zmanjšal. Zmanjšanje je zajelo bolj ali manj vse panoge in večje države euroobmočja. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije in sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti sta se med prvim četrletjem zniževala, kar se je nadaljevalo tudi v aprilu in maju, čeprav nekoliko počasneje. Oba kazalnika še vedno presegata dolgoročne povprečne vrednosti.

Sedanja močna gospodarska rast, ki je zajela vse panoge, naj bi se nadaljevala. Domače povpraševanje še naprej podpirajo ukrepi denarne politike ECB, ki so prispevali k procesu razdolževanja. Zasebno potrošnjo spodbujata nadaljnja rast zaposlenosti, ki je deloma odraz preteklih reform na trgu dela, in naraščanje premoženja gospodinjstev. Podjetniške investicije spodbujajo ugodni pogoji financiranja, vse večja dobičkonosnost podjetij in stabilno povpraševanje. Stanovanjske investicije ostajajo močne. Poleg tega je mogoče pričakovati nadaljnje splošno naraščanje svetovnega povpraševanja, kar naj bi spodbujalo izvoz euroobmočja. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so še naprej približno uravnotežena. Kljub temu so negotovosti, povezane z globalnimi dejavniki, med katere spada tudi nevarnost naraščajočega protekcionizma, zdaj pomembnejše. Poleg tega tveganje vztrajno večje volatilnosti na finančnih trgih terja natančno spremjanje.

Po letošnjih junijskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna rast BDP v letu 2018 znašala 2,1%, v letu 2019 1,9% in v letu 2020 1,7% (glej graf 13). V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2018 popravljena navzdol, za leti 2019 in 2020 pa ostaja nespremenjena.

Graf 13
Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljen 14. junija 2018 na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolute vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je dostopen na spletnem mestu ECB.

Cene in stroški

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2018 okrepila na 1,9%, potem ko je aprila znašala 1,2%. Glede na sedanje terminske cene nafte se bo medletna stopnja skupne inflacije v preostanku leta najverjetneje gibala približno na sedanji ravni. Merila osnovne inflacije ostajajo pretežno umirjena, vseeno pa se vzpenjajo z nizkih ravni v prejšnjih obdobjih. Domači cenovni pritiski se krepijo zaradi visoke izkoriščenosti zmogljivosti, manjše presežne ponudbe na trgu dela in naraščanja plač. Negotovost glede inflacijskih obetov se zmanjšuje. Kar zadeva prihodnja gibanja, se bo osnovna inflacija proti koncu leta predvidoma okrepila in zatem v srednjeročnem obdobju postopno naraščala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB ter nadaljnja gospodarska rast, zmanjševanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala in hitrejša rast plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2018 pripravili strokovnjaki Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letih 2018, 2019 in 2020 znašala 1,7%, medtem ko bo inflacija brez emergentov in hrane v omenjenih letih predvidoma znašala 1,1%, 1,6% ozziroma 1,9%.

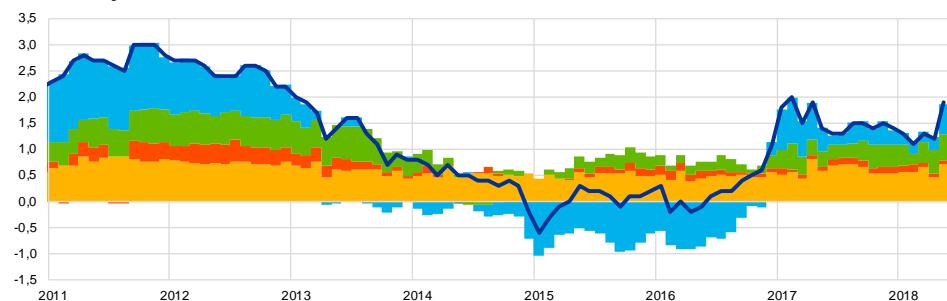
Skupna inflacija se je maja občutno zvišala. Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju maja 2018 močno zvišala in se povzpela na 1,9%, potem ko je aprila znašala 1,2% – kar je najvišja zabeležena stopnja od aprila 2017 (glej graf 14). K majskemu zvišanju je največ prispevala rast cen storitev in hrane ter zlasti rast cen emergentov. Povečanje rasti cen emergentov je bilo posledica tako močnega medmesečnega zvišanja cen emergentov zaradi višjih cen nafte kot tudi navzgor delujočih baznih učinkov.

Graf 14

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- HICP
- storitve
- industrijsko blago brez emergentov
- hrana
- emergenti



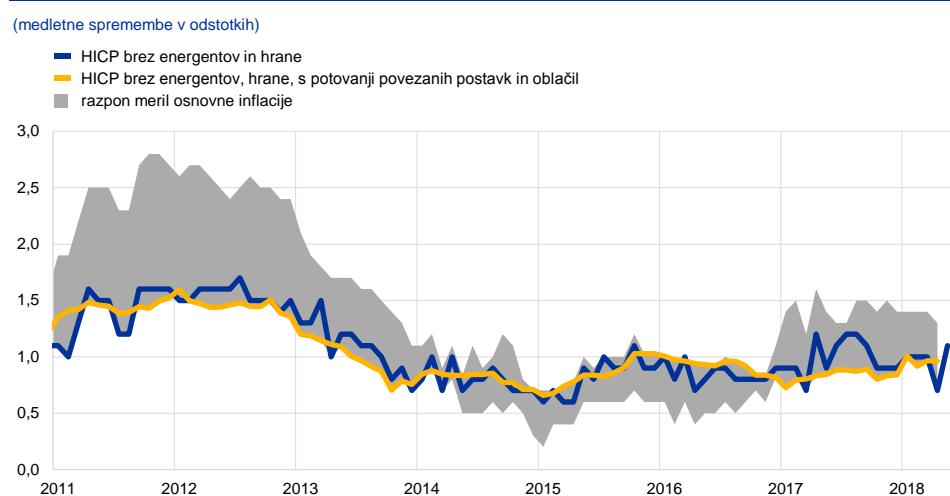
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2018 (prva ocena).

Merila osnovne inflacije so ostala pretežno umirjena, vseeno pa so se povzpela z nizkih ravni v prejšnjih obdobjih. Potem ko je inflacija brez emergentov in hrane tri zaporedne mesece znašala 1,0%, je aprila upadla na 0,7% in se nato maja po prvi oceni ponovno zvišala na 1,1% (glej graf 15). Ta dinamika je bila predvsem odraz volatilnosti zaradi datuma velike noči. Inflacija brez emergentov,

hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil – pri čemer na zadnji dve skupini navadno vplivajo sezonska gibanja oziroma obdobja razprodaj – je aprila (ki je zadnji mesec, za katerega je bila na voljo ta razčlenitev) ostala razmeroma stabilna. Če odmislimo kratkoročno volatilnost v zadnjih mesecih, so merila osnovne inflacije v celoti gledano ostala pretežno stabilna, vseeno pa so se zvišala z nizkih ravni iz leta 2016.

Graf 15
Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez energentov in hrane; HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; tehtana mediana HICP. Zadnji podatki so za maj 2018 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in za april 2018 pri vseh drugih merilih.

Vse bolj okrepljeni domači stroškovni pritiski so v glavnem odtehtali naraščajoče zaviralne pritiske na rast cen blaga razen energentov zaradi pretekle apreciacije tečaja. Vpliv pretekle apreciacije efektivnega tečaja eura se kaže v zmanjšanju rasti uvoznih cen.² Vendar se je rast uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo iz držav zunaj euroobmočja v aprilu 2018 medletno samo še rahlo dodatno zmanjšala in upadla na –2,0% (potem ko je marca znašala –1,9%). Rast uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo, ki nakazuje cenovne pritiske v zgodnejših fazah domače proizvodne verige, se je nekoliko izboljšala in je aprila znašala –0,8%, v primerjavi z –1,5% marca. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v domači prodaji neživilskih proizvodov za široko porabo je za razliko od rasti uvoznih cen ostala odporna proti zaviralnim pritiskom, ki so izhajali iz pretekle apreciacije tečaja eura, in sicer verjetno zaradi vse večjih domačih stroškovnih pritiskov in večje moči podjetij pri oblikovanju cen v okolju močne gospodarske rasti. Medletna rast proizvajalčevih cen proizvodov za široko porabo brez hrane je bila med februarjem in aprilom 2018 stabilna pri 0,5%, potem ko je v drugi polovici leta 2017 dosegla stopnjo okrog 0,2%. Na ravni cen življenjskih potrebščin je rast cen industrijskega blaga razen energentov upadla z 0,3% v aprilu na 0,2% v maju. Rast je bila torej nižja od stopnje rasti na začetku leta, dinamiko

² Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Spremljanje prenosa deviznega tečaja na inflacijo« v tej številki Ekonomskega biltena.

rasti pa je deloma mogoče pripisati veliki volatilnosti medletne stopnje rasti cen v podskupini oblačil in obutve, deloma zaradi spreminjanja vzorca sezonskih razprodaj v zadnjih letih.

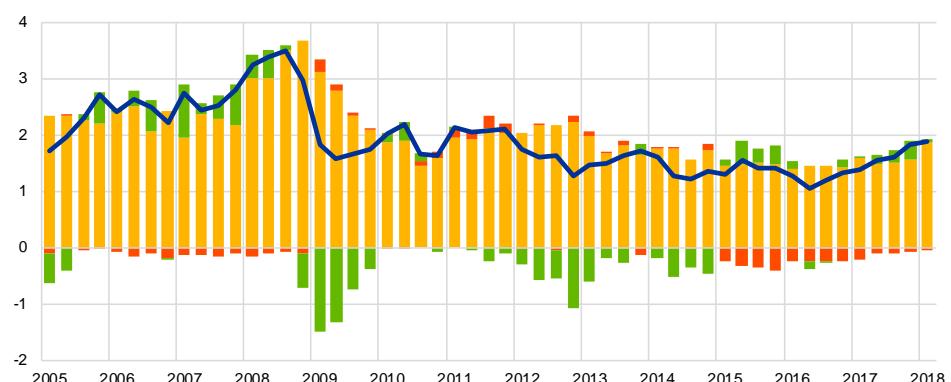
Podatki o nedavni dinamiki rasti plač kažejo nadaljnji trend naraščanja in dajo sklepati na postopno krepitev domačih stroškovnih pritiskov. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je v prvem četrtletju 2018 znašala 1,9%, potem ko je v zadnjem četrtletju 2017 dosegla 1,8%, in je zdaj občutno višja kot v prvi polovici leta 2016 (glej graf 16). Zvišanje je odraz povečanja medletne rasti dogovorjenih plač (ki je v prvem četrtletju 2018 znašala 1,9%, v primerjavi z 1,6% v zadnjem četrtletju 2017), obenem pa nedavni plačni dogovori v državah euroobmočja zbujujo pričakovanje, da se bo rast plač še dodatno okrepila. Gledano v celoti je nedavna dinamika rasti plač skladna z izboljševanjem razmer na trgu dela, saj začenjajo popuščati drugi dejavniki, ki so zavirali rast plač, denimo pretekla nizka inflacija in sedanji vpliv reform trga dela, ki so bile v času krize izvedene v nekaterih državah.

Graf 16

Prispevki komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- rast sredstev za zaposlene na zaposlenega
- dogovorjene plače
- prispevki za socialno varnost
- dodatki na osnovno plačo



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

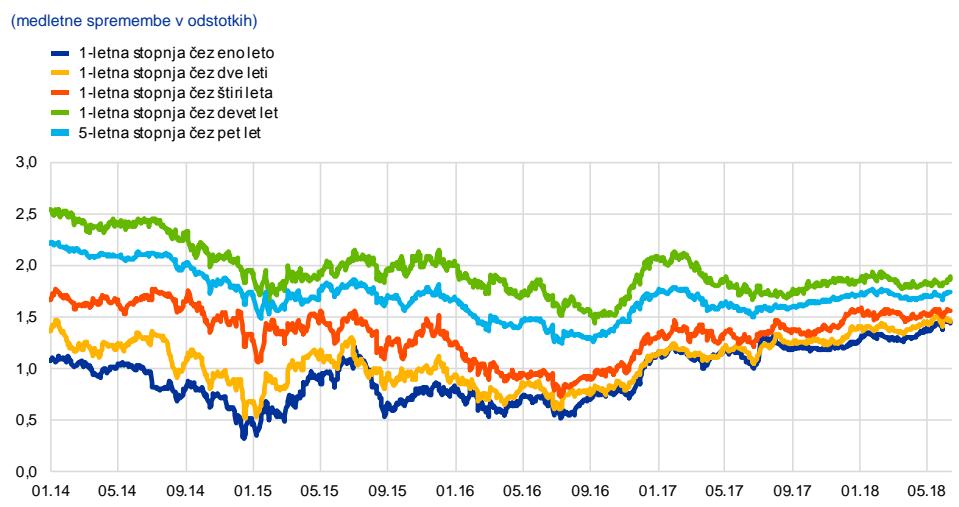
Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2018.

Tako tržna kot tudi anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala večinoma nespremenjena. Petletna terminska obrestna mera v obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 12. junija 2018 znašala 1,74%, kar je v glavnem nespremenjeno od stopnje na koncu aprila (glej graf 17). Prihodnja dinamika tržnih meril inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije, saj se bo inflacija le zelo postopno vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Do tveganja nevtralna verjetnost negativne povprečne inflacije v naslednjih petih letih na podlagi opcij, vezanih na inflacijo, je zanemarljiva in nakazuje, da trgi trenutno ocenjujejo tveganje deflacji kot zelo nizko. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2018 so merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj za euroobmočje ostala v glavnem stabilna, in

sicer na ravni 1,9%. Enak rezultat je bil zabeležen tudi v zadnjih anketaah Consensus Economics in Euro Zone Barometer.

Graf 17

Tržna merila inflacijskih pričakovanj



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 12. junij 2018.

Po junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi inflacija v vsakem letu obdobja projekcij ostala nespremenjena na ravni 1,7% (glej graf 18).³

Dinamika napovedane inflacije prikriva dve nasprotujoči si gibanji: postopno zviševanje inflacije brez emergentov in hrane, ki bo z 1,1% v letu 2018 predvidoma narasla na 1,6% v letu 2019 in 1,9% v letu 2020, ter vse manjši prispevek rasti cen emergentov, ob upoštevanju tehnične predpostavke, da se bodo cene nafte gibale v skladu s krivuljo terminskih cen nafte. Pričakovano naraščanje osnovnih cenovnih pritiskov je predvsem posledica vse večjega presežnega povpraševanja po delovni sili in sočasnih plačnih pritiskov, zlasti v nekaterih državah. V okolju močne rasti se bo takšno zvišanje stroškov dela verjetno preneslo na cene življenjskih potrebščin. V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila inflacija za leti 2018 in 2019 popravljena navzgor za 0,3 odstotne točke zaradi zvišanja cen nafte in majhnih popravkov navzgor pri rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega.

³ Glej članek z naslovom »[Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki je bil 14. junija 2018 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 18

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)

— HICP
— razpon projekcij



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 14. junija 2018 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opomba: Razponi okrog osrednje projekcije temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Sirina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je dostopen na spletnem mestu ECB.

5

Denar in krediti

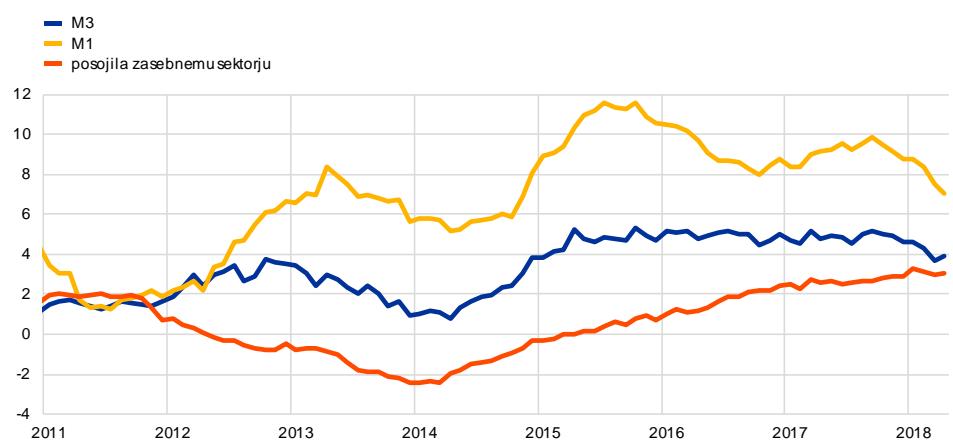
Rast širokega denarja se od zadnjega četrtletja 2017 postopoma zmanjšuje v okolju zmanjšanih mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Obenem je rast kreditov zasebnemu sektorju še naprej zmerno rasla, k čemur je precej prispeval prenos ukrepov denarne politike, sprejetih od junija 2014. Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v prvem četrtletju 2018 po ocenah nekoliko umirili.

Rast agregata M3 se od zadnjega četrtletja 2017 postopoma zmanjšuje v okolju zmanjšanih mesečnih neto nakupov. Medletna stopnja rasti agregata M3 je aprila 2018 znašala 3,9%, v primerjavi s 3,7% marca in 4,3% februarja (glej graf 19). Marca in aprila so gibanje širokega denarja spodbujali tudi bazni učinki, ki so povzročili določeno volatilnost medletnih stopenj rasti. Zaradi zmanjšanja neto nakupov (z 80 milijard EUR na 60 milijard EUR aprila 2017 in nato na 30 milijard EUR januarja 2018) je bil pozitivni učinek na rast agregata M3 manjši, saj so postajali učinki povečanja vlog prodajalcev (če je prodajalec iz nedenarnega sektorja) in uravnoteženja portfeljev manj izraziti.⁴ Hkrati so rast denarja še naprej podpirali ukrepi denarne politike ECB, solidna gospodarska rast in nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer. Čeprav se je medletna stopnja rasti agregata M1, vključno z najlikvidnejšimi komponentami M3, aprila še bolj umirila (z marčnih 7,5% na 7,0%), je še naprej precej prispevala k rasti širokega denarja.

Graf 19

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 april 2018.

⁴ Glej na primer članek z naslovom »The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2015.

Vloge čez noč so še naprej največ prispevale k rasti denarnega agregata M3.

Medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb je aprila ostala visoka (obe 8,4%). Nasprotno se je volatilnejša medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju nedenarnih finančnih institucij še naprej umirjala. Umirjena je ostala 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 še naprej negativno vplivale na agregat M3. Medletna stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2) – majhne komponente agregata M3 – je bila aprila ponovno negativna. K temu sta prispevala zlasti negativen prispevek delnic/enot skladov denarnega trga, kar kaže trenutno majhno privlačnost teh instrumentov z vidika obrestovanja.

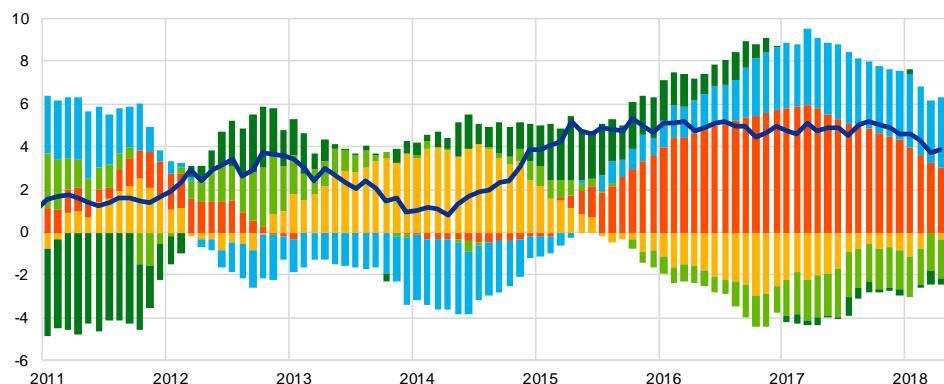
Rast širokega denarja še naprej najbolj spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 20). Z vidika protipostavk se je pozitivni prispevek državnih dolžniških vrednostnih papirjev v imetju Eurosistema k rasti denarnega agregata M3 še dodatno zmanjšal (glej rdeči del stolpcev v grafu 20), in sicer v kontekstu zmanjšanja mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Zmanjšanje je večinoma odtehtalo povečanje prispevka kreditov zasebnemu sektorju (glej modri del stolpcev v grafu 20), ki obsegajo posojila denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi kreditiranje prek Eurosistemovih nakupov dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih sektorjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Na rast M3 je pozitivno vplivalo vztrajno zmanjševanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (razen kapitala in rezerv) v imetju rezidentov euroobmočja zunaj sektorja DFI (vključeno poleg drugih protipostavk v temnozelenem delu stolpcev v grafu 20). To je povezano z nadomeščanjem financiranja v okolju atraktivnejših sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in z Eurosistemovimi nakupi kritih obveznic v okviru tretjega programa nakupa kritih obveznic. K negativni medletni rasti kreditov DFI razen Eurosistema širše opredeljeni državi so prispevale prodaje državnih obveznic s strani DFI euroobmočja razen Eurosistema in tako zavirale rast agregata M3 (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 20). Medletni tok neto tuje aktive DFI je na splošno znašal nič zaradi manjše prodaje državnih obveznic s strani nerezidentov euroobmočja (glej rumeni del stolpcev v grafu 20).

Graf 20

M3 in protipostavke

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

- M3
- neto tuja aktiva
- državni dolžniški vrednostni papirji v imetju Euro sistema
- krediti DFI (razen Euro sistema) širše opredeljeni državi
- krediti zasebnemu sektorju
- prilivi iz dolgoročnejših finančnih obveznosti in druge protipostavke



Vir: ECB.

Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zaseben nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Eurosystemova imetja dolžniških vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Najnovejši podatki so za april 2018.

Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju je še naprej zmerno rasla.

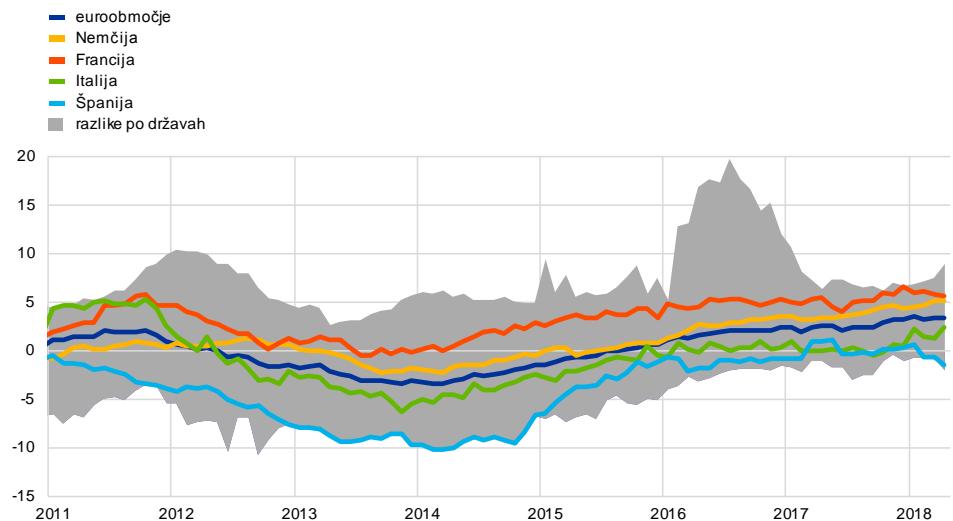
Aprila je medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) znašala 3,1% (v primerjavi s 3,0% v marcu) (glej graf 19). Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je ostala aprila v vseh sektorjih stabilna na ravni 3,3%, potem ko se je precej okreplila z nizke ravni iz prvega četrletja 2014 (glej graf 21). K povečanju posojil nefinančnim družbam, ki je bilo sicer zmerno, so prispevali zelo ugodni pogoji financiranja in močna rast podjetniških naložb. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je aprila ostala nespremenjena na ravni 2,9% (glej graf 22). Rast so spodbujali zelo ugodni pogoji financiranja, izboljšanje na trgu dela, krepitev stanovanjskih trgov ter rast stanovanjskih naložb in zasebne potrošnje. Hkrati je bila skupna rast posojil po državah še naprej zelo različna. Banke so dosegle napredok tudi pri konsolidaciji svojih bilanc, izboljševanju dobičkonosnosti in zmanjševanju slabih posojil, čeprav je raven slabih posojil v nekaterih državah še naprej visoka in bi lahko še naprej ovirala zmogljivost bank, da opravljajo finančno posredništvo.⁵

⁵ Glej tudi razdelek 3 v poročilu *Financial Stability Review*, ECB, maj 2018.

Graf 21

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



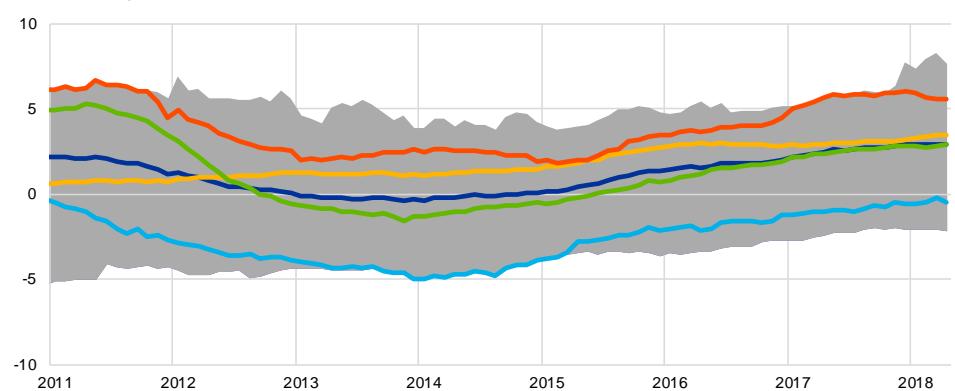
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2018.

Graf 22

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2018.

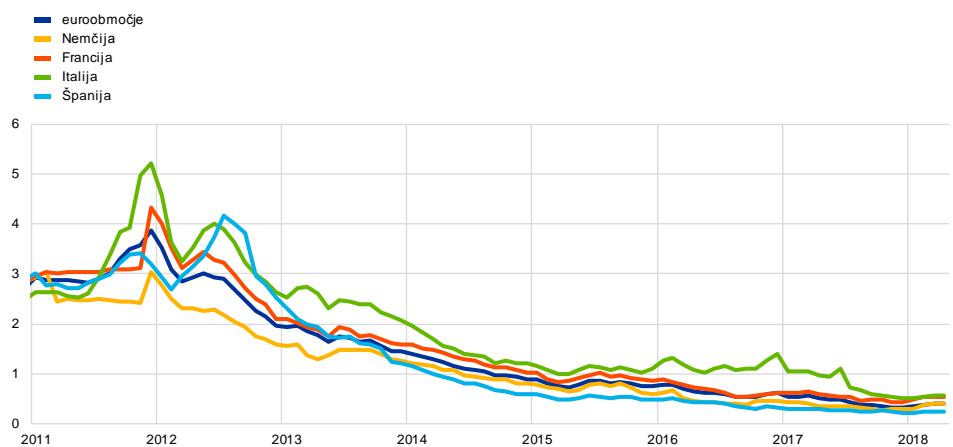
Pogoji financiranja za banke so ostali blizu zgodovinsko najnižjih ravn, zabeleženih decembra 2017. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank v euroobmočju so ostali aprila na splošno nespremenjeni, potem ko so se v prvem četrtletju 2018 povečali (glej graf 23). Takšno gibanje je bilo posledica povečanja donosnosti bančnih obveznic, medtem ko so stroški financiranja bank z vlogami ostali na splošno nespremenjeni. K ugodnim pogojem financiranja za banke so na

splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačilo dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI in krepitev bilančnega položaja bank. Hkrati je maja 2018 postala donosnost bančnih obveznic po državah bolj raznolika zaradi politične negotovosti v Italiji (glej razdelek 2).

Graf 23

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

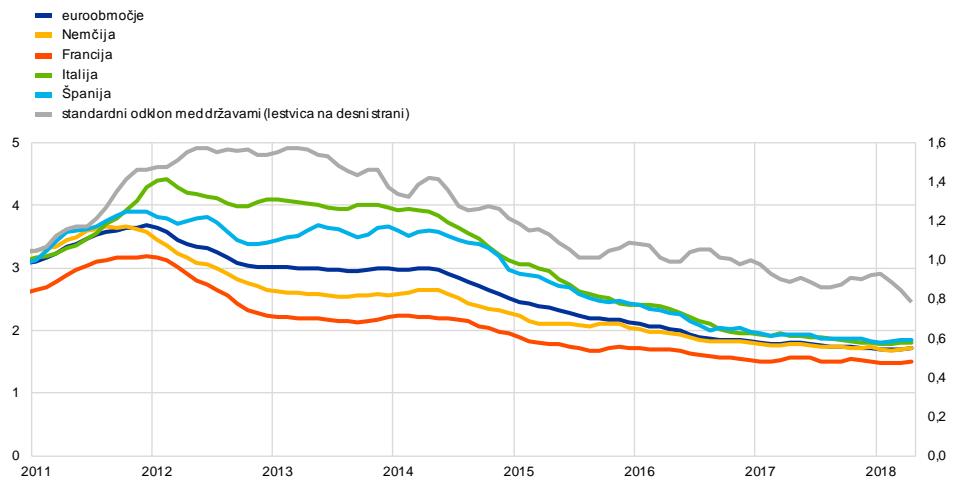
Opombi: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Najnovejši podatki so za april 2018.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile še naprej blizu najnižjih vrednosti. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 24) so aprila znašale 1,70%, kar je blizu najnižje vrednosti, ki je januarja 2018 znašala 1,67%. Skupne obrestne mere bank za stanovanjska posojila gospodinjstvom (glej graf 25) so ostale na splošno nespremenjene na ravni 1,83%, kar je le nekoliko nad najnižjo vrednostjo iz decembra 2016 (1,78%). Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih pogojev junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere. To kaže, da se je izboljšala transmisija ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. K znižanju skupnih obrestnih mer za posojila je prispevalo zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Od maja 2014 do aprila 2018 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za 123, za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa za okoli 108 bazičnih točk. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v državah euroobmočja, ki jih je finančna kriza najbolj prizadela, kar je povzročilo enakomernejšo transmisijo ukrepov denarne politike na te obrestne mere med državami. V istem obdobju se je v euroobmočju zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR). To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bank bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Graf 24

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



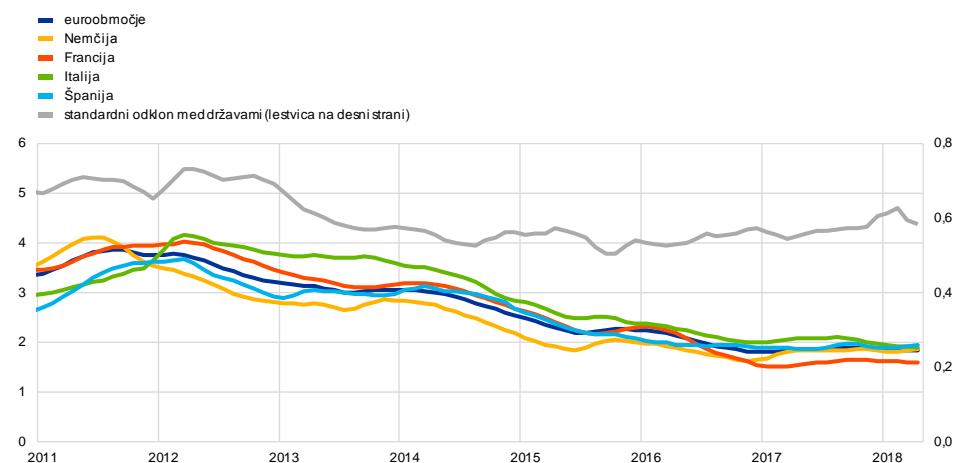
Vir: ECB.

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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2018.

Graf 25

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom

(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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2018.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

euroobmočja so se v prvem četrletju 2018 po ocenah nekoliko umirili. To je posledica zmanjšanega izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in delnic, ki kotirajo na borzi, tekom leta 2017. Nasprotno se je izboljšala posojilna dinamika bank, ki sta jo med drugim spodbujala nadaljnja ublažitev kreditnih standardov in zmanjševanje stroškov bančnih posojil. K okrevanju zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so od začetka leta 2014 na splošno prispevali krepitev gospodarske aktivnosti, transmisija sprejetih ukrepov denarne politike (s čimer so se izboljšali posojilni

pogoji) ter finančne potrebe, povezane z večjim številom prevzemov in združitev. Hkrati se je zaradi visokih zadržanih dobičkov v nefinančnih družbah zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je v prvem četrtletju 2018 močno povečalo. Neto izdajanje je bilo januarja okrepljeno, februarja in marca pa se je umirilo, čeprav je še vedno beležilo največji obseg od tretjega četrtletja 2016. Tržni podatki za april in maj kažejo, da je izdajanje ostalo precejšnje, čeprav so bile ravni nižje od tistih iz prvega četrtletja. Prav tako se je v prvem četrtletju 2018 močno povečalo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb.

Stroški financiranja za nefinančne družbe so se vrnili na ugodne ravni, zabeležene na začetku leta. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so aprila znašali 4,5%, kar je za okoli 14 bazičnih točk manj kakor marca. Po ocenah so maja stroški financiranja ostali nespremenjeni. Skupni stroški zunanjega financiranja zdaj znašajo okoli 43 bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz julija 2016, vendar pa so še vedno nižji od ravni, dosežene poleti 2014, ko so se začela na trgu pojavljati pričakovanja glede uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev.

Rezultati zadnje ankete o dostopu podjetij do financiranja kažejo, da se je razpoložljivost zunanjih virov financiranja za mala in srednje velika podjetja (MSP) v euroobmočju še naprej izboljševala. Izboljšanje je bilo predvsem posledica večje pripravljenosti bank, da odobrijo kredite. MSP so poročala, da so imeli vsi makroekonomski in s podjetji povezani dejavniki, obravnavani v anketi, pozitiven učinek na razpoložljivost zunanjega financiranja, ter niso poročala o večjih spremembah od prejšnje ankete. Dostop do financiranja je bil zanje najmanj pomembna težava, čeprav razlike med državami ostajajo velike. Delež MSP v težavah ostaja v euroobmočju na nizki ravni okoli 4% že od leta 2015, kar je bistveno manj od ravni, ki je leta 2012 (ter nekoliko prej in pozneje) v regiji znašala 15%. To je deloma posledica spodbujevalnih standardnih in nestandardnih ukrepov denarne politike. Gledano v celoti je nekoliko manjši delež MSP poročal o povečanju prihodkov od prodaje, manjši neto delež podjetij pa je poročal o povečanju dobička v kontekstu vse višjih stroškov dela in drugih stroškov (stroški za material, energijo in obresti).

Javnofinančna gibanja

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij (2018–2020) še naprej zmanjševal, in sicer zlasti zaradi ugodnih cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2018 rahlo ekspanzivna, v obdobju 2019–2020 pa večinoma nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo še naprej zmanjševal, a bo kljub temu še vedno velik. Zlasti v močno zadolženih državah bi bila potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati.

Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij (2018–2020) še naprej zmanjševal. Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah⁶ napovedujejo zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 0,9% BDP v letu 2017 na 0,5% BDP v letu 2020. K izboljševanju javnofinančnih obetov še vedno prispevajo predvsem ugodna ciklična gibanja in zniževanje plačil obresti, medtem ko naj bi se ciklično prilagojeni primarni saldo v letu 2019 nekoliko poslabšal (glej graf 26). Obeti za javnofinančni primanjkljaj euroobmočja so nekoliko ugodnejši, kot so bili v letošnjih marčnih projekcijah.

Graf 26

Proračunski saldo in njegove komponente

(v odstotkih BDP)

- ciklično prilagojeni primarni saldo (brez pomoč finančnemu sektorju)
- ciklična komponenta
- plačila obresti
- proračunski saldo
- pomoč finančnemu sektorju



Viri: ECB in juniske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2018 po napovedih rahlo ekspanzivna, v obdobju 2019–2020 pa večinoma nevtralna.⁷ Ekspanzivna naravnost fiskalne politike v letu 2018 je posledica rahlega znižanja davkov in

⁶ Glej Juniske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, ECB, 2018. Javnofinančne napovedi temelijo na predpostavki, da se politika ne bo spreminala. Zato te projekcije vključujejo samo ukrepe, ki so jih parlamenti teh držav že sprejeli ali naj bi jih sprejeli kmalu.

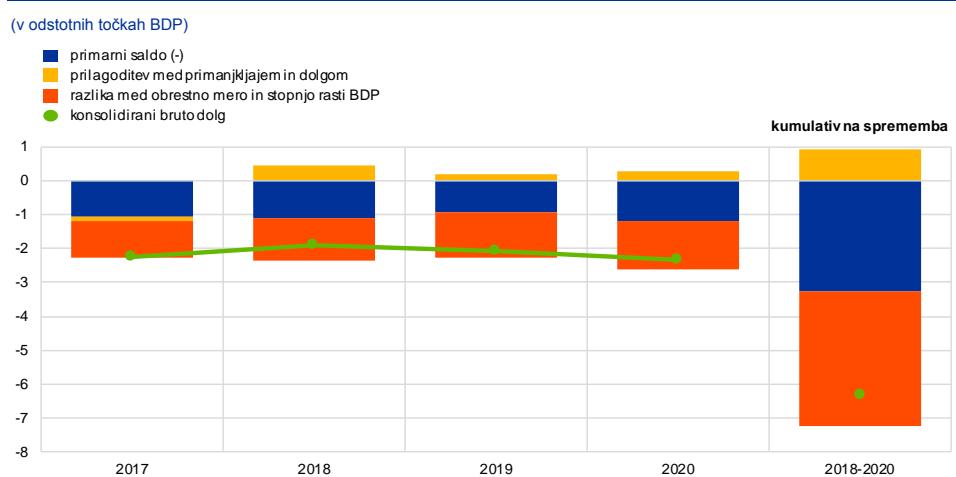
⁷ Naravnost javnofinančne politike održa smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Meri se kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju.

tega, da je rast državne potrošnje bolj dinamična kot trendni nominalni BDP. Ekspanzivno fiskalno politiko izvaja večina držav euroobmočja. V obdobju 2019–2020 naj bi deloma veliko znižanje davkov in prispevkov za socialno varnost večinoma odtehtala bolj umirjena rast strukturne primarne potrošnje, in sicer zaradi nižjih socialnih plačil in sredstev za zaposlene. Po drugi strani naj bi se državne naložbe povečale in v obdobju projekcij nekoliko presegle trendni nominalni BDP.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal. Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskejih projekcijah napovedujejo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP s 86,7% leta 2017 na 80,4% do konca leta 2020. Predvideno zmanjšanje javnega dolga podpirajo predvsem ugodna gibanja na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter primarni presežek (glej graf 27). K rasti dolga pa naj bi nekoliko prispevala prilagoditev med primanjkljajem in dolgom. V primerjavi z marčnimi projekcijami se pričakuje, da bo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP malce bolj umirjeno, zlasti zaradi manj ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Obeti glede javnega dolga naj bi se v večini držav euroobmočja izboljšali, vendar bo v nekaterih državah raven dolga še naprej precej višja od referenčne vrednosti 60% BDP. Srednje- do dolgoročno naj bi izliv za fiskalno vzdržnost predstavljal s staranjem povezani stroški, pri čemer je mogoče pričakovati dodatna navzgor usmerjena tveganja, če bodo prejšnje reforme na področju pokojnin, zdravstva in dolgotrajne oskrbe razveljavljene. Ocena projekcij iz poročila o staranju prebivalstva 2018 je predstavljena v okvirju 4 z naslovom »Poročilo o staranju prebivalstva 2018: staranje prebivalstva prinaša težke izzive na področju javnih financ« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 27

Dejavniki spremembe javnega dolga



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

Države morajo nadaljevati javnofinančna prizadevanja ob celovitem spoštovanju Pakta za stabilnost in rast. Zlasti v močno zadolženih državah so nujna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno

zmanjševati, saj so zaradi velike zadolženosti ob morebitni prihodnji recesiji ali ponovni nestabilnosti na finančnih trgih še posebno ranljive. Evropska komisija je 23. maja objavila priporočila posameznim državam članicam EU, razen Grčiji, glede ekonomske in javnofinančne politike. Ocena je predstavljena v okvirju 5 z naslovom »Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2018« v tej številki Ekonomskega biltena.

Okvirji

1 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. januarja do 2. maja 2018

Pripravil Riccardo Costantini

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018, ki sta trajali od 31. januarja do 13. marca 2018 oziroma od 14. marca do 2. maja 2018. V navedenih 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%.

Eurosistem je v obravnavanem obdobju še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v povprečnem ciljnem znesku 30 milijard EUR na mesec. Nakupi se bodo na tej ravni nadaljevali do septembra 2018 ali po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.362,6 milijarde EUR, kar je za 90,3 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo posledica rasti neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 89,4 milijarde EUR na 1.238,5 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve povečale za 0,9 milijarde EUR na 124,2 milijarde EUR.

Rast neto avtonomnih dejavnikov, kar pomeni zmanjševanje likvidnosti, je bila posledica zmanjšanja dejavnikov povečevanja likvidnosti in povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti. K zmanjšanju dejavnikov povečevanja likvidnosti je prispevalo zlasti zmanjšanje povprečne neto tuje aktive, izražene v eurih, za 38,9 milijarde EUR na 212,8 milijarde EUR. To je bilo posledica večjih obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 33,4 milijarde EUR in tako negativno prispevale k povprečni neto tuji aktivi, izraženi v eurih.⁸ Na strani obveznosti so k povečanju najbolj

⁸ Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja večinoma sestavljajo računi tujih centralnih bank pri Eurosistemuh. Te vloge se ponavadi povečajo ob koncu četrtletja in v manjši meri ob koncu meseca, saj so poslovne banke pred datumom poročanja o bilanci stanja manj naklonjene sprejemjanju nezavarovane ali zavarovane gotovine. Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja, izražene v eurih, so se denimo 29. marca 2018 povečale za 55,8 milijard EUR na 339,8 milijarde EUR.

prispevale vloge države, ki so se v povprečju povečale za 39,2 milijarde EUR na 227,5 milijarde EUR.

Dnevna volatilnost avtonomnih dejavnikov se od prejšnjega obravnavanega obdobja večinoma ni spremenila. Dnevna nihanja avtonomnih dejavnikov so bila predvsem posledica nihanj vlog države in neto aktive v eurih.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)

	31. januar do 2. maj 2018	1. nov. 2017 do 30. januar 2018	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.080,1 (+44,3)	2.035,9	2.102,8 (+49,5)	2.053,2 (+12,5)
Bankovci v obtoku	1.154,1 (+2,1)	1.151,9	1.159,0 (+10,9)	1.148,2 (-10,0)
Vloge države	227,5 (+39,2)	188,3	247,5 (+44,0)	203,6 (+15,5)
Drugi avtonomni dejavniki	698,6 (+3,0)	695,6	696,2 (-5,3)	701,5 (+7,0)
Tekoči računi	1.304,6 (+10,8)	1.293,7	1.295,3 (-20,3)	1.315,6 (+40,5)
Instrumenti denarne politike	800,5 (-8,3)	808,8	792,4 (-17,7)	810,2 (-2,8)
Obvezne rezerve ¹	124,2 (+0,9)	123,3	124,4 (+0,5)	123,9 (+0,1)
Odprta ponudba mejnega depozita	676,4 (-9,2)	685,6	668,0 (-18,3)	686,3 (-2,9)
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)

	31. januar do 2. maj 2018	1. nov. 2017 do 30. januar 2018	Druge obdobje izpoljevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpoljevanja obveznih rezerv
Avtonomni likvidnostni dejavniki	841,7 (-45,1)	886,8	828,1 (-29,6)	857,8 (+14,2)
Neto tuja aktiva	628,9 (-6,2)	635,0	627,1 (-3,8)	630,9 (-4,7)
Neto aktiva v eurih	212,8 (-38,9)	251,8	201,0 (-25,8)	226,8 (+18,9)
Instrumenti denarne politike	3.219,8 (+91,0)	3.128,8	3.238,4 (+40,8)	3.197,6 (+35,8)
Operacije odprtega trga	3.219,7 (+91,1)	3.128,6	3.238,3 (+40,7)	3.197,6 (+35,9)
Avkcijski postopki	761,7 (-3,5)	765,2	761,5 (-0,6)	762,1 (-1,5)
Operacije glavnega refinanciranja	1,7 (-1,2)	2,9	1,9 (+0,4)	1,5 (-1,3)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	7,7 (-0,1)	7,8	7,7 (-0,1)	7,7 (-0,0)
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	13,0 (-1,8)	14,9	12,7 (-0,7)	13,4 (+0,0)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	739,3 (-0,3)	739,6	739,2 (-0,2)	739,4 (-0,1)
Dokončni portfelji	2.458,0 (+94,6)	2.363,4	2.476,8 (+41,3)	2.435,5 (+37,3)
Prvi program nakupa kritih obveznic	5,8 (-0,3)	6,1	5,6 (-0,3)	6,0 (-0,1)
Drugi program nakupa kritih obveznic	4,5 (-0,3)	4,8	4,4 (-0,2)	4,6 (-0,2)
Tretji program nakupa kritih obveznic	248,8 (+8,3)	240,5	250,6 (+3,8)	246,8 (+4,3)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	85,0 (-4,0)	89,0	84,9 (-0,1)	85,1 (-4,0)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	25,8 (+0,7)	25,1	26,2 (+1,0)	25,2 (+0,1)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	1.942,3 (+74,5)	1.867,8	1.955,6 (+29,1)	1.926,5 (+29,3)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	145,7 (+15,6)	130,1	149,4 (+8,1)	141,3 (+7,9)
Mejno posojilo	0,1 (-0,1)	0,2	0,1 (+0,1)	0,0 (-0,1)

Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)

	31. januar do 2. maj 2018	1. nov. 2017 do 30. januar 2018	Druge obdobje izpoljevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpoljevanja obveznih rezerv
Agregatne likvidnostne potrebe	1.362,6 (+90,3)	1.272,3	1.399,0 (+79,7)	1.319,3 (-2,0)
Avtonomi dejavniki²	1.238,5 (+89,4)	1.149,1	1.274,6 (+79,2)	1.195,4 (-2,1)
Presežna likvidnost	1.856,7 (+0,9)	1.855,8	1.838,8 (-39,2)	1.878,0 (+37,6)

Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)

	31. januar do 2. maj 2018	1. nov. 2017 do 30. januar 2018	Druge obdobje izpoljevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpoljevanja obveznih rezerv
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)
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,364 (-0,013)	-0,351	-0,364 (-0,000)	-0,364 (-0,005)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbljše 0,1 milijarde EUR.

1) Obvezne rezerve so pojasnjevalna postavka, ki je v bilanci stanja Eurosistema ni, zato se ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

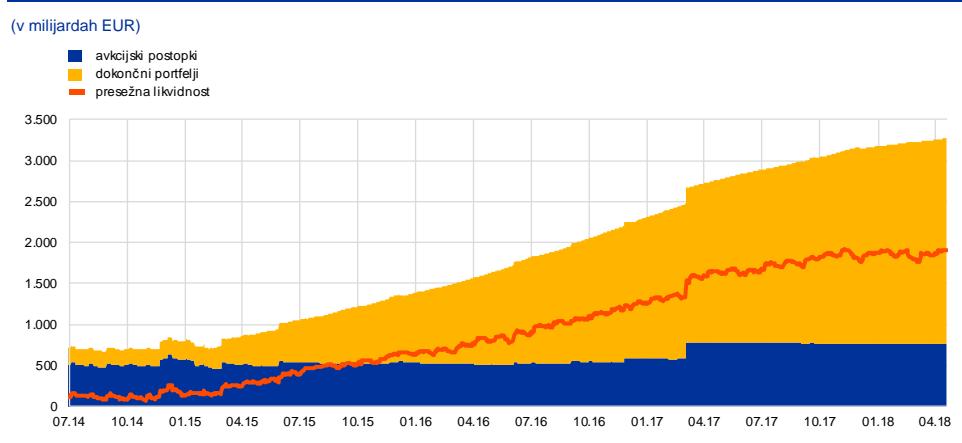
2) Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkcijskimi postopki in nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 91,0 milijarde EUR na 3.219,8 milijarde EUR (glej graf A). Povečanje je bilo v celoti posledica programa nakupa vrednostnih papirjev, medtem ko se je povpraševanje v avkcijskih postopkih rahlo zmanjšalo.

Graf A

Operacije odprtrega trga in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 3,5 milijarde EUR na 761,7 milijarde EUR. K temu je prispevalo predvsem zmanjšanje stanja cilno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju za 2,1 milijarde EUR. Zmanjšanje stanja teh operacij je bilo povezano s poravnavo prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz tretje, pete in sedme operacije iz prve serije cilno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja v marcu 2018. Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, se je zmanjšal za 1,2 milijarde EUR, povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s 3-mesečnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, pa za 0,1 milijarde EUR.

Zaradi nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi portfelji denarne politike, povečal za 94,8 milijarde EUR na 2,458 milijarde EUR. 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 74,5 milijarde EUR, za 8,3 milijarde EUR, za 0,7 milijarde EUR oziroma za 15,6 milijarde EUR. Zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic se je likvidnost skupno zmanjšala za 4,6 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju ostala približno stabilna in se je v primerjavi s prejšnjim obdobjem le malenkostno povečala za 0,9 milijarde EUR na 1.856,7 milijarde EUR (glej graf A). Povečanje likvidnosti s programom nakupa vrednostnih papirjev se je predvsem v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv skoraj v celoti izničilo zaradi povečanja avtonomnih dejavnikov. Medtem ko se je presežna likvidnost v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povečala za 37,6 milijarde EUR, se je v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv dejansko zmanjšala za 39,2 milijarde EUR.

Z vidika razporeditve imetij presežne likvidnosti med tekoče račune in odprto ponudbo mejnega depozita so se povprečna imetja na tekočih računih zvišala za 10,8 milijarde EUR na 1.304,6 milijarde EUR, medtem ko se je povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita zmanjšala še za 9,2 milijarde EUR na 676,4 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 rahlo nižje. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala -0,364%, v primerjavi s povprečno vrednostjo -0,351% v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA se je gibala med najnižjo vrednostjo na ravni -0,370% ob koncu februarja 2018 in najvišjo vrednostjo na ravni -0,348% na zadnji dan marca 2018. Na zavarovanem trgu so povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling⁹ pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev ostale stabilne glede na prejšnje obravnavano obdobje. Povprečna repo obrestna mera čez noč je pri standardni košarici znašala -0,448%, pri razširjeni košarici pa -0,415%.

Glavne repo obrestne mere so se ob koncu prvega četrletja 2018 znižale manj izrazito kot ob koncu prvega četrletja 2017, sámemu znižanju pa tržni udeleženci na splošno niso pripisovali velikega pomena. Ob koncu marca 2017 so se denimo repo obrestne mere čez noč za francosko finančno premoženje za zavarovanje terjatev znižale za 12 bazičnih točk na -0,54%, za nemško finančno premoženje za zavarovanje terjatev pa za 34 bazičnih točk na -0,78%. Ob koncu marca 2018 so se omenjene repo obrestne mere znižale za samo 4 bazične točke na -0,46% oziroma za 6 bazičnih točk na -0,47%. 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

⁹ Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

posojanja vrednostnih papirjev iz programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

2

Nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v euroobmočju je odraz cikličnih in začasnih dejavnikov

Pripravila Gonzalo Camba-Mendez in Magnus Forsells

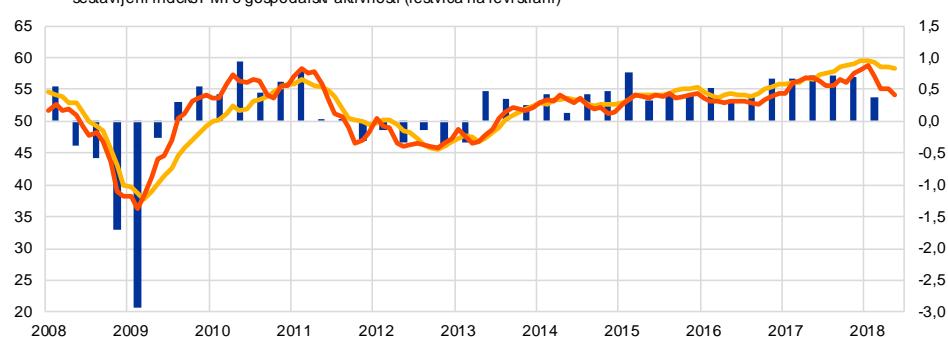
Po zelo visokih stopnjah rasti v letu 2017 se je realna rast BDP v euroobmočju medčetrtletno umirila in je v prvem četrtletju 2018 dosegla 0,4%. Upočasnjeni rast na začetku leta, ki je verjetno posledica začasnih dejavnikov in tudi trajnejših cikličnih dejavnikov, je bila skladna z gibanji ekonomskih kazalnikov (glej graf A). Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti kot tudi sestavljeni kazalnik gospodarske klime Evropske komisije sta se vse prvo četrtletje 2018 zniževala. Vendar pa je pomembno opozoriti, da sta se oba kazalnika podobno kot rast gospodarske aktivnosti zmanjšala, potem ko sta dosegla izjemno visoke ravni.

Graf A

Realni BDP, kazalnik gospodarske klime in sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti v euroobmočju

(lestvica na levi strani: difuzijski indeks; lestvica na desni strani: medčetrtletna rast v odstotkih)

- realni BDP (lestvica na desni strani)
- ▬ kazalnik gospodarske klime (lestvica na levi strani)
- ▬ sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti (lestvica na levi strani)



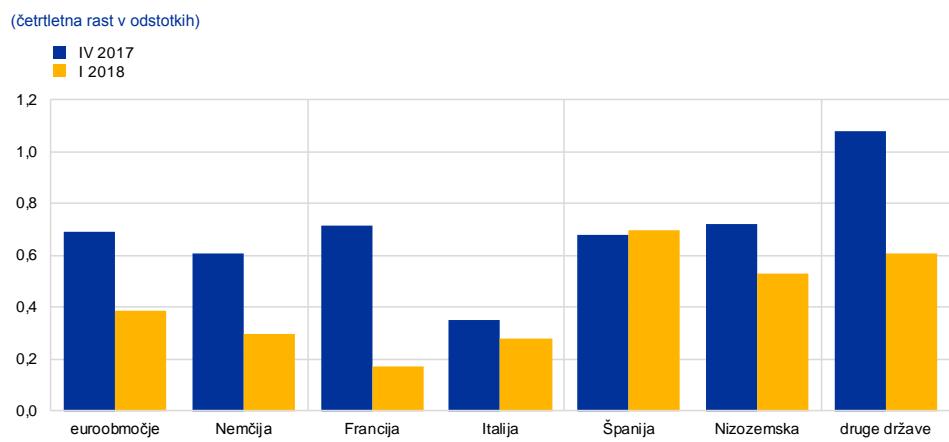
Vir: Eurostat, Evropska komisija, Markit in ECB.

Opombe: Kazalnik gospodarske klime je standardiziran in pretvorjen, da ima enako sredino in standardni odklon kot PMI. PMI zajema predelovalne dejavnosti in storitve, kazalnik gospodarske klime pa zajema tudi sektor gradbeništva in trgovine na drobno ter zaupanje potrošnikov. zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2018 pri realnem BDP ter na maj 2018 pri kazalniku gospodarske klime in pri PMI.

Upočasnitev rasti v prvem četrtletju je bila razmeroma splošna in predvsem posledica zmanjšanega izvoza. Upočasnitev rasti med zadnjim četrtletjem 2017 in prvim četrtletjem 2018 je zajela večino držav euroobmočja (glej graf B). Edini izjemi med največjimi državami euroobmočja sta bili Španija in Italija, v katerih so ostale stopnje gospodarske rasti med omenjenima četrtletnjema bolj ali manj stabilne. Glede na razčlenitev po izdatkovnih komponentah je upočasnitev gospodarske rasti posledica manjše rasti izvoza in v manjši meri manjše rasti investicij. Rast investicij se je upočasnila kot posledica gibanj v nekaterih državah, manjša rast izvoza pa je zajela vse države (glej graf C).

Graf B

Realni BDP v euroobmočju



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: BDP za prvo četrtletje 2018 še ni na voljo za Irsko in Luksemburg.

Upočasnjena rast na začetku leta je bila deloma povezana z začasnimi dejavniki. Začasni dejavniki so verjetno prispevali k temu, da so pred kratkim objavljeni podatki o gospodarski aktivnosti nižji. Rast je na primer zavirala visoka raven bolniških odsotnosti zaradi nenavadno hude sezone virusne gripe v državah, kot je Nemčija. Hkrati so k šibkejši aktivnosti v trgovini na drobno in gradbenem sektorju verjetno deloma prispevale mrzla zima in stavke v industriji v nekaterih državah euroobmočja.

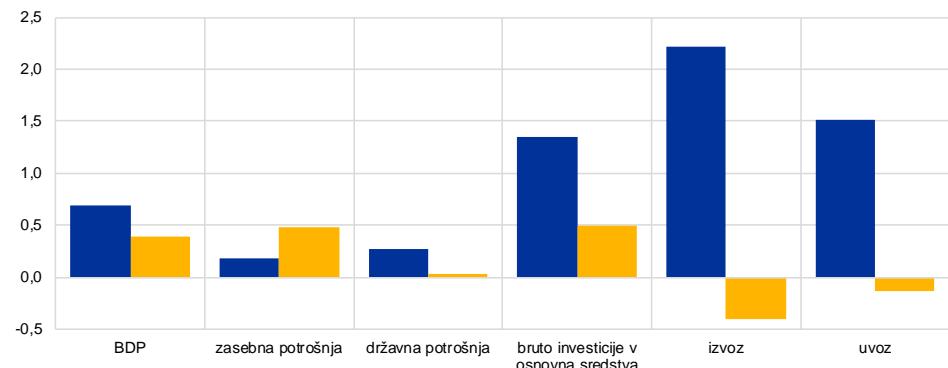
Možno je, da so k zmanjšani rasti prispevali tudi bolj trajnejši ciklični dejavniki. Prvič, upočasnjena rast BDP je lahko deloma povezana z vse večjimi omejitvami na strani ponudbe v nekaterih državah. Drugič, iz kazalnikov rasti svetovne trgovinske menjave je razvidno zmerno zmanjšanje v prvih mesecih letošnjega leta. To je verjetno odraz začasnega zmanjšanja tujega povpraševanja in zapoznelih učinkov apreciacije eura v letu 2017, vendar ni mogoče izključiti, da je bil del zmanjšanja tudi posledica slabših pričakovanj, ki so jih prinesle trenutne razprave o carinah. Tretjič, upočasnitev rasti industrijske proizvodnje brez gradbeništva je zajela vse države euroobmočja, nekaj znakov oslabitve pa je mogoče opaziti tudi iz prvih objavljenih podatkov o industrijski proizvodnji za drugo četrtletje 2018. Četrtič, vse več je dokazov, da je avtomobilска panoga dosegla najvišjo raven. To deloma potrjuje število registracij novih osebnih avtomobilov, ki se je po vztrajnem naraščanju od začetka leta 2013 ustalilo. Poleg tega je k padcu rasti dodatno prispevala tudi večja negotovost.

Graf C

Sestava realnega BDP v euroobmočju

(četrtletna rast v odstotkih)

■ IV 2017
■ I 2018



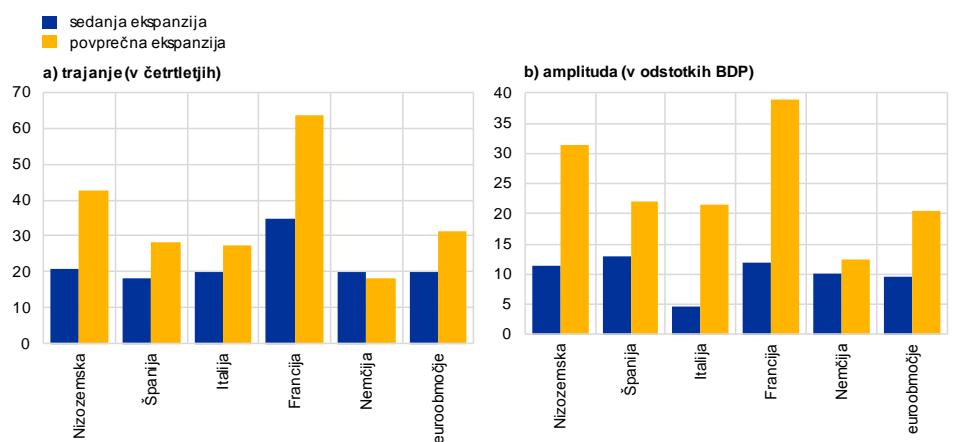
Vir: Eurostat.

Z dolgoročnega vidika pa sedanje okrevanje nikakor ni nekaj izjemnega ne po trajanju ne po obsegu. Trajanje sedanje ekspanzije, ki se je začela leta 2013, še vedno ne dosega zgodovinskega povprečja za večino gospodarstev euroobmočja (glej graf D, levo sliko). Glede na zgodovinske podatke je med sedanjo ekspanzijo nizka tudi amplituda (rast BDP v odstotkih glede na najnižjo raven). Poleg tega je načeloma še prostor za dodatno rast zaposlenosti, saj ostaja stopnja brezposelnosti v nekaterih državah euroobmočja povišana. Zaupanje potrošnikov v euroobmočju je kljub temu še vedno blizu rekordno visoke ravni, deloma zaradi večje varnosti zaposlitve. Tudi stvarne naložbe euroobmočja še vedno ne dosegajo ravni izpred krize. Podjetniške investicije so se okrepile šele pred kratkim in dosegle podobno raven kot pred finančno krizo, medtem ko javne naložbe ostajajo umirjene.

Graf D

Realni BDP euroobmočja: značilnosti sedanje ekspanzije z zgodovinskega vidika (od najnižje do najvišje ravni)

(po četrtletjih; v odstotkih BDP)



Viri: OECD, Eurostat, CEPR in izračuni ECB.

Opombe: Ekspanzija je tista faza poslovnega cikla, ko se gospodarska rast premika od najnižje točke k najvišji. Kronologija ekspanzije za euroobmočje je na podlagi podatkov Centre for Economic Policy Research (CEPR). Za pet velikih držav euroobmočja je izračunana s četrtletnim realnim BDP in Bry-Boschanovim algoritem. Modri stolpci označujejo sedanje ekspanzijo, rumeni stolci pa povprečno trajanje ali amplitudo ekspanzij v vsaki državi od leta 1970. Sedanja ekspanzija se je začela v prvem četrletju 2013 za euroobmočje, to je Nemčijo in Italijo, v zadnjem četrletju 2012 za Nizozemsko, v tretem četrletju 2013 za Španijo ter v drugem četrletju 2009 za Francijo, ter traja vse do najnovejših podatkov o BDP (prvo četrletje 2018).

Gospodarska rast bi na splošno morala ostati solidna, saj je gospodarstvo euroobmočja v osnovi močno. Čeprav so se anketni rezultati spet nekoliko umirili, ostajajo skladni z nadaljnjo močno rastjo. Močna rast naj bi se nadaljevala tudi v prihodnje, čeprav bodo stopnje rasti morda nižje, saj ukrepi denarne politike ECB še vedno podpirajo domače povpraševanje. Zasebno potrošnjo naj bi še naprej spodbujalo naraščanje zaposlenosti in premoženja gospodinjstev. Investicije se bodo še naprej krepile zaradi zelo ugodnih pogojev financiranja, vse večje dobičkonosnosti podjetij in stabilnega povpraševanja. Poleg tega splošna svetovna gospodarska rast spodbuja izvoz euroobmočja.

3

Spremljanje prenosa deviznega tečaja na inflacijo

Pripravila Elke Hahn in Derry O'Brien

Gibanje deviznega tečaja ima lahko pomembno vlogo pri tem, kako se bo inflacija, merjena z indeksom HICP, gibala v prihodnje. Ker lahko sprememba deviznega tečaja vpliva na cene življenjskih potrebščin s precejšnjo zakasnitvijo in ker je lahko vpliv odvisen od trenutnih gospodarskih razmer, je za ocenjevanje prenosa deviznega tečaja na inflacijo potrebno stalno spremeljanje. Nominalni efektivni tečaj eura je od aprila 2017 do maja 2018 apreciral za približno 8%, tečaj v razmerju do dolarja pa za približno 10%. V tem okvirju na kratko predstavljamo, kako se tečajne spremembe prenašajo na cene življenjskih potrebščin v euroobmočju. Okvir obravnava tudi kazalnike v različnih fazah cenovne verige, s čimer ocenujemo velikost prenosa v sedanjih gospodarskih razmerah. Osredotočamo se predvsem na spremeljanje prenosa na tečajno občutljive skupine indeksa HICP brez emergentov in hrane.

Prenos deviznega tečaja na inflacijo poteka prek neposrednih in posrednih kanalov.¹⁰ Nedavna apreciacija eura na primer neposredno vpliva na inflacijo prek cenejših uvoženih končnih proizvodov za široko porabo, ki so sestavni del košarice HICP. Neposredni vpliv je denimo povezan tudi s cenejšo uvoženo rafinirano nafto, kar predstavlja velik zaviralen vpliv na cene v skupini emergentov. Poleg tega se lahko pojavi tudi posredni učinek, saj cenejši uvoženi proizvodni dejavniki vplivajo na cene proizvodov pri domačih proizvajalcih, v kolikor takšnega znižanja stroškov ne absorbirajo profitne marže. Še bolj posreden učinek pa se pojavi, kadar apreciacija tečaja zavre skupne cenovne pritiske, in sicer prek negativnega vpliva na neto menjavo s tujino ter s tem na skupno povpraševanje in gospodarsko aktivnost. Poleg tega lahko posledice za inflacijo izhajajo tudi iz inflacijskih pričakovanj. Čeprav je indeks HICP brez emergentov in hrane izpostavljen neposrednim kanalom, pa so lahko za ta del indeksa HICP posredni učinki še pomembnejši. Prenos deviznega tečaja na inflacijo na splošno določajo različni dejavniki. Mednje med drugim sodijo delež uvoženih končnih proizvodov in storitev v cenovnem indeksu, pomen uvoženih proizvodnih dejavnikov (zlasti surovin) v domači proizvodnji, značilnosti proizvodov, kot je na primer stopnja diferenciacije proizvodov, ter intenzivnost konkurence na trgu. Ti dejavniki lahko povzročijo tudi razlike v velikosti in času prenosa na posamezne skupine indeksa HICP. Po spremembi deviznega tečaja je lahko odziv cen nenazadnje odvisen tudi od temeljnih dejavnikov, ki poganjajo gibanje deviznega tečaja.¹¹

Med skupinami, ki sestavljajo indeks HICP brez emergentov in hrane, je na gibanje deviznega tečaja najbolj občutljivo industrijsko blago razen emergentov. To je zlasti posledica skupine trajnih proizvodov (glej graf A), čeprav je odziv cen v tej skupini na tečajne spremembe dokaj raznolik. Dokler vpliv deviznega tečaja v različnih kategorijah proizvodov za široko porabo ne postane opazen, lahko

¹⁰ Glej tudi članek z naslovom »Exchange rate pass-through into euro area inflation«, *Economic Bulletin*, ECB, številka 7, 2016.

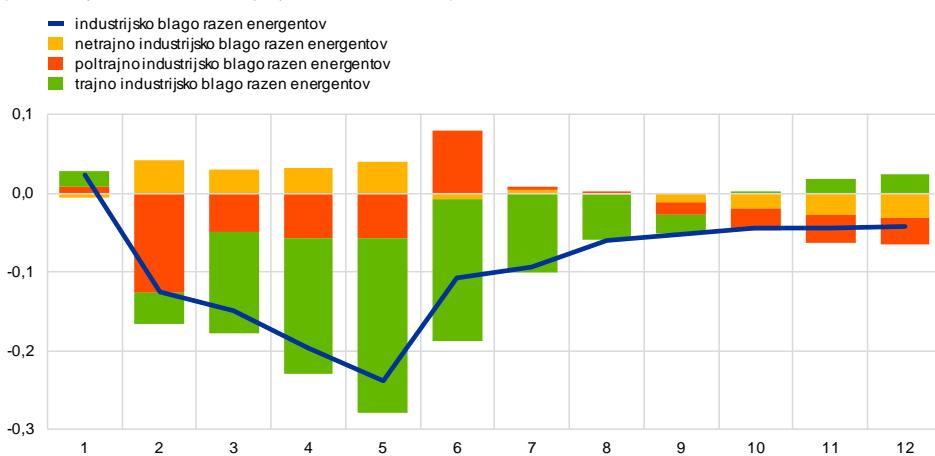
¹¹ Več podrobnosti o temeljnih dejavnikih, ki poganjajo gibanje deviznega tečaja, je v okvirju 3 v članku »Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ECB, 2017.

tečajna gibanja vplivajo na celo vrsto kratkoročnih kazalnikov vzdolž proizvodne in cenovne verige, ti pa nato dajejo ustrezne signale.

Graf A

Ocenjen vpliv 10-odstotne apreciacije nominalnega efektivnega tečaja eura na rast cen industrijskega blaga razen energentov

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Na osi x so četrtletja po spremembah deviznega tečaja. Ocene so izpeljane iz dopolnjene verzije vektorskega avtoregresivnega modela, predstavljene v Hahn, E., »Pass-through of external shocks to euro area inflation«, *Working Paper Series*, št. 243, ECB, julij 2003.

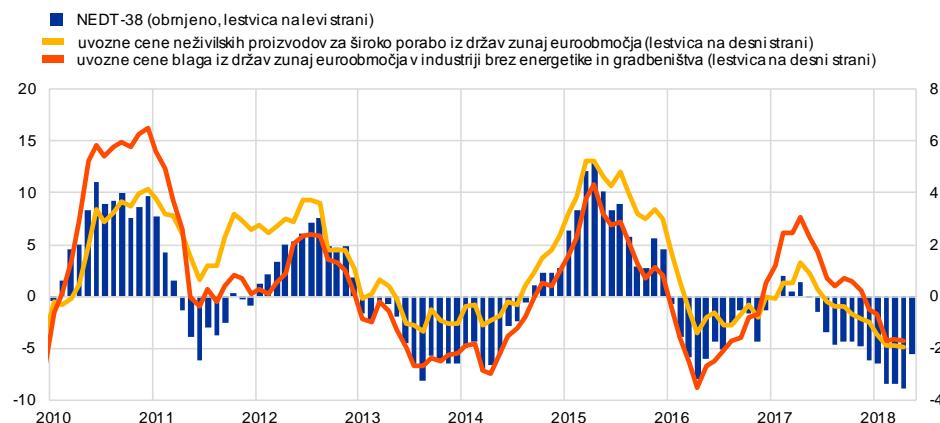
Vpliv pretekle apreciacije tečaja eura se je jasno pokazal v gibanju uvoznih cen.

Rast uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo iz držav zunaj euroobmočja se je medletno zmanjšala z 1,3% v aprilu 2017 na -2,0% v aprilu 2018. Omenjeni uvoz predstavlja približno 12% končne potrošnje blaga (brez upoštevanja energentov in hrane), pri čemer te cene od cen življenjskih potrebščin ločijo samo distribucijske in maloprodajne marže. V istem obdobju se je rast uvoznih cen blaga iz držav zunaj euroobmočja v industriji (brez energetike in gradbeništva), ki vplivajo na cene v zgodnejših fazah domače proizvodne verige, zmanjšala s 3,1% na -1,7% (glej graf B). Zmanjšanje je bilo v veliki meri posledica vpliva, ki ga ima apreciacija efektivnega tečaja eura.

Graf B

Uvozne cene in nominalni efektivni devizni tečaj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2018 pri nominalnem efektivnem deviznem tečaju eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partnerjev (NEDT-38) ter na april 2018 pri uvoznih cenah blaga iz držav zunaj euroobmočja.

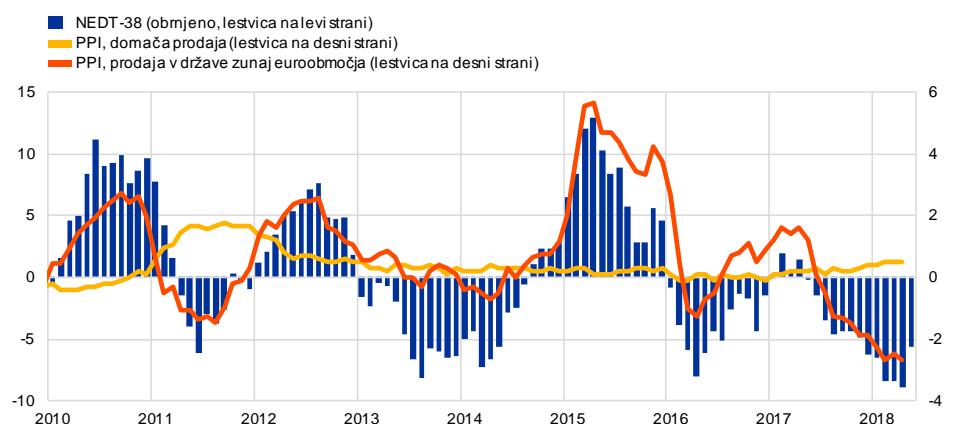
V nasprotju z uvoznimi cenami je ostala rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v euroobmočju odporna proti zaviralnim pritiskom zaradi apreciacije tečaja. Rast cen pri proizvajalcih v prodaji¹² proizvodov za vmesno porabo se je le zmerno zmanjšala, medtem ko se je medletna rast cen pri proizvajalcih v domači prodaji neživilskih proizvodov za široko porabo povečala z 0,2% v aprilu 2017 na 0,5% v aprilu 2018. Do večine povečanja je prišlo od jeseni dalje, tj. od časovne točke, ko naj bi tečaj začel vplivati na cene (glej graf C). Cene pri proizvajalcih so odvisne od gibanja domačih stroškov dela in drugih proizvodnih stroškov ter od tega, kako podjetja prilagajajo svoje marže. Povečali so se predvsem stroški dela, saj se je medletna rast sredstev za zaposlene v industrijskem sektorju brez gradbeništva povečala z 1,4% v prvem četrletju 2017 na 2,0% v zadnjem četrletju 2017. Obenem je možno, da se je nekoliko povečala tudi moč podjetij pri oblikovanju cen, kot kaže vztrajno povečevanje izkoriščenosti zmogljivosti do rekordne ravni v sektorju neživilskih proizvodov za široko porabo. Možno je, da so ti dejavniki skupaj odtehtali pritiske na zmanjšanje cen, ki izhajajo iz deviznega tečaja.

¹² Skupna serija indeksa cen pri proizvajalcih v euroobmočju je agregat serije podatkov o domači prodaji znotraj posameznih držav euroobmočja. Izločena je prodaja ene države euroobmočja drugi državi, kar pa je mogoče z vidika celotnega območja ravno tako obravnavati kot domačo prodajo. Rast proizvajalčevih cen neživilskih proizvodov za široko porabo se je v prodaji znotraj euroobmočja zmanjšala z 0,2% v aprilu 2017 na –0,9% v marcu 2018. Ti predstavljajo okrog 28% vseh neživilskih proizvodov za široko porabo, ki se proizvajajo in prodajajo v euroobmočju.

Graf C

Indeks cen pri proizvajalcih: domača prodaja neživilskih proizvodov za široko porabo in prodaja v države zunaj euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2018 pri nominalnem efektivnem deviznem tečaju eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric (NEDT-38) ter na april 2018 pri indeksu cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (PPI).

Apreciacija tečaja eura lahko na domače cenovne pritiske vpliva tudi prek dobička domačih podjetij, vendar je skupni predznak vpliva nekoliko nejasen.

Rast proizvajalčevih cen neživilskih proizvodov za široko porabo v prodaji na trgih zunaj euroobmočja se je strmo zmanjšala z 1,6% v aprilu 2017 na -2,7% v aprilu 2018 (glej graf C). To kaže na to, da podjetja iz euroobmočja na izvoznih trgih nekoliko prilagajajo cene tržnim razmeram, in sicer verjetno zato, da bi ublažila izgube tržnega deleža, k čemur bi lahko sicer privredla apreciacija tečaja. S takšnim pristopom se je verjetno zmanjšal skupni dobiček podjetij v euroobmočju. Ta učinek pa je zaradi velikega zmanjšanja rasti uvoznih cen lahko manjši ali celo več kot izravnani, saj tuji trgi niso v celoti absorbirali gibanja deviznega tečaja eura. Ob tem je možno, da podjetja nižje prihodke na tujih trgi »subvencionirajo« tako, da v razmerah okrepljenega domačega trga nižjih stroškov ne prenašajo na druga podjetja ali potrošnike. Neto vpliv na dobiček je odvisen tudi od relativne velikosti izvoznega sektorja ter od tega, v kolikšni meri se uvoz uporablja kot proizvodni dejavnik v podjetjih ali kot končni izdelki v maloprodaji.

Najnovejše zmanjšanje rasti cen industrijskega blaga razen emergentov ne daje jasnega signala glede pomembnosti vpliva apreciacije tečaja.

Rast cen industrijskega blaga razen emergentov se je med aprilom 2017 in koncem leta 2017 rahlo povečala kljub močni upočasnitvi rasti cen uvoženih neživilskih proizvodov za široko porabo (glej graf D). To se je zgodilo na točki, ko bi modeli prenosa na inflacijo, kot na primer tisti iz grafa A, predpostavili začetek zaviralnega vpliva apreciacije tečaja eura na inflacijo. Pri tem je določeno vlogo kot protiutež najbrž igralo domače povpraševanje. To se kaže v visoki rasti obsega prodaje neživilskih proizvodov za široko porabo v trgovini na drobno ter v povišani ravni marž v neživilskem maloprodajnem sektorju, kot kaže indeks vodilj nabave (PMI).

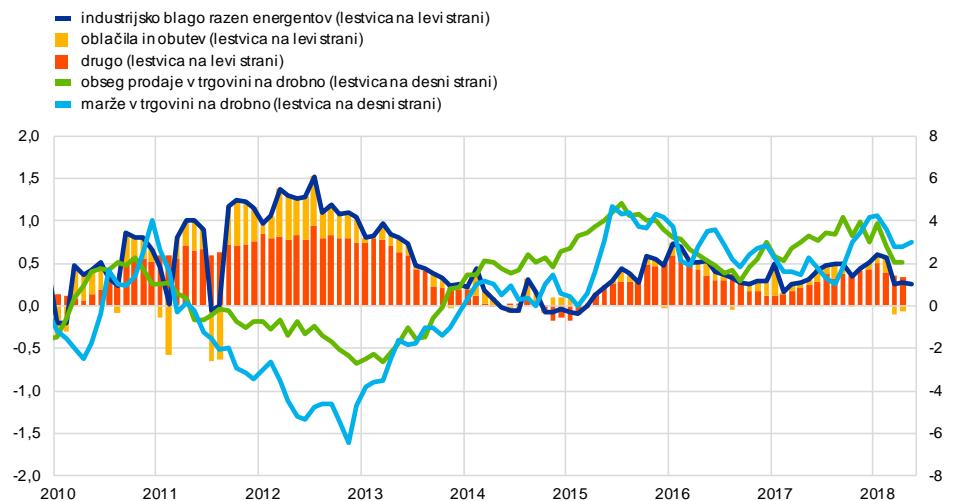
Zmanjšanje rasti cen industrijskega blaga razen emergentov v zadnjih mesecih je bilo deloma posledica velike volatilnosti denimo medletne stopnje rasti cen v podskupini oblačil in obutve, kar je verjetno odraz sprememjanja vzorca sezonskih razprodaj.

Doslej je rast cen industrijskega blaga razen energentov izkazovala določeno odpornost proti zaviralnim pritiskom apreciacije tečaja eura, kar je lahko posledica domačih sil, ki delujejo kot protiutež.

Graf D

Rast cen industrijskega blaga razen energentov ter marže in obseg prodaje v trgovini na drobno

(medletna sprememba v odstotkih, odstotne točke in indeks razpršitve)



Viri: Eurostat, izračuni ECB in Markit.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2018 pri maržah v trgovini na drobno in pri rasti cen industrijskega blaga razen energentov v indeksu HICP (prva ocena) ter na april 2018 pri komponentah industrijskega blaga razen energentov in pri obsegu prodaje.

Če zaključimo, spremljanje vpliva, ki ga ima pretekla apreciacija tečaja eura na gibanje inflacije v prihodnje, je stalni proces. Prvič, modeli prenosa na inflacijo kažejo, da je vpliv razprtjen preko več četrtletij, tako da je lahko apreciacija iz sredine leta 2017 še vedno pomembna v prihajajočih četrtletjih. Drugič, prenosa tečaja na inflacijo ni vedno lahko odkriti, če tečajni vpliv odtehtajo drugi dejavniki, kot je na primer povečana moč podjetij pri oblikovanju cen. S tega vidika je treba stalno spremljati in ocenjevati cene industrijskega blaga razen energentov ter kazalnike njihovega gibanja vzdolž cenovne verige.

Poročilo o staranju prebivalstva 2018: staranje prebivalstva prinaša težke izzive na področju javnih financ

Pripravila Carolin Nerlich

V tem okvirju so predstavljeni glavni rezultati projekcij iz poročila o staranju prebivalstva za države euroobmočja iz leta 2018. Poročilo o staranju prebivalstva 2018, objavljeno 25. maja 2018, je najnovejše poročilo, ki ga delovna skupina za problematiko staranja prebivalstva v okviru Odbora za ekonomsko politiko pripravi vsaka tri leta.¹³ Poročilo predstavlja dolgoročne napovedi skupnih javnih izdatkov, povezanih s staranjem prebivalstva, ter posameznih komponent – pokojnin, zdravstvenega varstva, dolgotrajne oskrbe, izobraževanja in nadomestil za brezposelnost – za obdobje 2016–2070 za vse države EU. Te napovedi so seveda odvisne od predpostavk, na katerih temeljijo.¹⁴

Prebivalstvo euroobmočja se stara. Delež odvisnega starejšega prebivalstva v euroobmočju, tj. število ljudi, starih 65 let ali več, v razmerju do delovno sposobnega prebivalstva, se bo po ocenah Eurostata od leta 2016 do leta 2070 povečal za 20 odstotnih točk in do leta 2070 dosegel 52%. Brez odločnih ukrepov bi lahko staranje prebivalstva škodljivo vplivalo na javni dolg in potencialno rast.¹⁵

V skladu s poročilom o staranju prebivalstva 2018 se bodo skupni stroški staranja prebivalstva v euroobmočju v obdobju napovedi (2016–2070) predvidoma povečali za 1,1 odstotne točke BDP, tj. s 26% BDP leta 2016 na 28,2% leta 2040, nato pa se bodo leta 2070 ponovno zmanjšali na 27,1%.

Poročilo kaže, da bodo stroški staranja prebivalstva v euroobmočju najvišji v prvih letih po letu 2040, ko se bo upokojevala generacija »baby boom«, deloma pa se bodo zmanjšali po letu 2050.¹⁶ Ocene stroškov staranja prebivalstva se po državah močno razlikujejo, te razlike pa bodo proti koncu obdobja napovedi po pričakovanjih še večje. Stroški staranja prebivalstva bodo do leta 2070 po napovedih najvišji v Belgiji, Luksemburgu, Avstriji in na Finskem, kjer bodo dosegli več kot 30% BDP, medtem ko bodo v Latviji in Litvi znašali okoli 15% BDP (glej graf A). V obdobju napovedi se bodo stroški staranja prebivalstva po pričakovanjih povečali v 11 državah, v štirih bodo ostali približno nespremenjeni, v štirih pa se bodo zmanjšali.

¹³ Glej »*The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*«, Evropska komisija, maj 2018.

¹⁴ Napovedi iz poročila o staranju prebivalstva temeljijo na sklopu demografskih in makroekonomskeih predpostavk ter na skupno dogovorjeni metodologiji. Objavljene so bile v posebnem poročilu z naslovom »*2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies*«, Evropska komisija, november 2017. Kot je obravnavano v nadaljevanju, so za številne države te predpostavke precej ugodne.

¹⁵ Analiza izzivov, ki jih prinašajo stroški, povezani s staranjem, in vloga pokojninske reforme sta predstavljena v članku z naslovom »*The economic impact of population ageing and pension reforms*«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2018.

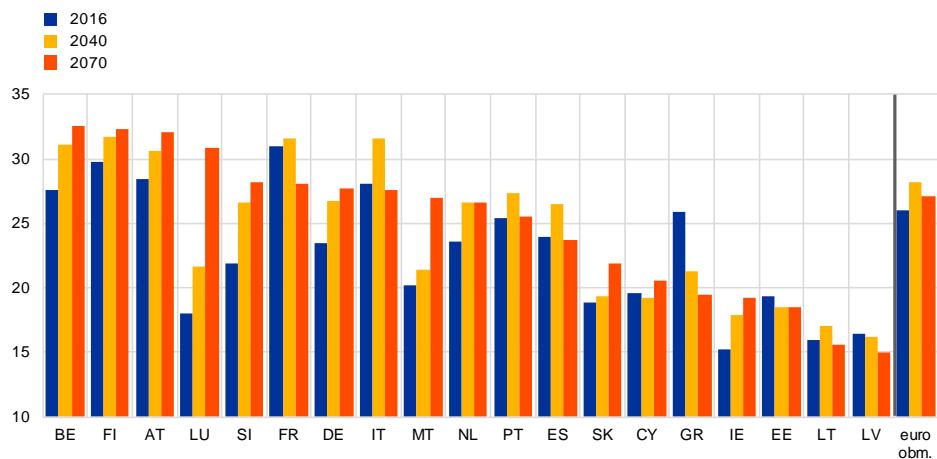
¹⁶ V primerjavi s prejšnjim poročilom o staranju prebivalstva iz leta 2015 se bodo skupni stroški staranja prebivalstva v euroobmočju od leta 2016 do leta 2060, ki je zadnje leto prejšnjih napovedi, po pričakovanjih povečali za 0,6 odstotne točke več. Napovedana raven stroškov staranja prebivalstva leta 2060 ostaja zaradi popravka ravni za leto 2016 navzdol skoraj nespremenjena (27,6% BDP).

Po pričakovanjih se bodo najbolj povečali v Luksemburgu, sledile bodo Malta, Slovenija in Belgija, najbolj pa se bodo zmanjšali v Grčiji in Franciji (glej graf B).

Graf A

Skupni stroški staranja prebivalstva

(kot odstotni delež BDP, 2016, 2040 in 2070)



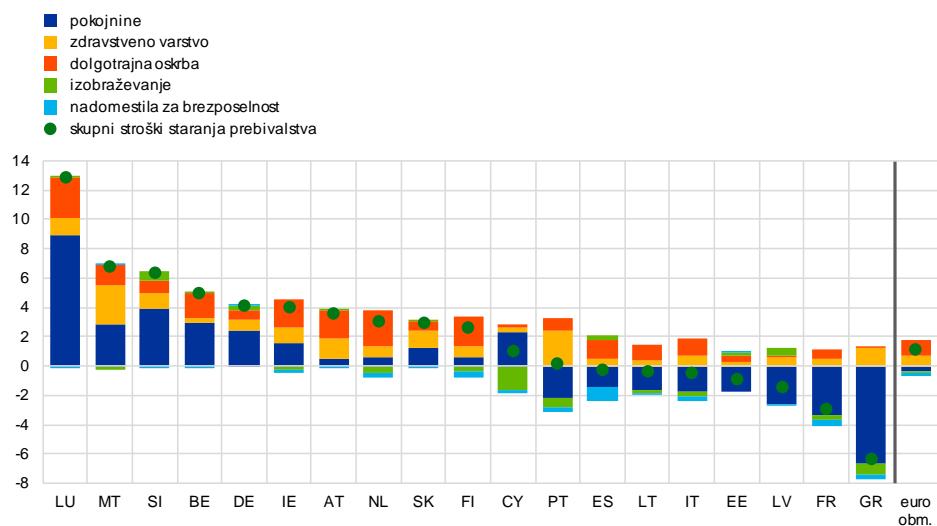
Vir: Poročilo o staranju prebivalstva 2018 in izračuni ECB.

Opomba: Tehtano povprečje za euroobmočje.

Graf B

Spremembe skupnih stroškov staranja prebivalstva in komponent

(v odstotnih točkah BDP; 2016–2070)



Vir: Poročilo o staranju prebivalstva 2018 in izračuni ECB.

Opomba: Tehtano povprečje za euroobmočje.

Na napovedi skupnih stroškov staranja prebivalstva močno vplivajo stroški javnih pokojnin, sledijo pa jim stroški zdravstvenega varstva in dolgotrajne oskrbe.¹⁷ Stroški javnih pokojnin v euroobmočju se bodo do leta 2040 po

¹⁷ Leta 2016 so izdatki za pokojnine obsegali skoraj polovico vseh stroškov staranja prebivalstva (45%), manjši pa so bili deleži za zdravstveno varstvo (27%), izobraževanje (18%), dolgotrajno oskrbo (6%) in nadomestila za brezposelnost (3%).

pričakovanjih povprečno povečali za 1,3 odstotne točke BDP, v celotnem obdobju napovedi pa zmanjšali za 0,4 odstotne točke na 11,9% BDP leta 2070. Med državami pa so velike razlike. Stroški javnih pokojnin so najpomembnejši dejavnik rasti stroškov staranja prebivalstva v Belgiji, Luksemburgu, Sloveniji, Nemčiji, na Malti in Cipru, medtem ko v Grčiji in Franciji precej prispevajo k njihovemu zmanjševanju. Nasprotno v vseh državah stroški zdravstvenega varstva in dolgotrajne oskrbe kljub velikim razlikam med državami pozitivno prispevajo k spremembji skupnih stroškov staranja (glej graf B).

Dinamika stroškov javnih pokojnin je odvisna od nasprotujučih si dejavnikov.

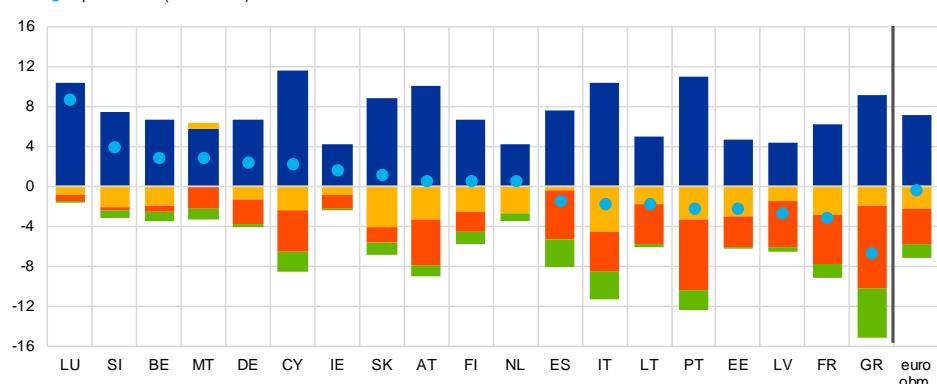
Po eni strani se pričakuje, da se bodo zaradi rasti deleža odvisnega starejšega prebivalstva, ki je posledica staranja prebivalstva, povečali pritiski na stroške pokojnin v vseh državah. Po drugi strani pa se pričakuje, da bo ta učinek odtehtalo napovedano zmanjšanje drugih dejavnikov, med katerimi so (i) stopnja socialnih prejemkov, (ii) stopnja pokritja in (iii) učinek trga dela (graf C). Zmanjšanje stopnje socialnih prejemkov (tj. pokojninski prejemki glede na plače) je odraz preteklih reform, ki zmanjšujejo akumulacijo pokojninskih prejemkov, pa tudi sorazmerno ugodnih predpostavk glede delovne sile in skupne faktorske produktivnosti prek njihovega učinka na plače. Stopnja pokritja (tj. število upokojencev glede na število ljudi, starih 65 let ali več) se bo po napovedih zmanjšala v skoraj vseh državah, zlasti zaradi ukrepov, ki omejujejo dostop do predčasnega upokojevanja in dvigujejo predpisano upokojitveno starost. Tudi učinek trga dela (tj. učinek sprememb na trgu dela, ki zadevajo zaposlitev, delovni čas in stopnjo delovne aktivnosti starejših, na stroške pokojnin) se bo po napovedih zmanjšal, in sicer zaradi reform (npr. spodbujanje daljše poklicne poti) in zaradi predpostavke, da bo stopnja brezposelnosti dolgoročno doseglila nižjo struktorno raven. Na splošno so napovedana gibanja stroškov pokojnin rezultat preteklih reformnih prizadevanj in delno ugodnih osnovnih predpostavk.

Graf C

Dejavniki pri napovedovanju stroškov pokojnin

(v odstotnih točkah BDP; 2016–2070)

- prispevek odvisnega starejšega prebivalstva
- prispevek stopnje pokritja
- prispevek stopnje socialnih prejemkov
- prispevek učinka trga dela
- sprememba (2016-2070)



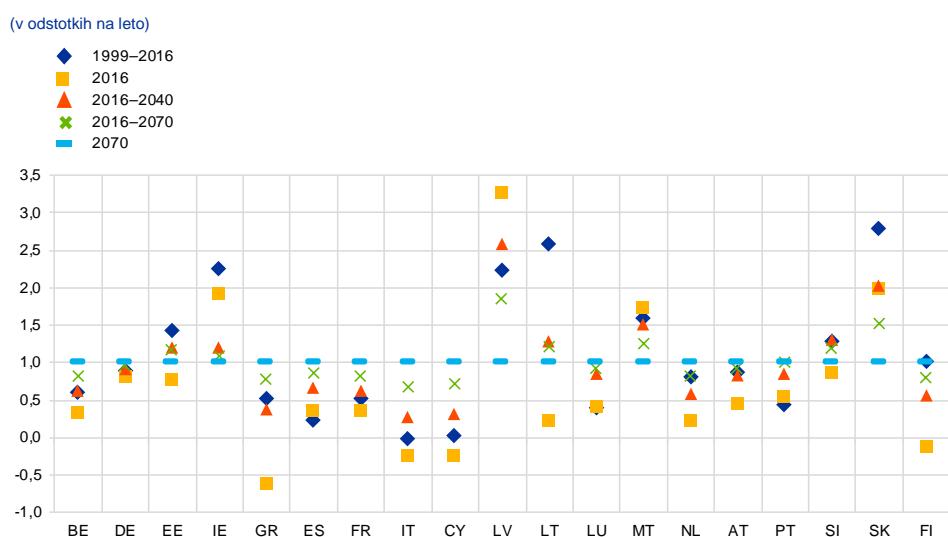
Viri: Poročilo o staranju prebivalstva 2018 in izračuni ECB.

Opomba: Tehtano povprečje za euroobmočje.

Na napovedi v poročilu o staranju prebivalstva vplivajo precejšnja neugodna tveganja zaradi ugodnih osnovnih predpostavk. Če se osnovne demografske in makroekonomske predpostavke ne bi uresničile po pričakovanjih, bi bili lahko stroški staranja prebivalstva precej višji. Skupna faktorska produktivnost naj bi po pričakovanjih dolgoročno dosegla 1-odstotno stopnjo rasti na leto v vseh državah, kar glede na trenutne vrednosti pomeni močno izboljšanje za večino držav (glej graf D). Poleg tega naj bi se struktturna brezposelnost po napovedih dolgoročno zmanjšala, in sicer z 10,2% leta 2016 na povprečno 6,8%. Napovedi so pripravljene ob predpostavki »brez spremenjenih politik«, vendar pa je zelo malo verjetno, da bi bilo brez večjih strukturnih reform mogoče doseči bistveno višje stopnje produktivnosti in nižje stopnje strukturne brezposelnosti. Poleg tega so za številne države Eurostatove napovedi videti optimistične v primerjavi z napovedmi nacionalnih organov ali Združenih narodov.

Graf D

Skupna faktorska produktivnost: pretekle, sedanje in napovedane stopnje rasti



Viri: Poročilo o staranju prebivalstva 2018, Evropska komisija in izračuni ECB.

Nadaljnja tveganja so povezana z izničenjem izvedenih reform. Poročilo predpostavlja, da se bodo v celoti izvedle vse pokojninske reforme, sprejete v zadnjih letih. V nekaterih državah (npr. v Italiji in Španiji) pa je videti, da obstaja veliko tveganje, da bodo sprejete pokojninske reforme izničene. Tveganje izničenja reform bi se lahko pojavilo tudi v državah, ki trenutno napovedujejo večje zmanjšanje stopnje pokojninskih prejemkov. Če zasebne pokojninske sheme ne bodo zapolnile vrzeli, bi se lahko v takih primerih povečalo tveganje stalnega povečevanja transferjev socialne pomoči.

Na splošno so v številnih državah potrebne nadaljnje reforme, ki bodo zajezile pričakovano povečanje stroškov zaradi staranja prebivalstva v okolju že tako visokih stopenj javnega dolga. Zato bo pomembno, da države sprejmejo dodatne odločne ukrepe ter povečajo prizadevanja pri strukturnih reformah na področju pokojnin, zdravstvenega varstva in dolgotrajne oskrbe.

5

Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2018

Pripravili Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Nadine Leiner-Killinger

Evropska komisija je 23. maja v okviru evropskega semestra 2018 objavila pomladanski sveženj priporočil državam članicam. Sveženj vključuje specifična priporočila vsem državam članicam EU za ekonomsko in javnofinančno politiko.¹⁸ Zajema tudi priporočila več državam glede izvajanja Pakta Evropske unije za stabilnost in rast.¹⁹ Kar zadeva javnofinančno politiko, se priporočila osredotočajo predvsem na skladnost držav članic s paktom na podlagi letošnje pomladanske napovedi Evropske komisije ter na oceno načrtov držav, ki so jih predstavile v aprilski dopolnitvi programov stabilnosti in konvergenčnih programov. Letošnji evropski semester je pomemben predvsem zaradi tega, da se izognemo ponavljanju napak iz časa pred finančno krizo, ko v gospodarsko dobre časih niso bile vzpostavljene zadostne javnofinančne rezerve, recesijo, ki je sledila, pa je še poslabšala nenačna potreba po procikličnem javnofinančnem zaostrovanju. V tem kontekstu ta okvir obravnava priporočila za javnofinančno politiko, namenjena 18 državam v euroobmočju (razen Grčije).

Pomladanski sveženj kaže na izboljšanje proračunskega stanja v državah euroobmočja, vendar izpostavlja tudi precejšnje razhajanje med državami, saj so nekatere zaradi visoke stopnje javnega dolga ranljive na šoke. Po letošnji pomladanski napovedi Evropske komisije je bilo leta 2017 deset držav v euroobmočju na ravni svojega srednjeročnega proračunskega cilja ali nad njim oziroma je bilo njihovo temeljno proračunsko stanje blizu srednjeročnega proračunskega cilja (glej graf A). To naj bi pri pomoglo k zniževanju stopnje javnega dolga ter h krepitvi javnih financ pred morebitnim gospodarskim upadom. Obenem je več držav še vedno oddaljenih od svojega srednjeročnega proračunskega cilja, zlasti države, katerih javni dolg v razmerju do BDP presega 90%. Zaradi visoke ravni javnega dolga so javne finance ranljive na prihodnje epizode makroekonomskega upada. Obstaja namreč tveganje, da bo treba javnofinančno politiko zaostriti ravno v času, ko bi bilo treba dopustiti, da ta deluje stabilizacijsko v podporo gospodarstvu.²⁰

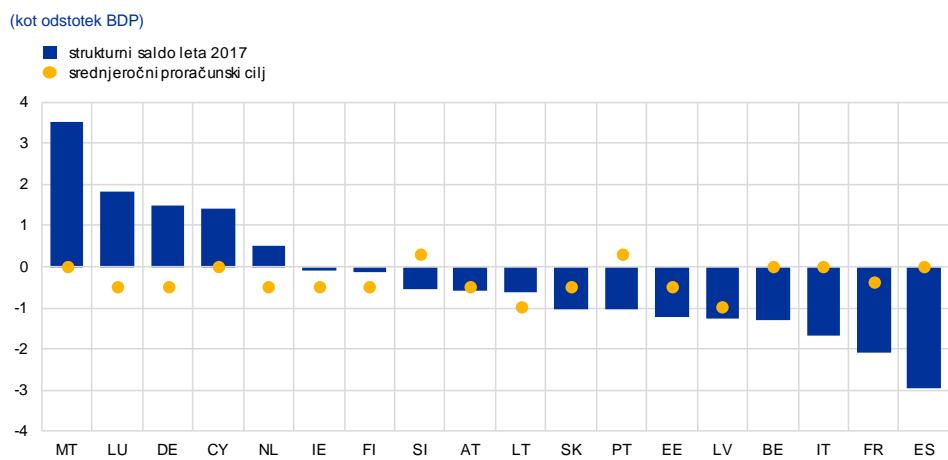
¹⁸ Razen Grčije, kjer se bo spremljanje javnofinančnih rezultatov nadaljevalo v okviru programa Evropskega mehanizma za stabilnost v času njegovega trajanja (tj. do konca avgusta 2018). Grčiji aprila torej ni bilo treba predložiti srednjeročnega proračunskega načrta (programa stabilnosti) in nacionalnega programa reform, saj njej priporočila niso bila izdana.

¹⁹ Priporočila posameznim državam so gospodarski in finančni ministri držav članic dokončali in odobrili 28.–29. junija. Predvidoma jih bo Evropski svet potrdil 27. junija. S sprejetjem priporočil posameznim državam v Ekonomsko-finančnem svetu (ECOFIN) na seji, ki bo predvidoma 13. julija, se bo formalno zaključil evropski semester 2018.

²⁰ Gospodarske posledice visokega javnega dolga so predstavljene v članku z naslovom »Government debt reduction strategies in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

Graf A

Strukturni saldo leta 2017 in srednjoročni proračunski cilji



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

Opombe: Graf prikazuje strukturni saldo držav v letu 2017 in njihove srednjoročne proračunske cilje. Glede na publikacijo Evropske komisije »Vade Mecum on the Stability and Growth Pact« se za države, katerih strukturni saldo je znotraj tolerančnega razpona v višini 0,25% BDP okrog srednjoročnega proračunskega cilja, ocenjuje, da so svoj cilj dosegle.

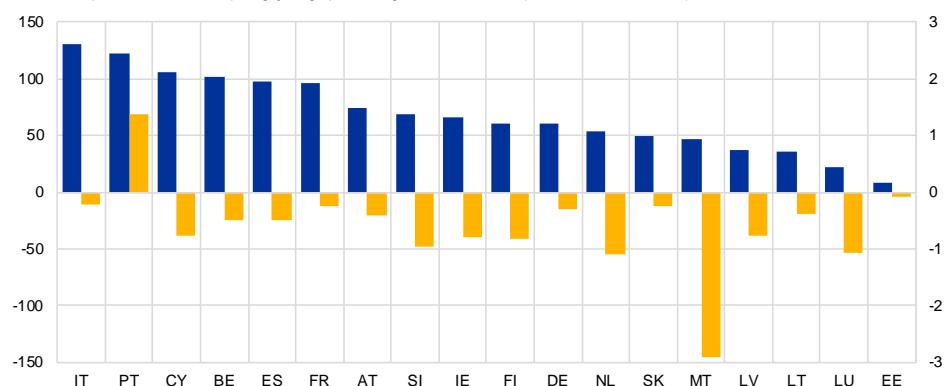
Javnofinančna politika bo leta 2018 predvidoma ekspanzivna v veliki večini držav članic, vključno s tistimi, ki imajo visok javni dolg. Po napovedi Evropske komisije bo naravnost javnofinančne politike, merjena s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda, letos predvidoma ekspanzivna v skoraj vseh državah euroobmočja (glej graf B). To je odraz dejstva, da naj bi več držav, ki so leta 2017 dosegle svoj srednjoročni proračunski cilj, porabilo del svojega javnofinančnega presežka. Toda napoved o ekspanzivni naravnosti je tudi posledica javnofinančnega popuščanja v državah, ki imajo še vedno visok delež javnega dolga in morajo izvesti dodatno konsolidacijo.

Graf B

Javni dolg v razmerju do BDP in naravnost javnofinančne politike: leto 2018

(lestvica na levi strani: odstotek BDP; lestvica na desni strani: odstotne točke BDP)

■ raven javnega dolga leta 2018 (lestvica na levi strani)
■ sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda leta 2018 (lestvica na desni strani)



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

Opombe: Naravnost javnofinančne politike se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda.

Po projekcijah Evropske komisije namreč večina držav, ki še niso dosegle zdravega proračunskega stanja, leta 2018 predvidoma ne bo uresničila svojih zavez iz Pakta za stabilnost in rast. Med sedmimi državami v euroobmočju, za katere je Komisija ocenila, da leta 2018 tvegajo precešnje odstopanje od preventivnega dela pakta, so štiri – Belgija, Francija, Italija in Portugalska – ki imajo delež javnega dolga nad 90% BDP. Poleg tega naj bi Španija, ki je leta 2018 edina država v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, sicer dosegla rok iz postopka, tj. leto 2018, vendar uresničitev cilja prikriva precešnje poslabšanje strukturnega salda, kar je v nasprotju s priporočenim izboljšanjem.²¹

Medtem ko priporočila posameznim državam na splošno sledijo vodilnemu načelu, da je treba dobre gospodarske čase izkoristiti za vzpostavitev javnofinančnih rezerv, pa je opaziti tudi določeno odstopanje od standardnega pristopa.²² Priporočila Španiji in Sloveniji zahtevajo strukturni fiskalni napor v letu 2019, ki je manjši od dogovorjenega v okviru preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast, in sicer 0,65% BDP namesto 1% BDP.²³ Odstopanje od zahtev iz pakta temelji na ekonomski presoji, tj. predvsem zaradi visoke brezposelnosti. Ex post ocena skladnosti s paktom v letu 2019 bo pri rezultatih iz leta 2018 upoštevala določen razpon odstopanja. Takšen pristop sledi »diskrecijskemu« znižanju zahtevanih prilagoditev za dve državi v letu 2018, in sicer z 0,6% na 0,3% BDP v primeru Italije ter z 1% na 0,6% BDP v primeru Slovenije (glej graf C), vendar brez dodatnega razpona odstopanja. Takšna uporaba pakta gre na račun zmanjševanja njegove transparentnosti, konsistentnosti in predvidljivosti.

²¹ Po letošnji pomladanski napovedi Komisije bo Španija zgrešila cilj glede skupnega primanjkljaja iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem v višini 2,2% BDP (in sicer za okrog 0,4 odstotne točke BDP) zaradi precešnjega poslabšanja strukturnega salda (za 0,3 odstotne točke BDP, kar je v nasprotju s priporočenim izboljšanjem v višini 0,5 odstotne točke).

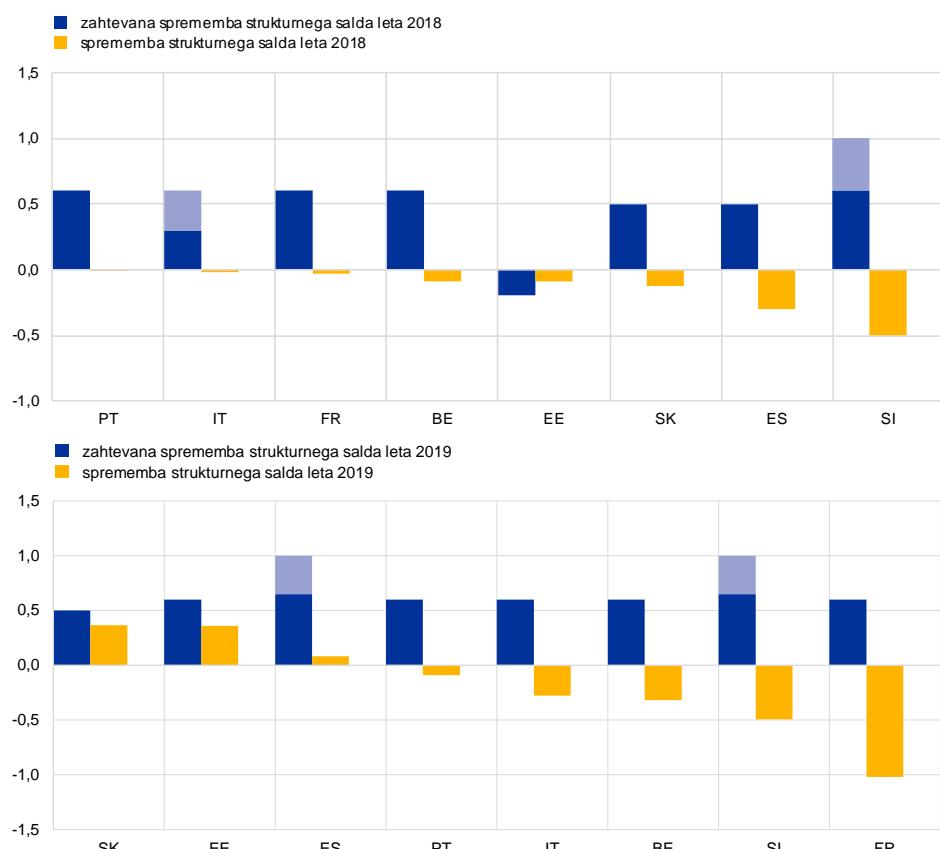
²² Glej tudi Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu, Svetu, Evropski centralni banki, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru, Odboru regij in Evropski investicijski banki: Evropski semester 2018 – priporočila za posamezne države, COM(2018) 400 final.

²³ Pakt razlikuje med nujno potrebnimi prilagoditvami na podlagi ravni proizvodne vrzeli in javnega dolga. Temelji na načelu, da ugodni gospodarski časi in visok javni dolg terjajo večje nujno potrebne prilagoditve. Ocena je v okviru z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2015.

Graf C

Zahtevane prilagoditve iz pakta v letih 2018 in 2019 za države euroobmočja, ki leta 2017 niso dosegle srednjeročnega proračunskega cilja

(v odstotnih točkah BDP)



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

Opombe: Zahetani strukturni fiskalni napor v posameznih letih je vzet iz priporočil posameznim državam. Za leto 2019 je kvantificiran v priporočilih posameznim državam za javnofinanco politiko v okviru evropskega semestra 2018. Svetlostmoder del posameznih stolpcov pomeni, da so zahetane prilagoditve nižje od tistih iz preventivnega dela pakta. Napoved Komisije za leto 2019 temelji na scenariju »nespremenjenih politik«, ker za to leto še ni proračuna.

Priporočila posameznim državam priporočajo, da tiste, ki so na ravni svojega srednjeročnega proračunskega cilja ali nad njim, fiskalni manevrski prostor izkoristijo za povečanje potencialnega proizvoda. Vseeno je potrebna previdnost, saj javnofinanco presežek odraža tudi pozitivne posledice močnega cikla, ki pa se bodo v prihodnosti izničile. Zaradi tega je treba gibanje odhodkov natančno spremljati.

Evropska komisija je 23. maja objavila tudi priporočila nekaterim državam euroobmočja v zvezi z izvajanjem Pakta za stabilnost in rast. Komisija je sprejela poročilo za Belgijo in Italijo v skladu s členom 126(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije, v katerem ocenjuje skladnost s kriterijem zadolženosti iz pogodbe. V primeru Italije je Komisija sklenila, da bi se moral kriterij zadolženosti trenutno štetiti za izpolnjenega, ker je bilo ugotovljeno, da je bila javnofinanco politika leta 2017 večinoma skladna s preventivnim delom pakta. V primeru Belgije poročilo Komisije zaključuje, da ni dovolj zanesljivih dokazov za ugotovitev, da Belgija ni izpolnjevala zahtev iz preventivnega dela pakta. Poročilo torej ne daje dokončne ugotovitve, ali je

kriterij zadolženosti izpolnjen ali ne. Ker se pričakuje, da bosta letos obe državi precej odstopali od zahtev iz preventivnega dela pakta, bo Komisija ponovno ocenila njuno skladnost s fiskalnimi pravili na podlagi ex post podatkov za leto 2018. Toda če dejstvo, da je država »večinoma skladna« s preventivnim delom pakta, obravnavamo kot glaven relevanten dejavnik in hkrati zanemarimo vrzeli pri izpolnjevanju referenčne vrednosti zmanjšanja dolga, se lahko zmanjša učinkovitost pravila o zadolženosti. To prinaša tudi tveganje, da se visok dolg ne bo zniževal zadosti hitro.²⁴ Komisija je še priporočila, da se do roka, tj. do leta 2017, odpravi postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Franciji, Svet pa je 22. junija sprejel zadeven sklep.

Nedavna volatilnost na finančnih trgih opozarja, da je treba trenutno ugodno makroekonomsko okolje odločneje izkoristiti za to, da se ustvarijo javnofinančne rezerve in zmanjša visok javni dolg. V EU dogovorjena fiskalna pravila je zato treba izpolnjevati in uporabljati v celoti in dosledno v vseh državah in ves čas. To je nepogrešljivo pri zaupanju v skupno valutno ter pri napredku v smeri dokončanja ekonomske in monetarne unije.

²⁴ Ocena delovanja pravila o zadolženosti iz Pakta za stabilnost in rast je v članku z naslovom »Government debt reduction strategies in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

Članki

1 Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective

Prepared by Federico Carril-Caccia and Elena Pavlova

The relevance of foreign direct investment (FDI) as a source of economic activity has increased rapidly over the last decade. Between 2000 and 2016 the share of FDI stock in global GDP increased from 22% to 35%. Following a decline during the Great Recession, mergers and acquisitions (M&As), the most dynamic component of FDI, have recovered, reaching a record value of USD 1.2 trillion in the first quarter of 2018. The intensification of FDI activity has important implications for both origin and destination countries in terms of, for example, economic growth, productivity, wages and employment. Moreover, the expansion of multinational enterprises (MNEs) has been accompanied by the creation of complex cross-border production chains, which also has important implications.

This article presents several findings regarding the main developments in and determinants of FDI over the past decade, at both global and EU level. Since the beginning of the 2000s there has been a gradual shift in the global FDI landscape, with emerging market economies (EMEs) gaining in prominence both as a source of and as a destination for such investment. EMEs have attracted a growing share of FDI flows, reaching more than 50% of the world's total inward FDI in 2013. In addition, FDI flows are dominated by a relatively small number of M&As. In 2016 M&As with a value in excess of USD 1 billion accounted for only 1% of all FDI projects, but they generated 55% of total FDI flows. Moreover, evidence suggests that FDI and exports are not competing but complementary strategies for serving foreign markets. Finally, since 2008 EU countries are no longer the world's main FDI investors and recipients. Nevertheless, econometric analysis shows that belonging to the EU dramatically boosts FDI flows in member countries.

1 Introduction

The last decade has witnessed a surge in FDI. Between 2000 and 2016, FDI stocks grew from 22% of world GDP to 35%. FDI, which is defined as a situation where a firm owns at least 10% of a company located in a different country,²⁵ is

²⁵ See *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*, International Monetary Fund, 2009.

carried out by MNEs, which invest abroad either through greenfield investments (GIs), i.e. the setting-up of subsidiaries abroad, or through M&As.²⁶

FDI has the potential to bring several benefits to the recipient country. The arrival of MNEs in a country can foster efficiency through increased competition. It can also produce positive productivity spillovers as MNEs integrate domestic firms into their production processes through forward and backward linkages. In addition, MNEs tend to make new technology available and provide access to new markets, improving the training and qualifications of the local workforce and increasing wages and employment. The extent of these positive outcomes will depend partly on the host country's absorptive capacity.²⁷ For EU countries, existing evidence confirms the positive impact of FDI.²⁸

Traditionally, advanced economies have played a major role as both the source and destination of FDI. Until the beginning of the Great Recession, almost 90% of outward FDI (OFDI) flows came from advanced economies. EU countries were particularly prominent, as their share in world OFDI was nearly 50%. At the same time, the EU and other advanced economies attracted between 60% and 70% of total inward FDI (IFDI) flows.

Since 2008 there has been a dramatic change in the global FDI landscape. OFDI and IFDI from and into EMEs have started to gain in importance. By 2014 EMEs represented 41% and 56% of global OFDI and IFDI respectively, while the EU's share of OFDI and IFDI had shrunk to only 15% and 18% respectively.

This article provides an overview of the main FDI trends and drivers. Section 2 outlines some fundamental developments. Section 3 focuses on determinants of FDI. Section 4 addresses the relationship between FDI and exports, i.e. whether they are complementary or substitutes. Finally, Section 5 analyses the FDI performance of euro area and non-euro area EU countries over time, including the benefits of EU/euro area membership when it comes to attracting IFDI.

²⁶ GI is motivated by the desire of MNEs to exploit their competitive advantage abroad. This mode of investment is based on pursuing economic activities that are very similar and complementary to those already developed by the parent company. M&As concern the acquisition of at least 10% of the shares in an existing firm. M&As are driven by the following objectives: (i) increasing market share by acquiring competitors; (ii) exploiting synergies between the investing and target companies (e.g. in terms of technology); and (iii) internalising host country-specific assets of the target company (e.g. market share or institutional knowledge). See Davies, R.B., Desbordes, R. and Ray, A., "Greenfield versus Merger & Acquisition FDI: Same Wine, Different Bottles?", *UCD Centre for Economic Research Working Paper Series*, WP15/03, University College Dublin School of Economics, 2015; and Nocke, V. and Yeaple, S.R., "Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity", *Journal of International Economics*, Vol. 72(2), 2007, pp. 336-365.

²⁷ See Blomström, M. and Kokko, A., "Multinational Corporations and Spillovers", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 12(3), 1998, pp. 247-277.

²⁸ See, for example, Ashraf, A., Herzer, D. and Nunnenkamp, P., "The Effects of Greenfield FDI and Cross-border M&As on Total Factor Productivity", *The World Economy*, Vol. 39(11), 2016, pp. 1728-1755; Bertrand, O., "Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France", *Research Policy*, Vol. 38(6), 2009, pp. 1021-1031; Bloom, N., Sadun, R. and Van Reenen, J., "Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle", *American Economic Review*, Vol. 102(1), 2012, pp. 167-201; Dachs, B. and Peters, B., "Innovation, employment growth, and foreign ownership of firms: A European perspective", *Research Policy*, Vol. 43(1), 2014, pp. 214-232; and Girma, S. and Görg, H., "Evaluating the foreign ownership wage premium using a difference-in-differences matching approach", *Journal of International Economics*, Vol. 72(1), 2007, pp. 97-112.

2 Key developments in global FDI

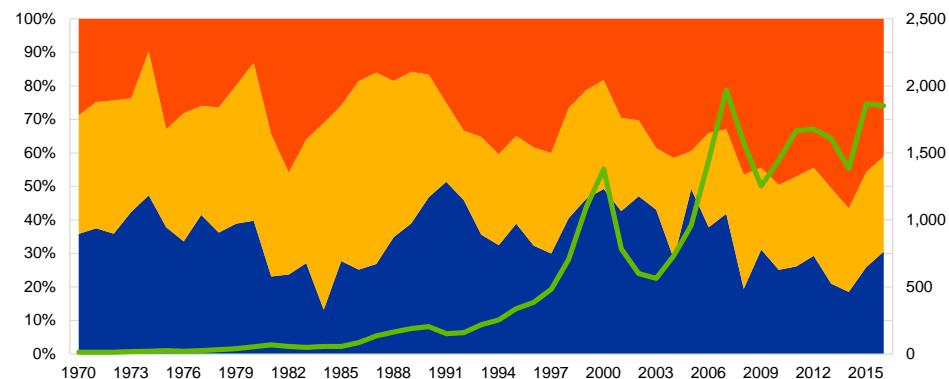
Over the last two decades the global map of inward and outward FDI has changed significantly. FDI has traditionally originated from advanced economies, which were also the main destination (see Chart 1). Since the early 2000s, the importance of EMEs as a destination for FDI has gradually increased. In 2013, for the first time, EMEs attracted more than 50% of global IFDI.²⁹

Chart 1

Inward foreign direct investment by destination

(left-hand scale: share of advanced and emerging market economies in world IFDI, percentages; right-hand scale: total IFDI, USD billions)

- European Union (left-hand scale)
- other advanced economies (left-hand scale)
- EMEs (left-hand scale)
- total IFDI (right-hand scale)



Source: UNCTAD.

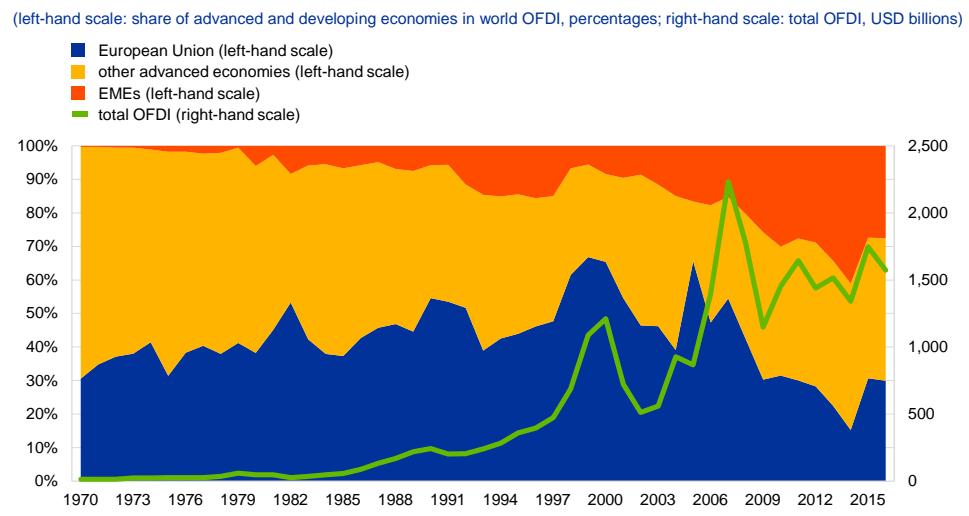
Over the last 16 years, EMEs have also progressively increased in importance as a source of FDI. As illustrated in Chart 2, the share of FDI originating from EMEs started to increase at the beginning of the 2000s. After 2008 the rate of growth of FDI from EMEs accelerated, and in 2014 EMEs accounted for 41% of total OFDI³⁰.

²⁹ Data on FDI flows in this section are taken from the United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). The period covered is 1970–2016.

³⁰ One might expect total IFDI and total OFDI in Charts 1 and 2 to be equal. However, owing to statistical differences, mainly as a consequence of slightly different definitions across countries, there are discrepancies between the two series.

Chart 2

Outward foreign direct investment by origin



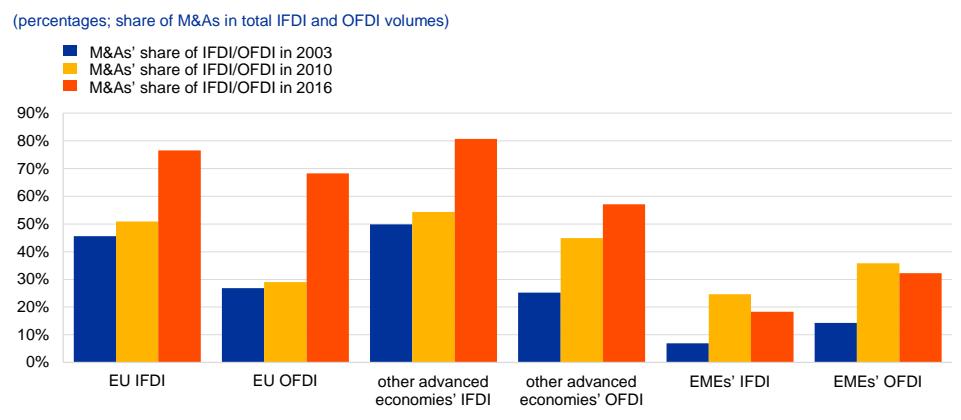
Source: UNCTAD.

In the EU and other advanced economies, M&As play a prominent role in total IFDI flows. Between 2003 and 2016, an increasing share of IFDI in the EU and other advanced economies was accounted for by M&As.³¹ As shown in Chart 3, in both country groups M&As made up around 80% of total IFDI flows in 2016. Although M&As have also increased in importance in EMEs, IFDI in those countries is still dominated by GIs. In 2016 GIs accounted for around 80% of IFDI into EMEs. In the case of OFDI, a similar trend is observed. For the EU and other advanced economies, M&As had become the preferred mode of outward investment by 2016, while for EMEs GIs remained predominant. At the global level, in the period 2003-2016 EMEs provided the destination for 62.7% of total GI and 19.3% of M&A investment. In terms of OFDI, the EU and other advanced economies accounted for 72% of GI and 82.4% of M&A investment.

³¹ Owing to limitations in the availability of M&A and GI statistics, we only describe the period 2003-16.

Chart 3

Share of M&As in global IFDI and OFDI, 2003-16



Sources: UNCTAD, Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: Inward and outward GI data are taken from UNCTAD. Inward and outward M&A data are taken from Thomson Reuters. Calculations are based on a sample of 94 countries. Total IFDI and OFDI volumes for each year (2003, 2010 and 2016) are calculated as the sums of inward and outward GI and M&A flows respectively.

The services sector has become the main target for foreign acquisitions. The sectoral distribution of IFDI was fairly constant in the period 2003-16. During this period, 70% of international M&As were in the services sector, followed by manufacturing (24%) and the primary sector (6%). In the case of GIs, the distribution between services and manufacturing was more even (50.4% and 48.2% respectively), while the primary sector lagged far behind (1.4%).³²

3 The structural determinants of FDI

MNEs can engage in FDI activities for a number of strategic reasons (using local platforms to enhance market penetration, absorbing or transferring new technologies, gaining access to resources or control of competitors, reducing production costs, etc.). A firm's internationalisation usually depends on three basic preconditions: (i) high productivity, as only the most productive firms have the capacity to invest abroad; (ii) the existence of firm-specific advantages which are not easily transferable to third parties and are at the core of the firm's output; and (iii) a relatively strong market position in the home country.³³ The determinants of FDI can in turn be grouped in the following way: (i) ownership, which allows a firm to best exploit its competitive advantages abroad; (ii) location, which involves exploiting locational advantages across the globe (e.g. supply of labour or natural resources); and (iii) internalisation, whereby a firm internalises foreign markets for the use or

³² Statistics are based on the total number of FDI projects (GIs and M&As) that took place during the period 2003-16. Data are taken from UNCTAD (2017), op. cit., annex tables 16 and 23.

³³ See Helpman, E., Melitz, M.J. and Yeaple, S.R., "Export Versus FDI with Heterogeneous Firms", *American Economic Review*, Vol. 94(1), 2004, pp. 300-316; Hymer, S.H., *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, MIT Press, 1976; and Love, J.H., "Technology sourcing versus technology exploitation: an analysis of US foreign direct investment flows", *Applied Economics*, Vol. 35(15), 2003, pp. 1667-1678.

generation of assets. Accordingly, FDI is driven by four main factors: (i) markets; (ii) assets; (iii) natural resources; and (iv) efficiency seeking.³⁴

First, by investing abroad, companies may seek access to promising new markets. From this perspective, inward FDI should tend to be positively correlated with the size of the host country economy and its market potential in terms of economic growth.³⁵

Second, asset-seeking FDI is driven by access to new, complementary resources and capabilities. This type of investment is motivated by a firm's desire to improve or expand its existing technologies, managerial skills or labour force. It is often directed towards advanced countries.³⁶ In the EU, technological progress has been among the main drivers of IFDI.³⁷ Conversely, in the case of EMEs, a positive correlation between technological intensity and IFDI is not expected.

Third, FDI flows may also be driven by the desire for access to natural resources. This type of FDI is more likely to be directed towards EMEs which have abundant natural resources. However, large natural resource endowments can also deter IFDI into EMEs owing to what is known as the "natural resource curse", i.e. the negative long-term impact of large natural resources on a country's development (e.g. in terms of economic growth, institutional quality or capital allocation), which may hamper its capacity to attract FDI.³⁸ This outcome, however, is neither universal nor unavoidable, but affects certain countries under certain conditions, such as high dependence of exports and fiscal revenues on resource wealth, low saving rates, highly volatile resource revenues, and crowding-out of other activities.

Fourth, efficiency-seeking FDI is mainly driven by lower labour costs and higher productivity. In the case of labour costs, existing evidence in the literature is far from conclusive.³⁹ This type of investment is generally expected to be directed towards EMEs with large supplies of cheap labour (e.g. China and Vietnam) for the development of low value added economic activities.⁴⁰

³⁴ See Dunning, J.H., "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions", *Journal of International Business Studies*, Vol. 19(1), 1988, pp. 1-31.

³⁵ See Blonigen, B.A., "A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants", *Atlantic Economic Journal*, Vol. 33(4), 2005, pp. 383-403; Davies et al. (2015), op. cit.; and Nielsen, B.B., Asmussen, C.G. and Weatherall, C.D., "The location choice of foreign direct investments: Empirical evidence and methodological challenges", *Journal of World Business*, Vol. 52(1), 2017, pp. 62-82.

³⁶ See Amighini, A.A., Rabellotti, R. and Sanfilippo, M., "Do Chinese state-owned and private enterprises differ in their internationalization strategies?", *China Economic Review*, Vol. 27, 2013, pp. 312-325.

³⁷ See Villaverde, J. and Maza, A., "The determinants of inward foreign direct investment: Evidence from the European regions", *International Business Review*, Vol. 24(2), 2015, pp. 209-223. The authors define technological progress in terms of R&D investment, R&D personnel, the technology intensity of the sector and human capital.

³⁸ See Asiedu, E., "Foreign direct investment, natural resources and institutions", *IGC Working Papers*, International Growth Centre, March 2013.

³⁹ See Nielsen et al. (2017), op. cit.

⁴⁰ See Buckley, P.J., Clegg, L.J., Cross, A.R., Liu, X., Voss, H. and Zheng, P., "The determinants of Chinese outward foreign direct investment", *Journal of International Business Studies*, Vol. 38(4), 2007, pp. 499-518.

Research confirms the important role played by institutional quality in determining IFDI.⁴¹ Low institutional quality implies a higher cost of doing business and higher transaction costs.⁴² MNEs are likely to avoid countries with high instability, as it can imply sudden changes in the legal framework and a higher risk of expropriation.⁴³ Similarly, they tend to avoid countries with high levels of corruption and bureaucracy, as they imply a direct extra cost of doing business.⁴⁴ On the other hand, compliance with the rule of law and private property rights are valued positively by MNEs. Similarly, ease of doing business (e.g. in terms of access to finance, trade regulation and the number of steps needed to start a business) is another significant driver of inward FDI.⁴⁵

Finally, macroeconomic stability is another relevant driver of inward FDI. The absence of large swings in inflation and exchange rates in a host country is a localisation advantage that can attract FDI by lowering risks related to the expected value of assets and profits generated abroad.

Emerging countries' MNEs (EMNEs) have specific motivations when investing abroad. EMNEs differ from advanced economies' MNEs in that they tend to be characterised by a lack of ownership advantages and international experience and are subject to low institutional quality at home.⁴⁶ In addition, they also differ as regards the prominent role still played by state-owned MNEs in emerging economies. For EMNEs, therefore, investing abroad is aimed first and foremost at becoming globally competitive by filling their competitiveness gap.⁴⁷ Thus, EMNEs seek to acquire technology and managerial skills and to access highly qualified labour – all factors that are scarce in their home country or would be costly to develop internally. Another distinctive characteristic of EMNEs is that, especially where natural resources are concerned, they appear to be more willing to operate in host countries with low institutional quality than MNEs from advanced economies.⁴⁸ Box 1 provides an overview of the activities of the largest MNEs originating from both advanced and emerging economies in terms of their economic performance, capital intensity and overall economic relevance.

The internationalisation of EMNEs is affected by the policies of their national governments, which are often pursued via state-owned enterprises. China is a

⁴¹ See Blonigen (2005), op. cit. and Nielsen et al. (2017), op. cit.

⁴² See Dunning, J.H., "Internationalizing Porter's Diamond", *MIR: Management International Review*, Vol. 33, 1993, pp. 7-15.

⁴³ See Bénassy-Quéré, A., Maylis, C. and Thierry, M., "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment", *The World Economy*, Vol. 30(5), 2007, pp. 764-782.

⁴⁴ See Wei, S.-J., "How Taxing is Corruption on International Investors?", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82(1), 2000, pp. 1-11.

⁴⁵ See Carril-Caccia, F., Ghali, S., Milgram Baleix, J., Paniagua, J. and Zitouna, H., "FDI in MENA: Impact of political and trade liberalisation process", *Femise Research Papers*, FEM41-07, Forum Euroméditerranéen des Instituts de Sciences Économiques, 2018; and Corcoran, A. and Gillanders, R., "Foreign direct investment and the ease of doing business", *Review of World Economics*, Vol. 151(1), 2015, pp. 103-126.

⁴⁶ See Buckley et al. (2007), op. cit.

⁴⁷ See Amal, M., Baffour Awuah, G., Raboch, H. and Andersson, S., "Differences and similarities of the internationalization processes of multinational companies from developed and emerging countries", *European Business Review*, Vol. 25(5), 2013, pp. 411-428.

⁴⁸ See Buckley et al. (2007), op. cit.

prime example. Government initiatives such as the “Go Global” policy, the “One Belt One Road” initiative and “China Manufacturing 2025” are fostering and shaping Chinese corporate investment abroad.⁴⁹

Box 1

MNEs and their investment deals

Prepared by Federico Carril-Caccia and Elena Pavlova

Based on real economy indicators, such as foreign activity, the biggest MNEs still originate predominantly from large, advanced economies and the manufacturing sector, although EMNEs and the services sector are growing in importance. According to UNCTAD’s 2015 ranking of the world’s 100 largest MNEs, only eight were EMNEs. Moreover, 62 came from just four countries: the United States (21 companies), the United Kingdom (17), Germany (13) and Japan (11). More than half of these MNEs operate in the following sectors: motor vehicles; mining, quarrying and petroleum; pharmaceuticals; electricity, gas and water; petroleum refining; and, within the services sector, telecommunications. Of the ten largest MNEs by market capitalisation in 2016, half were in the information and communications technology (ICT) sector.⁵⁰

The world’s largest MNEs according to the UNCTAD classification play a prominent role in terms of employment, sales and assets in the host countries in which they operate. The foreign activities of these firms are impressive even when compared with some nation states: the top company in terms of employment abroad has 800,000 employees, which is larger than Estonia’s total labour force; the foreign sales volume of one of the most prominent automotive corporations (USD 190 billion) is equivalent to the annual GDP of countries like Greece and Portugal; and the foreign assets held by the largest oil company (USD 290 billion) are close to the annual GDP of economies such as Ireland and Colombia. Similarly, the market capitalisation of one of the most prominent ICT corporations (2016: around USD 600 billion) is on a par with the GDP of Argentina.⁵¹

Comparing the 92 biggest MNEs from advanced economies with the 100 biggest EMNEs, on average the former recorded 4% higher sales per employee than the latter in 2015. In addition, the capital/labour ratio of advanced economies’ MNEs was 31% higher, and the relative importance of their economic activity abroad, as measured by the foreign activity index,⁵² was 26% higher (see Chart A).

⁴⁹ See Huang, Y., “Understanding China’s Belt & Road Initiative: Motivation, framework and assessment”, *China Economic Review*, Vol. 40, 2016, pp. 314-321; Wuttke, J., “The Dark Side of China’s Economic Rise”, *Global Policy*, Vol. 8(S4), 2017, pp. 62-70; and Buckley et al. (2007), op. cit.

⁵⁰ See Gray, A., “[These are the world’s 10 biggest corporate giants](#)”, World Economic Forum, 2017.

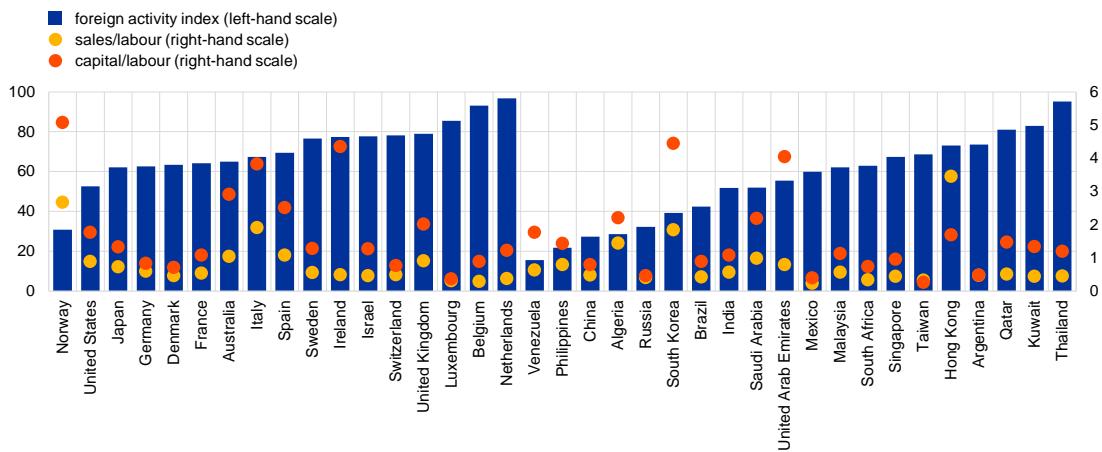
⁵¹ See Gray (2017), op. cit.

⁵² The foreign activity index is calculated on the basis of MNEs’ share of employees abroad, as well as foreign assets and foreign sales.

Chart A

Main features of MNEs by country

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



Sources: UNCTAD, World Investment Report 2016 – Investor Nationality: Policy Challenges, United Nations, 2016; and UNCTAD (2017), annex tables 24 and 25 respectively.

Notes: Data refer to the year 2015 and cover the world's 100 largest MNEs and the 100 largest EMNEs. The foreign activity, sales/labour ratio and capital/labour ratio indicators are averaged by country.

Total global FDI is dominated by a relatively small number of very large deals. In 2016 – the last year for which complete data are available – nearly 21,000 FDI projects took place, with a volume of almost USD 1.8 trillion. Out of these projects, 215 M&A deals accounted for 55% of the total volume. In terms of the number of M&A projects worth more than USD 1 billion, the main investors were the United States (18.6%), China (15.4%) and the United Kingdom (8.4%), while the main recipients were the United States (33%), the United Kingdom (11.2%) and Germany (4.7%). Interestingly, about 58% of these very large deals occurred in the services sector.⁵³

4 FDI and exports: substitutes or complementary?

When serving a foreign market, FDI and exports have traditionally been seen as substitutes. The underlying idea is that an MNE might prefer to invest abroad rather than export from home in order to forestall the risk of its technological advantage being lost to competitors⁵⁴ and to avoid costs such as transportation costs, tariffs and anti-dumping measures⁵⁵ ("horizontal FDI"). Through horizontal FDI a firm can exploit its know-how and technological capabilities without them being appropriated by third parties, as might more easily happen through the functioning of supply chains.

⁵³ Statistics are based on UNCTAD (2017), op. cit., annex table 17.

⁵⁴ See Dunning (1988), op. cit.

⁵⁵ See Blonigen (2005), op. cit.

In reality, MNEs often complement their exports by owning subsidiaries abroad.

This has led to MNEs having an increasing share of world trade.⁵⁶ In addition, existing evidence in the literature suggests that there is a positive correlation between a country's capacity to attract FDI and its level of trade openness.⁵⁷ This raises the question of which types of FDI are positively correlated with trade openness and exports from the source to the host country.

First, by means of vertical FDI, MNEs distribute and optimise their production across borders.

Headquarters and subsidiaries perform specific economic activities, rather than broad ones, and the different productive sites are linked via trade (i.e. imports and exports).⁵⁸ This type of investment is efficiency-seeking in nature: MNEs exploit different characteristics across countries in order to minimise costs. As a result, global production processes become more fragmented as firms locate their production and source their inputs across national borders.

Second, FDI can also serve as a tool for enhancing the market penetration of exports.

Export-supporting FDI refers to MNEs' investment in the wholesale and retail sector.⁵⁹ Under this model, the MNE sets up a subsidiary in a foreign country in order to import and distribute its goods or services. In this case, unlike in the case of horizontal FDI, bilateral exports of final goods and FDI are positively correlated.

Third, MNEs also invest abroad in order to supply the host country and third countries directly with their products.

"Export-platform FDI" is aimed at serving regions in a way which can either complement or substitute exports.⁶⁰ This investment strategy, which is typically directed at countries belonging to a common market, will be pursued if the production costs in the home market and trade costs of serving a given foreign market together are higher than the costs of producing and exporting from a third country. This type of investment does not necessarily entail the replication of the firm's entire economic activity abroad, as trade in intermediates and services will probably take place between the firm's headquarters and its foreign subsidiaries, thereby contributing to the functioning of global value chains.

Trade liberalisation policies are expected to affect each of the aforementioned types of FDI – horizontal, vertical, export-supporting and export-platform – in different ways.

They are likely to hamper horizontal FDI, as they reduce trade costs and thus reduce the incentive to produce in foreign markets instead of exporting. Bilateral trade liberalisation involving "deep" trade agreements (e.g. including non-trade provisions on investment and competition, legal and institutional provisions, and economic collaboration) tends to facilitate vertical and

⁵⁶ See Antràs, P. and Yeaple, S.R., "Multinational Firms and the Structure of International Trade", *Handbook of International Economics*, Vol. 4, 2014, pp. 55-130.

⁵⁷ Trade openness is defined as the ratio of total trade to GDP. See Chakrabarti, A., "The Determinants of Foreign Direct Investments: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions", *Kyklos*, Vol. 54(1), 2001, pp. 89-114.

⁵⁸ See Hanson, G.H., Mataloni Jr, R.J. and Slaughter, M.J., "Vertical Production Networks in Multinational Firms", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 87(4), 2005, pp. 664-678.

⁵⁹ See Krautheim, S., "Export-supporting FDI", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, Vol. 46(4), 2013, pp. 1571-1605.

⁶⁰ See Ekholm, K., Forslid, R. and Markusen, J.R., "Export-platform foreign direct investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5(4), 2007, pp. 776-795.

export-supporting FDI. The profitability of both strategies increases as trade costs fall. For export-platform FDI, the relationship is more ambiguous, as its nature can vary from being purely horizontal to being similar to export-supporting FDI. Nevertheless, it will always seek to serve not only one country but a whole region.

Box 2 focuses on the relationship between M&As and the value added that is embedded in exports. The results obtained show a complementarity between M&As and exports from the source to the host country, mostly owing to export-supporting FDI.

Box 2

The relationship between M&As and the value added embedded in exports

Prepared by Federico Carril-Caccia and Elena Pavlova

To investigate the relationship between M&As and exports, an augmented gravity model is estimated. This model sheds light on how M&A investments from source country i to host country j are affected by different measures of export flows from i to j. We estimate the following equation:⁶¹

$$MA = f(GDPsum, diffGDPpc, currency, PTA, BIT, rulelaw, exports)$$

In this way, this model takes into account the economic size of the source and destination countries (*GDPsum*), their capital intensity difference (*diffGDPpc*), whether they share a currency (*currency*), the existence of a preferential trade agreement (*PTA*) or a bilateral investment treaty (*BIT*), and the institutional quality in the home and host countries (*rulelaw*).⁶² The variable of interest is *exports*, which denotes the extent to which variation in exports from the source to the host country in a given year affects M&As. Under the substitution hypothesis (i.e. horizontal FDI), a negative correlation is expected, while a positive correlation would imply complementarity between M&As and exports (i.e. vertical FDI or export-supporting FDI).

This analysis is based on a bilateral M&A database from Thomson Reuters, which is combined with the World Input-Output Database (WIOD). The dataset covers the period 2000-14 and 41 source and destination countries, representing more than 80% of world trade, M&As and GDP during the period. The M&A database allows the number of M&A projects and their value to be studied separately, with the former referring to the capacity to create new bilateral relationships and the latter to the capital flow. The WIOD database allows exports of final and intermediate goods to be considered separately, as well as the value added embedded in them. Thus, the domestic value added embedded in final and intermediate goods exports, the domestic value added which returns home via final and intermediate exports, and the foreign value added embedded in final and intermediate goods exports⁶³ are considered separately in the analysis. By using the value added embedded in exports, as opposed to gross exports, it is possible to account

⁶¹ The estimator used is the Poisson Pseudo Maximum Likelihood (PPML). See Santos Silva, J.M.C. and Tenreyro, S., "The Log of Gravity", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 88(4), 2006, pp. 641-658.

⁶² In addition, the model includes country-pair fixed effects to take into account all time-invariant transaction costs across pairs of countries (e.g. distance) and year fixed effects to account for global macroeconomic trends.

⁶³ The value added in exports is decomposed in accordance with Wang, Z., Wei, S.J. and Zhu, K., "Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels", *NBER Working Papers*, No 19677, 2013. See also the article entitled "The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2017.

for the domestic and foreign inputs used for exporting. Moreover, the issue of double counting of exports and imports is avoided.⁶⁴

Table A
M&As and the value added embedded in exports

(results from estimating the gravity model; dependent variable: M&As)

	Domestic value added in final goods exports	Domestic value added in intermediate goods exports	Domestic value added in exports which returns home via final and intermediate imports	Foreign value added in final goods exports	Foreign value added in intermediate goods exports
M&A projects	0.094** (0.04)	0.077 (0.07)	0.066** (0.03)	0.083** (0.03)	0.068 (0.06)
R ²	0.946	0.945	0.946	0.946	0.945
M&A value	0.418* (0.22)	0.119 (0.23)	0.144 (0.10)	0.456** (0.22)	0.096 (0.20)
R ²	0.499	0.491	0.487	0.504	0.489
Observations	17,671	17,699	17,668	17,671	17,670

Sources: Thomson Reuters, WIOD (2016 release) and ECB calculations.

Notes: Robust standard errors in parentheses, clustered at the country-pair level.

*** p-value<0.01; ** p-value<0.05; * p-value<0.10.

The estimation results in Table A show that M&As are mainly export-supporting and, to a significant extent, vertical. Exports of final goods, irrespective of the domestic or foreign value added embedded in them, have a positive impact on the number of M&A projects and their value. This finding suggests that M&As are mostly export-supporting. By contrast, overall exports in intermediate goods do not have any effect on either the number of projects or their value. However, in terms of the number of projects, domestic value added in exports which returns home via final and intermediate imports processed abroad does have a positive impact. All in all, this last result provides some evidence of vertical FDI being positively correlated with the exporting of intermediate goods which are processed abroad before returning home.

5 Foreign direct investment in the EU and the euro area

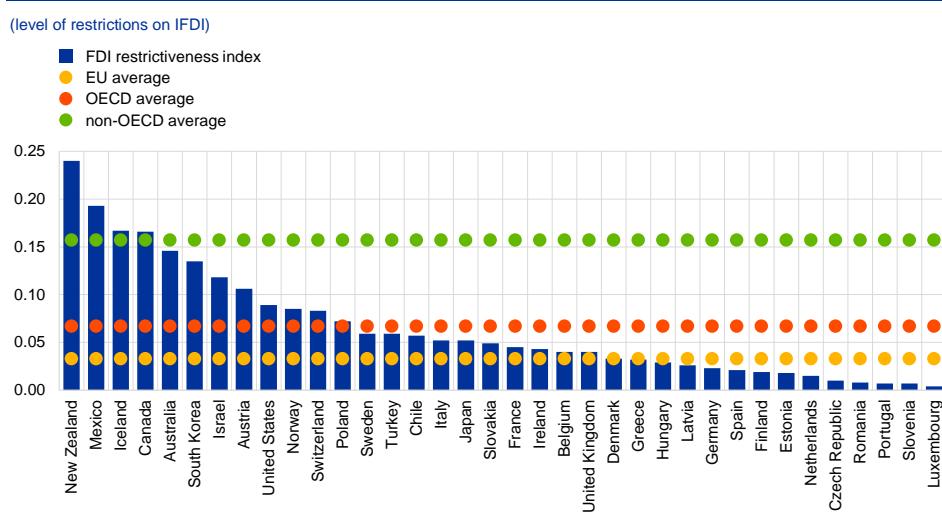
The process of economic, monetary and institutional integration in the EU has been a key driver of FDI. As shown by the analysis in Box 3, joining the EU and the euro area is estimated to have boosted bilateral FDI flows among members by sizeable amounts.

Restrictions on inward FDI across the EU are, on average, lower than in OECD countries. While they are not homogeneous across EU Member States, the restrictions on inward FDI in the EU are, with only two exceptions, lower than the OECD average. According to Chart 4, which shows IFDI regulatory restrictions in

⁶⁴ Cross-border trade statistics partially double count trade flows, as a portion of exports consists of imported inputs and some exported output is later reimported into the country of origin. As the origin of the value added is not accounted for in gross trade statistics, the domestic and foreign economic activity embedded in exports and imports respectively may be overestimated. In addition, any analysis based on gross trade data may overestimate the importance of some trading partners and underestimate the importance of others.

2016, all EU countries apart from Austria and Poland have lower restrictions than the OECD average. However, while countries like Luxembourg, Slovenia and Portugal have virtually no restrictions, Austria, Poland, Sweden, Italy, Slovakia and France are significantly above the EU average. At sectoral level, EU Member States have almost no restrictions on FDI in the manufacturing sector, while restrictions in the primary sector are generally larger than in the services sector.

Chart 4
Restrictions on inward FDI in 2016



Source: OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index.

Notes: The OECD's FDI Regulatory Restrictiveness Index measures regulatory restrictions on foreign direct investment across 22 economic sectors. It gauges the restrictiveness of a country's FDI rules by focusing on four main types of restriction on FDI: (i) foreign equity limitations; (ii) discriminatory screening or approval mechanisms; (iii) restrictions on the employment of foreigners as key personnel; and (iv) other operational restrictions, e.g. restrictions on branching and capital repatriation or land ownership by foreign-owned enterprises.

The EU's weight in global IFDI decreased after 2007, but has rebounded somewhat since 2015. Although, on average, EU restrictions on IFDI are significantly below both the OECD and the non-OECD average, the combined share of EU Member States in global IFDI declined significantly in the period 2008-14, before partially recovering. Chart 1 illustrates the distribution of world IFDI across three country clusters: the EU (including intra-EU IFDI), other advanced economies and EMEs. Before 2008 EU countries were the main recipients of global FDI. On average, between 2000 and 2007, EU countries attracted 43.1% of the world's FDI, while other advanced economies attracted 23.8% and EMEs 33%. By contrast, in the period 2008-16 there was a significant shift in the distribution of FDI in favour of EMEs and to the detriment of the EU. In this period the EU attracted, on average, only 26.7% of the world's FDI, while 25.2% went to other advanced economies and 48.1% went to EMEs.

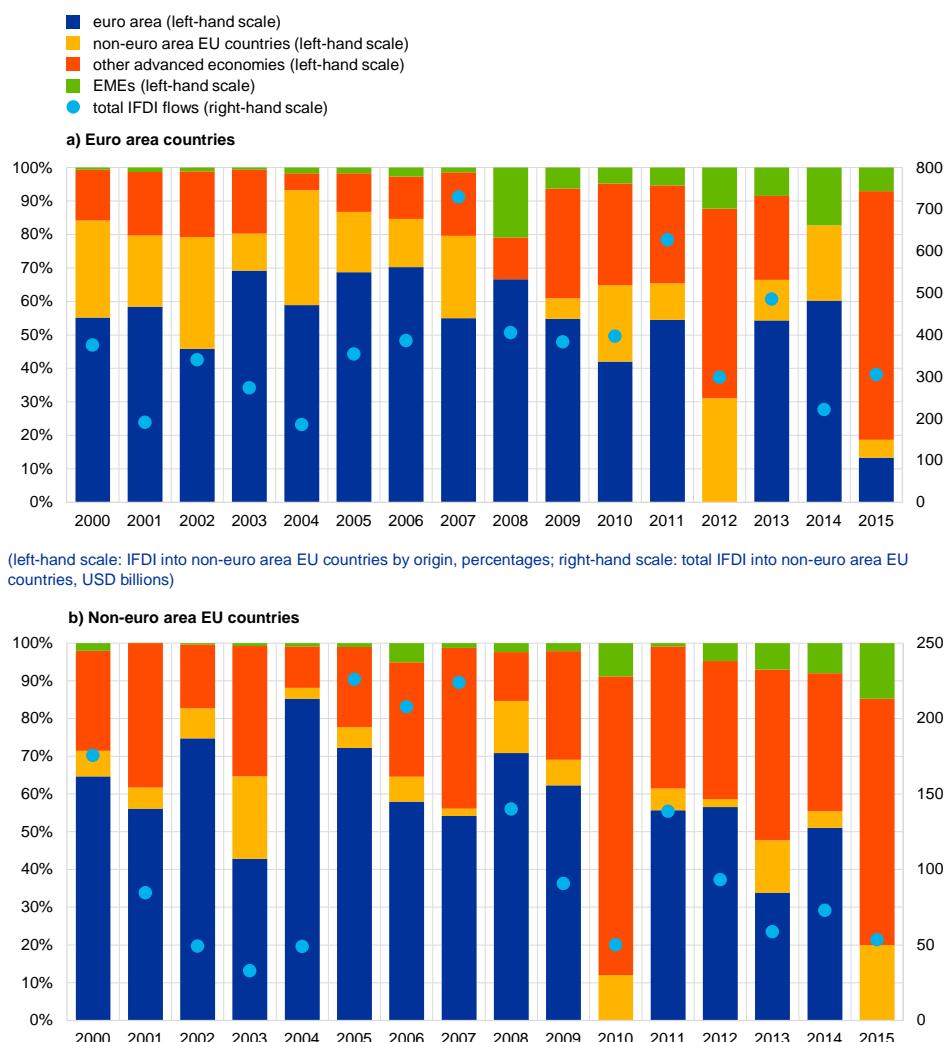
The Great Recession triggered by the financial crisis of 2007-08 has adversely affected the EU's capacity to attract FDI. As Chart 5 shows, between 2000 and 2015, IFDI was more volatile in non-euro area EU countries than in the euro area. Accordingly, the drop in IFDI into the EU owing to the crisis has been more marked in non-euro area EU countries. The gradual decline in IFDI into euro area economies has been driven mainly by the drop in FDI from non-euro area EU countries and by

the euro crisis in 2012. Meanwhile, for non-euro area EU countries, there has been a significant decline in IFDI received from all EU Member States since 2008.

Since 2007 the EU's position as a source of FDI within the region has also been in decline. For euro area countries, other euro area countries continue to be the main source of FDI, but their weight gradually decreased during the first years of the Great Recession. In addition, intra-euro area FDI plunged in 2012 (see Chart 5). For non-euro area EU economies this trend has been even more severe: in 2008 euro area countries accounted for 70% of total IFDI into non-euro area EU countries, but by 2014 that share had fallen to 50%.

Chart 5 Inward FDI flows by origin

(left-hand scale: IFDI into the euro area by origin, percentages; right-hand scale: total IFDI into the euro area, USD billions)



Source: OECD BMD3 and BMD4 inward FDI statistics.

Note: BMD3 and BMD4 are the OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – third and fourth editions.

Like the rest of the world, the EU has been witnessing a surge in new investors. Chart 5 shows that the share of FDI from EMEs has significantly increased since 2008 (especially in the euro area), with the top three investors being

China, Singapore and Brazil. FDI from EMEs into the EU is mostly driven by a desire to access EU markets and to acquire technologies and brands.⁶⁵

In line with the global trend, EU countries are increasingly investing in EMEs.

Outward FDI from EU Member States presents a similar pattern to IFDI. As Chart 6 shows, OFDI from the euro area has been less volatile than OFDI from non-euro area EU countries. While the total volume of OFDI flows from the euro area remained stable during the period 2008-15, for non-euro area EU countries there was an appreciable slowdown. At the same time, both euro area and non-euro area EU countries have significantly shifted the destination of their OFDI in favour of EMEs. This trend can be explained by the sovereign debt crisis, increased economic uncertainty and the low economic growth suffered by most EU countries until recently. In this context, EU MNEs partly reduced their investments abroad and partly re-directed their investments towards fast-growing EMEs with high market potential. Many EU MNEs reduced their investments abroad, particularly in the case of non-euro area EU countries, whose share of OFDI flows to other EU members declined to only 13% in the period 2012-15. Nevertheless, as the economic recovery strengthens, intra-EU FDI is likely to recover.

The latest challenge that the EU is facing is the United Kingdom's upcoming departure from the EU (Brexit). While the impact of Brexit is uncertain, most studies have estimated a reduction in FDI into the United Kingdom of between 12% and 28%.⁶⁶ Indeed, Brexit could significantly increase the cost of accessing the EU Single Market from the United Kingdom, making the country less attractive for foreign investors. In addition, changes in regulation that might take place in the United Kingdom after exiting the EU could make doing business in the United Kingdom more costly for EU MNEs.

⁶⁵ See, for example, Blomkvist, K. and Drogendijk, R., "Chinese outward foreign direct investments in Europe", *European Journal of International Management*, Vol. 10(3), 2016, pp. 343-358; Carril-Caccia, F. and Milgram Baleix, J., "From Beijing to Madrid: Profiles of Chinese investors in Spain", *Universia Business Review*, Vol. 51, 2016, pp. 112-129; and Giuliani, E., Gorgoni, S., Günther, C. and Rabellotti, R., "Emerging versus advanced country MNEs investing in Europe: A typology of subsidiary global-local connections", *International Business Review*, Vol. 23(4), 2015, pp. 680-691.

⁶⁶ See, for example, Dhingra, S., Ottaviano, G., Sampson, T. and Van Reenen, J., "The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK", *CEP Brexit Analysis*, No 3, Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2016; Bruno, R., Campos, N., Estrin, S. and Tian, M., "Technical Appendix to 'The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK' – Gravitating towards Europe: An Econometric Analysis of the FDI Effects of EU Membership", Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2016; and HM Treasury, "HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives", report presented to the UK Parliament by the Chancellor of the Exchequer, 2016.

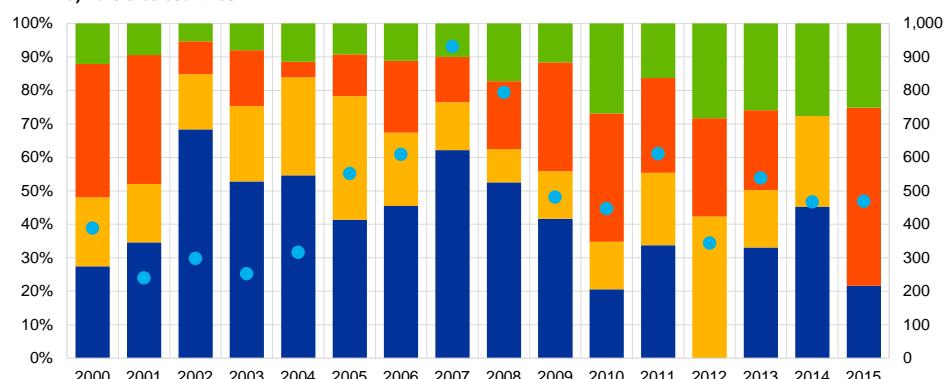
Chart 6

Outward FDI flows by destination

(left-hand scale: euro area countries' OFDI by destination, percentages; right-hand scale: total euro area OFDI, USD billions)

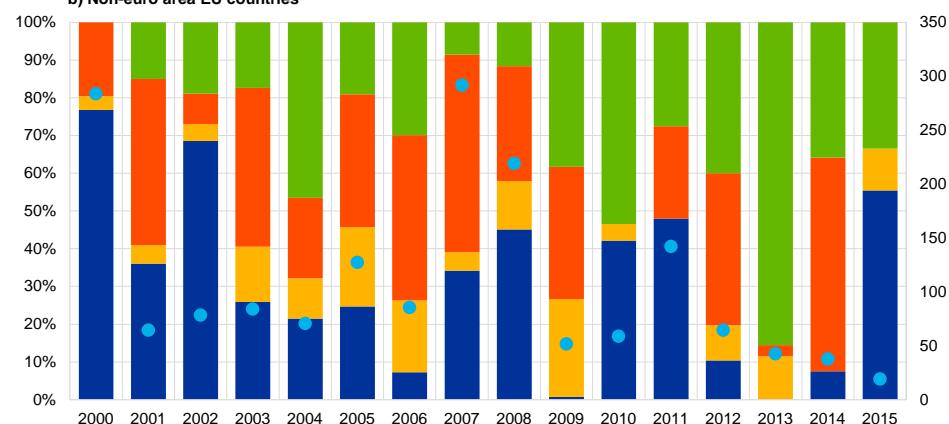
- euro area (left-hand scale)
- non-euro area EU countries (left-hand scale)
- other advanced economies (left-hand scale)
- EMEs (left-hand scale)
- total OFDI flows (right-hand scale)

a) Euro area countries



(left-hand scale: non-euro area EU countries' OFDI by destination, percentages; right-hand scale: total non-euro area EU OFDI, USD billions)

b) Non-euro area EU countries



Source: OECD BMD3 and BMD4 outward FDI statistics.

Note: BMD3 and BMD4 are the OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – third and fourth editions.

Box 3

The impact of EU and euro area integration on FDI flows

Prepared by Federico Carril-Caccia and Elena Pavlova

The economic impact of regional integration in Europe has been widely addressed in the literature. The main focus has been on the impact on trade, but some studies have also given insights into how the EU and, in particular, the euro area have affected FDI among their members. These studies⁶⁷ tend to show significant growth in FDI among EU Member States. As regards EU membership, the estimated increase in FDI ranges between 28 and 83 percentage points, while the incremental effect of euro area membership ranges between 21 and 44 percentage points. However, these studies consider different periods and different sets of countries, so they are not fully comparable and they measure the impact of EU accession and euro adoption for different countries.

In order to overcome these issues, we use a bilateral FDI flows database covering the period 1985-2012 for 34 host countries and 70 source countries.⁶⁸ The countries and time period covered mean that we take into account the accession of 17 countries into the EU and the whole process of Economic and Monetary Union (EMU). We estimate the following equation:⁶⁹

$$FDI = f(GDPsum, diffGDPpc, PTA, BIT, SIMI, diffHC, reer, invpro, govstab, law, EU, EA, noEUtEU)$$

where *FDI* represents the FDI flows from one country to another. With this model we take into account the demand and supply sides (*GDPsum*), the capital intensity difference between a pair of countries (*diffGDPpc*), whether countries have signed a preferential trade agreement (*PTA*) or a bilateral investment treaty (*BIT*), the economic size similarity (*SIMI*) and the difference in human capital endowment between the source and host country (*diffHC*). Moreover, the equation controls for the real exchange rate (*reer*) and a set of institutional indicators to account for institutional quality.⁷⁰ Our variables of interest are *EU_{ijt}*, which is a dummy that takes the value 1 in year t whenever a pair of countries are EU members, *EA_{ijt}*, which is a dummy that takes the value 1 in year t whenever a pair of countries belong to the euro area, and *noEUtEU_{ijt}*, which is a dummy that takes the value 1 in year t whenever the destination country is an EU member.⁷¹

The results indicate that, on average, joining the EU increased inward FDI flows from other EU countries by 43.9%, but did not have a significant impact on a country's capacity to attract FDI from non-EU countries. On average, adopting the euro increased FDI from other euro area members by 73.7%. Thus, the additional effect of belonging to the common currency area can

⁶⁷ See, for example, Brouwer, J., Paap, R. and Viaene, J.-M., "The trade and FDI effects of EMU enlargement", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27(2), 2008, pp. 188-208; De Sousa, J. and Lochard, J., "Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment?", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 113(3), 2011, pp. 553-578; Flam, H. and Nordström, H., "The euro and Single Market impact on trade and FDI", manuscript, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, 2007; Dhingra et al. (2016), op. cit.; and HM Treasury (2016), op. cit.

⁶⁸ Data are taken from OECD BMD3 FDI statistics.

⁶⁹ Based on the Poisson Pseudo Maximum Likelihood estimator – see Santos Silva and Tenreyro (2006), op. cit.

⁷⁰ Indicators of institutional quality include investment protection (*invpro_{it}*, *invpro_{jt}*), government stability (*govstab_{jt}*) and the enforcement of law (*law_{jt}*).

⁷¹ In addition, the model includes country-pair and year fixed effects to take into account all time-invariant transaction costs across pairs of countries (e.g. distance) and global macroeconomic trends.

be estimated at around 20%.⁷² Indeed, the EU reduced the cost of doing business across the borders between its members, and the euro area stimulated cross-border capital flows among its members, as exchange and liquidity risk were eliminated.⁷³ The results also indicate that membership of the EU and the euro area partially mitigated the negative trend in IFDI after the Great Recession that was highlighted in the previous section.

6 Conclusions

The prominence of FDI has increased significantly over the past 16 years, rising from 22% to 35% of world GDP. FDI has traditionally originated from advanced economies, but two important developments have occurred since the Great Recession:

- EMEs have gained in weight both as recipients and as sources of global FDI. Since 2013 EMEs have managed to attract more than 50% of total inward FDI and have provided nearly 30% of total outward FDI.
- At the same time, the share of IFDI flowing into and OFDI flowing from advanced economies, in particular the EU, has been gradually decreasing.

FDI is carried out by the most productive firms in source countries via M&As and GI. The relevance of each type of investment varies depending on the source and destination countries concerned and the sector towards which it is directed. FDI flows are largely driven by relatively few deals. More specifically:

- Looking at IFDI, M&As are the main mode of entry into EU countries and other advanced economies, while GI is the most common form of IFDI in EMEs. Regarding OFDI, M&As and GI are similar in importance for the EU and other advanced economies, whereas GI is the preferred form of FDI for EMEs. Nearly 70% of M&As are directed towards the services sector, while GIs are evenly distributed between manufacturing and services.
- The largest MNEs tend to come from advanced economies. Some are so large in terms of sales, assets and number of employees that they are comparable in size to the GDP and labour force of entire countries. Total FDI is driven largely by a small number of very large M&A deals. In 2016 very large M&As accounted for only 1% of the world's FDI projects, but 55% of total FDI flows. The majority of these deals focused on the acquisition of firms in the services sector.

⁷² The additional growth in FDI among euro area members is calculated using the following formula: $(e^{\delta_2 - \delta_1 - \rho_3} - 1)x 100$. See Coeuradier, N., De Santis, R.A. and Aviat, A., "Cross-border mergers and acquisitions and European integration", *Economic Policy*, Vol. 24(57), 2009, pp. 56-106.

⁷³ See Rodriguez Palenzuela, D., Dees, S. and the Saving and Investment Task Force, "Savings and investment behaviour in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 167, ECB, January 2016.

FDI has the potential to produce several positive effects on host economies.

Market-seeking FDI is channelled towards catching-up economies with market potential, whereas asset-seeking FDI is aimed at securing access to new or complementary capabilities for MNEs. Natural resource-seeking FDI is directed towards EMEs, but large natural resource endowments in a host country can also deter FDI under certain circumstances. Efficiency-seeking FDI is mainly driven by low labour costs. High institutional quality, ease of doing business and macroeconomic stability can help attract FDI, as these factors reduce the adverse risks associated with investment. Finally, M&As are mainly complementary to trade, rather than a substitute for it.

Turning to Europe, EU and euro area membership has fostered FDI among members. EU countries have, on average, fewer restrictions on FDI than the rest of the world. Since the Great Recession, however, the EU is no longer the world's main FDI investor and recipient and its share has gradually declined. However, the decline in IFDI and OFDI has been more marked for non-euro area EU countries than for euro area countries. The latter have continued to receive sizeable IFDI flows, stemming mainly from other advanced economies outside of the EU.

2

Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area

Prepared by André Geis, Daniel Kapp and Kristian Loft Kristiansen

Equity capital is among the main sources of funding for euro area non-financial corporations (NFCs), making it an important factor in the transmission of monetary policy. From a central bank perspective, improving the measurement and understanding of the cost of equity is therefore essential.

Unlike the cost of debt, which has declined substantially in recent years, the cost of equity has remained relatively stable at elevated levels. Results from the analysis performed in this article suggest that a persistently high “equity risk premium” (ERP) has been the key factor underpinning the high cost of equity for euro area NFCs. In fact, since the start of the global financial crisis, increases in the ERP have largely offset the fall in the yield of risk-free assets.

This article argues that the widely used workhorse model to derive the cost of equity and the ERP, namely the three-stage dividend discount model, can be improved upon. In particular, incorporating short-term earnings expectations, discounting payouts to investors with a discount factor with appropriate maturity, and considering share buy-backs all yield beneficial refinements. This in turn would strengthen the theory and basis of the model and improve the robustness of its estimates. Most notably, share buy-back activity seems to matter, specifically for the level of the ERP. Notwithstanding such improvements in the modelling approach, estimating the ERP, particularly its level, remains subject to considerable uncertainty. Ultimately, such uncertainty advocates the use of a variety of models and survey estimates, as well as a focus on the dynamics, rather than on the level, of the ERP.

From an applied perspective, the article demonstrates that cost of equity modelling can be used to disentangle the different drivers of changes in equity prices. This is helpful from a monetary policy perspective, as changes in equity prices can contain important information about the economic outlook and warrant monitoring for financial stability purposes. Moreover, the article shows that adding an international perspective to the analysis of the ERP for the overall market may provide valuable insights for policymakers. For instance, the greater reliance on share buy-backs among companies in the United States than those in the euro area appears to be behind some of the recent steeper decline in the ERP in the United States when compared with the ERP in the euro area.

1 Introduction

While equity provides a substantial source of funding for euro area NFCs, calculating the actual cost of raising equity financing is challenging. Unlike the cost of debt, which can often be readily observed, the cost of equity, representing the required return investors demand for bearing the risk of equity ownership, has to be estimated. This leaves the magnitude and the trajectory of the cost of equity – a

variable that is important from a corporate finance, investment or policy perspective – subject to considerable uncertainty. Advancing on strategies commonly employed to estimate the cost of equity would therefore be expected to yield considerable benefits for companies, investors and policymakers by allowing them to arrive at better informed decisions.

From the viewpoint of a central bank, improving estimates of the cost of equity are desirable, primarily for three, partly inter-related, reasons:

- **The cost of equity is part of the monetary policy transmission mechanism.** Changes in the monetary policy stance can affect equity prices and the cost of equity via three channels: the potential implications for future corporate profits; the interest rates employed to discount such profits; and perceptions of risk. The marginal cost of an additional unit of equity capital, contrasted with the marginal return of an additional unit of investment, can contribute to determine the viability of an investment project. As a result, changes to the cost of equity may dampen or stimulate corporate investment. Likewise, equity price developments can, to some extent, also influence the financial wealth of households and therefore their consumption decisions.
- **Changes in the determinants of the cost of equity can reveal the views of market participants about the economic outlook, which explains why central banks use such changes as an indicator of the (expected) state of the economy.** In particular, changing perceptions about the economy are likely to be mirrored in corresponding movements in equity prices which represent a discounted flow of future income. This role of equity prices as a gauge of economic activity also highlights why understanding their drivers is important for central banks.
- **Equity prices and, by implication, the cost of equity need to be monitored from a financial stability perspective.** Clearly, the cost of equity relative to the cost of debt may influence decisions about corporate capital structure and leverage. Moreover, equity prices that are out of line with macroeconomic fundamentals might trigger disorderly equity market corrections with possible adverse spillovers to other asset classes and the real economy. In extreme circumstances, this may also impair the monetary transmission mechanism. For this reason, the ECB's Financial Stability Review regularly examines equity prices and equity valuations. Similarly, assumptions about future equity prices constitute an input to the ECB's macroeconomic projection exercises and to the stress tests of euro area banks.

Against this background, this article examines various methods for estimating the cost of equity for euro area corporations, with a particular emphasis on the ERP which is the most difficult component to estimate. In Section 2, the article recalls the role of equity financing for euro area NFCs and reviews developments of the cost of equity and the ERP over time, including in comparison with other means of corporate financing. Section 3 presents a range of approaches for estimating the ERP, including the Fed model, the Gordon growth model and the dividend discount model. While presenting each model with its underlying rationale, the section also

shows a practical application of the dividend discount model and Box 1 introduces an improved version of the dividend discount model which aims at addressing several of its shortcomings. Finally, Section 5 puts the euro area ERP into perspective by contrasting developments in the euro area with those in the United States. Section 6 concludes.

2 Vital but costly – equity financing in the euro area

2.1 The role of equity financing for euro area NFCs

Various forms of equity financing have consistently provided a significant part of the funding structure of euro area NFCs. Owing to its perpetual nature, one euro of equity financing cannot be compared directly with one euro of debt financing. Since debt financing has to be rolled over frequently, it might be more appropriate to judge the importance of equity from a stock, rather than a flow, perspective. On aggregate, listed shares and other forms of equity financing, including the retention of earnings and the issuance of unquoted shares, accounted for 54% of the notional stock of outstanding corporate financing instruments in the fourth quarter of 2017 (see Chart 1a), putting it ahead of loans (20%), debt securities (4%) and other means of financing (22%). The share of equity financing in the outstanding stock of corporate financing instruments measured at market value has remained comparatively stable since 1999. It increased only slightly from 52% in the first quarter of 1999 to 54% by the fourth quarter of 2017. Over the same horizon, the share of loans declined from 22% to 20% and the share of debt securities rose from 3% to 4%.

Turning to the procurement of new funding by euro area NFCs, equity also constitutes a substantial source, albeit not always in the form of listed shares.

Indeed, data capturing net financing flows to euro area NFCs attribute a comparatively minor role to issuing listed shares as a way of raising capital, particularly when compared with other funding instruments (see Chart 1b). Euro area NFCs have instead relied to a considerable extent on other forms of equity capital for their financing. Over certain periods such other forms even became the primary source of funding, for example in the wake of the global financial crisis, when new lending from monetary financial institutions became highly constrained. Although the provision of loans and the issuance of debt securities have noticeably recovered in recent years, other forms of equity have still accounted for a considerable share of net financing flowing to euro area NFCs.

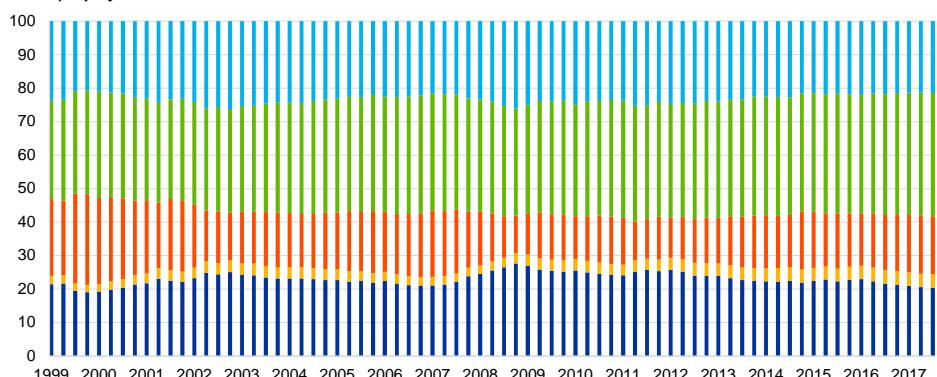
Chart 1

The role of equity for the stock and flow of euro area NFC financing

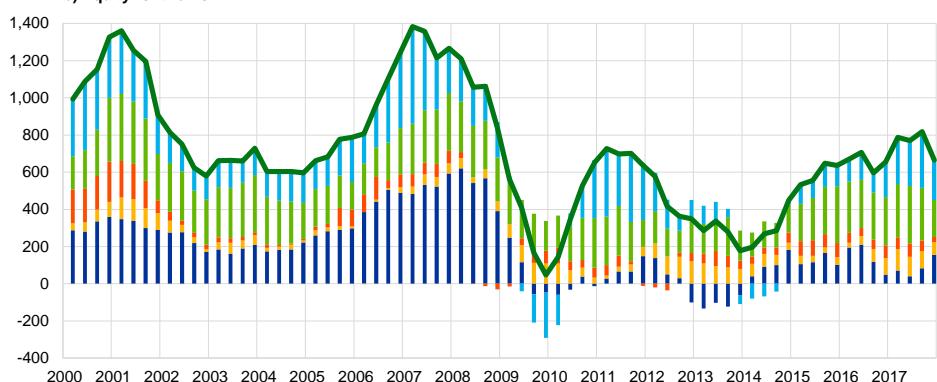
(percentages; EUR millions, four-quarter sums)

- loans
- debt securities
- equity: listed shares
- equity: other
- other financing

a) Equity for the stock



b) Equity for the flow



Source: ECB.

Notes: The latest observations are for the fourth quarter of 2017. Loans include monetary financial institutions (MFI) loans, non-MFI loans and loans from the rest of the world. Other financing includes inter-company loans, trade credit and residual forms of financing. Figures are measured at market value.

2.2 Euro area NFCs' cost of equity

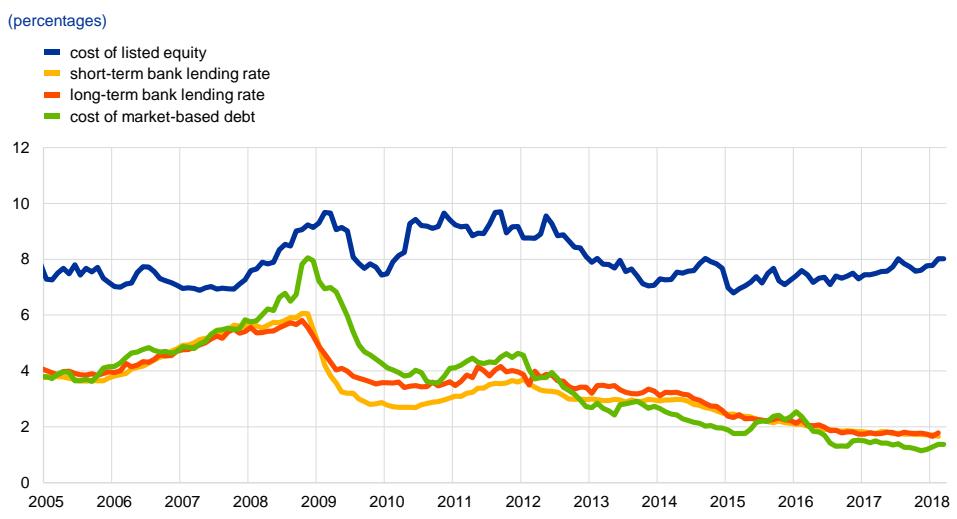
In contrast to the cost of debt, the cost of equity, which represents the required return investors demand for the risk of equity ownership, has to be estimated. The cost of debt can usually be readily observed in the market, such as in the form of a bond yield or the interest rate charged on a loan, and consists of a risk-free rate of interest augmented by a credit risk premium that is determined by the riskiness of the borrower. The size of the credit risk premium is therefore relatively straightforward to obtain, by subtracting the observable risk-free rate from the observable bond yield or the interest rate paid for a loan. Similarly, the cost of equity is commonly estimated by augmenting a risk-free rate of interest by an ERP. The ERP reflects the compensation investors demand for holding shares that entitle them to the (risky) residual claim on the profits of a company after all its other

obligations have been met. However, unlike the cost of debt and the credit risk premium, neither the cost of equity nor the ERP are directly observable. For *listed shares*, the cost of equity and the ERP have to be estimated by applying a suite of different modelling approaches. These include the current share price, a risk-free rate and future streams of income, such as earnings or dividends, anticipated by investors. For unquoted shares and other forms of equity financing such as retained earnings, deriving the cost of equity is even more demanding because the current share price cannot be observed. Furthermore, additional risk premia may apply in these cases in order to capture, for example, the illiquidity of unquoted shares. For these reasons the remainder of this article only considers the cost of listed equity.

The cost of equity listed by euro area NFCs has remained relatively high in recent years. In particular, it has not declined in line with the cost of debt (see Chart 2), which has benefited more directly from the Eurosystem's non-standard monetary policy measures. This has rendered equity financing, as opposed to borrowing from banks or the issuance of bonds, a comparatively expensive mean of corporate funding in recent years.

Chart 2

Nominal external financing costs of euro area NFCs



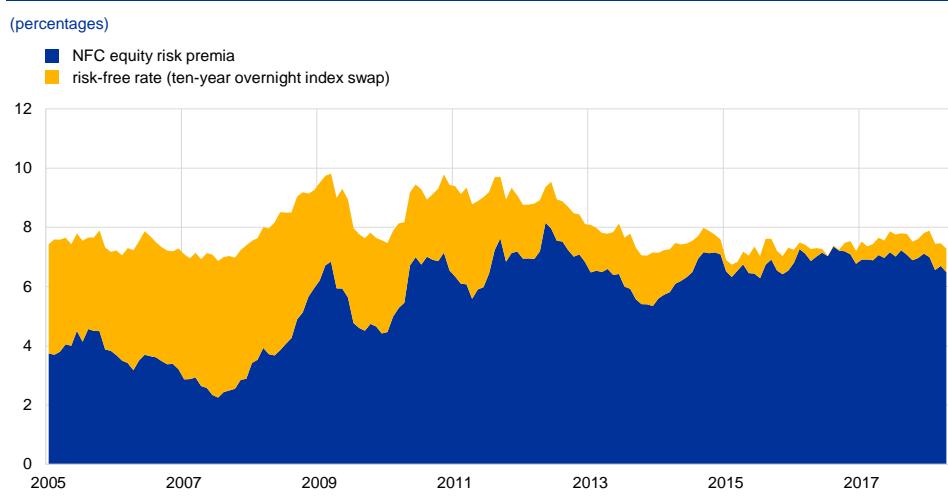
Source: ECB.

Notes: The latest observations are for February 2018 (short-term and long-term bank lending rates) and March 2018 (cost of listed equity and cost of market-based debt).

A persistently elevated ERP has been the key factor underpinning the high cost of equity for euro area NFCs. The cost of equity usually defines the required rate of return on equity at which future dividends are discounted and is calculated as the sum of the ERP and the long-term risk-free rate. While risk-free rates have declined to historic lows, the ERP has continued to fluctuate around its level of early 2009 when the slump in equity prices accelerated after the collapse of Lehman Brothers in the previous autumn (see Chart 3). In fact, the portfolio rebalancing channel of the Eurosystem's non-standard monetary measures seems to have had much less of an effect on equity markets than on debt markets. Whereas there is copious evidence that the various asset purchase programmes of the Eurosystem

have contributed to investors seeking higher duration or credit risk,⁷⁴ evidence concerning this channel being at play in equity markets remains more scarce.

Chart 3
Decomposition of NFCs' cost of equity



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: Monthly data. The latest observations are for April 2018.

3 Modelling the ERP

Unlike the credit risk premium, the ERP by its nature cannot be observed, meaning that it has to be estimated on the basis of a model and by making a series of assumptions. Various models have been proposed to estimate the ERP, ranging from the simple assumption that the ERP is the difference between the current equity yield and its historical mean, to regression-based approaches and dividend discount models (DDMs).⁷⁵ Arguably, the most common and theoretically sound approaches to estimate the ERP include a notion of estimating and discounting future dividend streams – the foundation of DDMs – which is the main focus of this section.

The cyclically adjusted price/earnings (CAPE) ratio suggested by Shiller only provides indirect and imprecise information on the ERP. The CAPE is calculated as the ratio of stock prices to the ten-year moving average of earnings. When inverted, it gives the average earnings to current prices, also known as the historical earnings yield or the “inverse Shiller’s CAPE ratio” (see Chart 4). This metric is used as a benchmark for determining the value of equities relative to earnings through a (ten-year) cycle: when the metric is high, equity prices are comparatively low and the

⁷⁴ See, for example, Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., “Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area”, *Working Paper Series*, No 1864, ECB, November 2015, or Andrade et al., “The ECB’s asset purchase programme: an early assessment”, *Working Paper Series*, No 1956, ECB, September 2016.

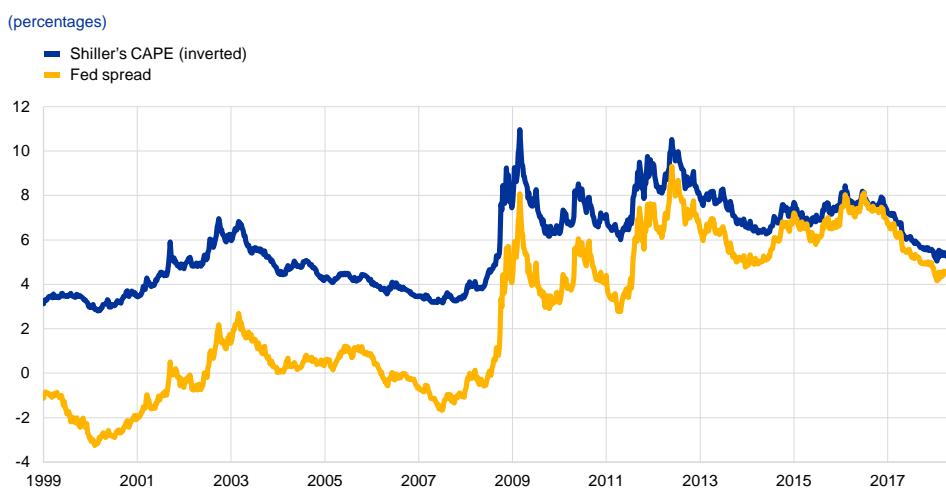
⁷⁵ For a complete review across different classes of ERP models, see Duarte, F. and Rosa, C., “The Equity Risk Premium: A Review of Models”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 2015.

equity risk compensation is high, making it attractive to buy equity. Besides the obvious flaw of comparing past earnings with forward-looking yields, the historical earnings yield might be a misleading valuation benchmark in environments where earnings and interest rates are not moving together in line with past regularities. In particular, the historical earnings yield does not capture the fact that a given stream of earnings has a larger discounted value in a low interest rate environment than in one with a high interest rate. In this respect, it is also clear that the inverse CAPE ratio measures the absolute return on equity and not the excess return over the risk-free rate. Therefore, even if the inverse CAPE ratio may provide some useful information on the ERP, it cannot be seen as an estimate for the ERP.

One proposal for estimating the ERP is the Fed model, where the longer-term risk-free yield is subtracted from the inverse CAPE ratio – resulting in the so-called Fed spread (see Chart 4). A low level of the Fed spread suggests that equity prices are high relative to realised earnings and risk-free yields. It follows that the difference between the Fed spread and the inverse of the CAPE should be large in times of high interest rates, such as between 2002 and 2007, while it has been relatively small in recent years.

Chart 4

Common simple metrics of equity yield and the ERP: the CAPE and the Fed spread



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.

Note: The latest observations are for 13 April 2018.

The Fed spread however is subject to some practical and theoretical

shortcomings. Most importantly, the Fed spread compares past earnings with present prices, which is inconsistent with the notion of forward-looking economic agents, and provides a reason for turning towards DDMs – the class of models presented below. As a result, the Fed spread often turns negative for prolonged periods, especially in times of relatively high interest rates, implying that market participants should be willing to hold equities at a negative premium compared with a

risk-free asset. This observation is not in line with surveys and fundamental asset pricing theory.⁷⁶

The origin of a forward-looking approach to equity valuation can be found in the Gordon growth model (see Chart 5). The model augments the concept of the Fed spread by the basic intuition that the value of a stock is determined by the value of all discounted *future* cash flows it produces for shareholders.⁷⁷ Historical dividends are only relevant to the extent that they contain information on future dividends. In the original representation of the Gordon growth model, payouts to shareholders are simply assumed to grow at a constant rate over time, equal to the expected growth rate of the economy. The difference in the notion of a backward-looking estimation of the ERP, such as the Fed spread, and a forward-looking one, such as the Gordon growth model, can for example be seen during times of economic recovery, as observed in the euro area in recent years. While the ERP implied by the Fed spread declined from around 8% in 2016 to close to 4% at the current juncture, the improvement in earnings *expectations*, as judged by an improvement in expected long-term economic growth, resulted in a much lesser degree of implied ERP tightening as a result of the Gordon growth model.

As such, the Gordon growth model is the foundation and the simplest form of the class of DDMs – which link equity prices to expected future shareholder payouts, risk-free interest rates and an additional compensation for risk. DDMs conveniently allow for changes in equity prices to be broken down into contributions from three factors: (i) changes in expected future cash flows from equities in the form of dividends; (ii) changes in the long-term risk-free rate; and (iii) changes in the ERP.

To the extent that expected dividends, long-term risk-free interest rates and equity prices can be observed via financial market data, the ERP can be found by equating the discounted sum of future cash flows to the prevailing stock prices. The path of future expected dividends, however, is inherently unobservable and would need to be proxied on the basis of observable indicators combined with economically plausible assumptions.

One common refinement to the Gordon growth model is the three-stage DDM, which assumes that the expected dividend growth rate varies over the course of different phases and converges to a constant long-term value. In the three-stage model, three separate phases for the dividend growth rate are commonly assumed: (i) an initial period during which dividends grow constantly at a rate of g_a ; (ii) an intermediate period over which the initial growth rate converges linearly towards a long-term growth rate (g_n); and (iii) a final indefinite period, where dividends grow at the constant annual long-term rate (g_n). With the current dividend in place, this assumed sequence of growth rates identifies the complete evolution of expected future dividends.

⁷⁶ The model is sometimes adjusted to equate real earnings to the real yield, which however does not address the shortcomings of a backward-looking valuation metric; see Gordon, M.J., *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, R.D. Irwin, Homewood, Illinois, 1962.

⁷⁷ However, as shown in Box 1, it should be noted that while dividends represent the largest share cash flows to investors, buy-backs also form an important part of shareholder compensation.

This workhorse model allows for an easy estimation of the ERP, which can be readily obtained from observed dividend yields and the risk-free rate.⁷⁸ It can be calculated using the expression shown in the equation below, which is an approximation of the three-stage DDM, also known as the “H-model”.⁷⁹ In the equation, r denotes the required rate of return on a stock (or stock price index), r_f the risk-free long-term rate, ERP the ERP, and D_0/P_0 the current dividend yield, while g_a and g_n are the two dividend growth parameters. The parameter H is the length of the initial period (first stage) plus half the length of the intermediate period (second stage). For the implementation of the model, the initial (first stage) dividend growth rate (g_a) can be approximated by I/B/E/S “long-term” earnings projections⁸⁰ and the long-term growth rate (g_n) (third stage) by long-term year-on-year GDP growth expectations, as reported by Consensus Economics. Stock prices and initial dividends are taken directly from financial markets, while the long-term risk-free rate is gauged from the ten-year overnight index swap rate. The latter is subtracted from the required rate of return in order to calculate the ERP. Changes to the equity price index can then be broken down into changes in growth expectations (as captured by changes in the g-parameters), changes in the long-term risk-free rate, or changes in the calculated equity premium.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_0}{P_0} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n$$

- **Since short to medium-term earnings expectations are often higher than longer-term economic growth estimates, the resulting ERP from the H-model approximation is higher compared with that resulting from the simple Gordon growth model (see Chart 5).** This regularity can easily be observed by the increasing difference in level between both ERP estimates since the height of the financial crisis. At the same time, this observation highlights the sensitivity of the ERP estimate to changes in assumptions surrounding future payouts to shareholders (see also Box 1).
- **In practice, gauging estimates of expected future dividend growth is difficult and using aggregated analysts' forecasts to capture shorter-term growth expectations seems questionable.** On the one hand, aggregate analysts' expectations have been criticised by some for the reason that they lag, rather than lead, the economic cycle at times and are overly optimistic.⁸¹ This is problematic if, at the same time, equity prices reflect a more up-to-date view of the economy going forward as perceived by stock market participants. On the other hand, a better gauge for earnings and dividend expectations than analysts' expectations is hard to come by. Most importantly, one can observe

⁷⁸ For an in-depth discussion of the three-stage DDM, see the Box entitled “Recent drivers of euro area equity prices”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2017.

⁷⁹ See Fuller, R.J. and Hsia, C.-C., “A simplified common stock valuation model”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 40, No 5, September-October 1984, pp. 49-56.

⁸⁰ The Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) provides composite estimates of the anticipated annual growth rate of earnings per share over a period of between three and five years.

⁸¹ See e.g. Wright et al., “The Equity Risk Premium when growth meets rates”, *Goldman Sachs Global Strategy Paper*, No 26, 2017, and Dison, W. and Rattan, A., “An improved model for understanding equity prices”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2017 Q2.

that at least some firms do, over short to medium-term horizons, grow faster than the economy. For this reason data from aggregated shorter-term dividend growth expectations are used to capture earnings expectations at maturities between one and five years ahead. In fact, these data constitute the most widely used source of forward-looking earnings expectations for practitioners.

From a historical perspective, and despite some decline over the past few years, the current estimate for the ERP from the H-model in the euro area remains fairly elevated (see Chart 5), indicating that equities are not particularly highly valued relative to bonds. As estimated by the H-model, the euro area ERP increased significantly to levels between 6% and 8% in the wake of the collapse of Lehman Brothers in 2008 and it has not declined notably since then. Although a degree of uncertainty surrounds these estimates, they nonetheless suggest that equity markets have not increased in line with interest rate decreases in recent years.

Chart 5

ERP resulting from the Gordon growth model and the three-stage DDM



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.
Note: The latest observations are for 13 April 2018.

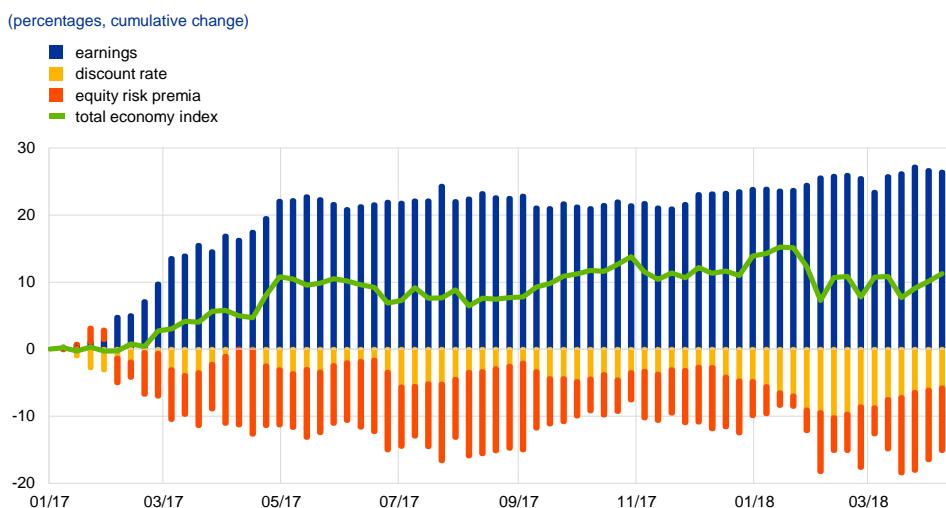
4 Applying the H-model: dissecting changes in euro area equity prices

As demonstrated in the previous section, part of the appeal of the H-model derives from the possibility of dissecting drivers of changes in equity prices. For policymakers, this feature is important for gaining insights into how market participants judge the current economic environment and for drawing potential conclusions for monetary policy. For example, the rise in equity prices over the last year could reflect a decrease in risk premia, a decline in risk-free rates, or an improvement in earnings expectations – all of which lead to very different policy conclusions.

By decomposing changes since early 2017 with the help of the H-model, it can be observed that price increases in euro area equities mainly reflect improvements in earnings growth expectations for euro area firms, despite some bouts of volatility in recent months (see Chart 6).⁸² At the same time, increases in the discount factor have, according to this decomposition, contributed negatively over the period, especially since late January 2018, when interest rates started to increase more substantially on the back of strengthening signs of rising inflation on a global scale. During this time, equity prices have often reacted more strongly to changes in interest rates than would normally have been implied by DDMs. The underlying economic reason for these reactions is a tug-of-war for equity prices between two mutually offsetting forces depicted in Chart 6: on the one hand, earnings expectations are still rising amid an ongoing economic expansion, warranting further price increases. On the other hand, market expectations of tightening monetary policy on the back of inflation normalisation and, therefore, higher bond yields depress the present value of future dividends – resulting in turn in lower equity valuations.

Chart 6

DDM decomposition of cumulative changes in euro area equity prices



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.
Note: The latest observations are for 13 April 2018.

⁸² For an earlier version of this decomposition, see the Box entitled “Recent drivers of euro area equity prices”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2017.

Box 1

Refinements to the three-stage dividend discount model: the role of earnings, share buy-backs and the yield curve

Prepared by André Geis, Daniel Kapp and Kristian Loft Kristiansen

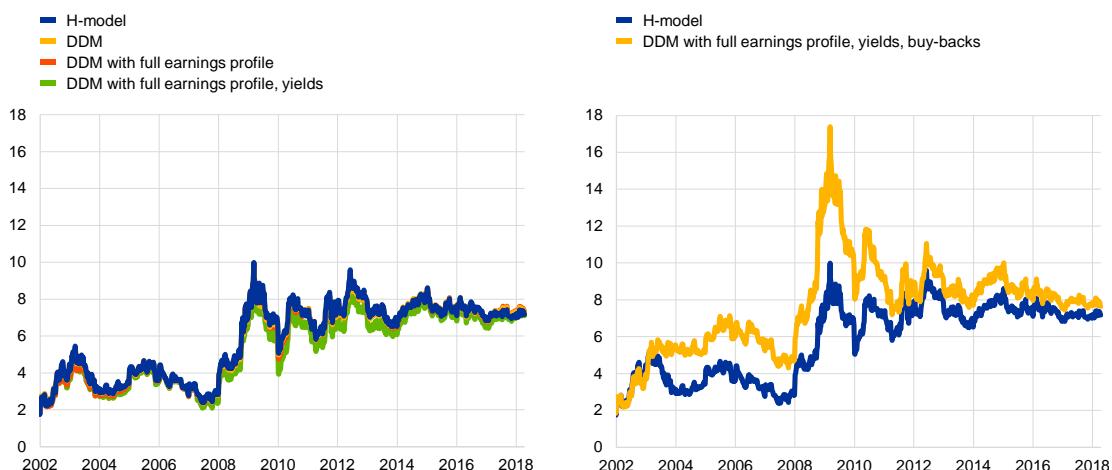
Although the dividend discount model (DDM) is often implemented by approximating via the H-model, refinements are possible, as demonstrated in this box.⁸³

First, instead of solving the model via the H-model approximation as shown in the main text, a more demanding yet more precise approach is to find the implied equity risk premium (ERP) to minimise the difference between the model-implied equity price and the observed market price. Doing so has little impact on the level of the estimated ERP (see Chart A, left-hand side) and provides a basis for implementing three further changes.

Chart A

Changes in the ERP resulting from refinements to the three-stage DDM (H-model)

(percentages)



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: The left-hand side chart shows the ERP resulting from the H-model approximation in comparison with the modifications to the DDM suggested in this box. The right-hand side chart compares the final resulting ERP from the DDM, including all modifications proposed in this box, with the H-model approximation. The latest observations are for 13 April 2018.

The second modification is based on the notion that very short-term earnings expectations should also be reflected in the DDM. In the three-stage DDM, earnings expectations were observed at only two points in time and interpolated between these two points. However, we now build a path of earnings expectations for the first five years by using both the one and five-year growth rates, thus effectively allowing for a larger share of price movements being driven by fluctuations in (shorter-term) earnings expectations. In the longer term, the assumption that

⁸³ For an implementation of the six-stage DDM, where several stages of shorter-term earnings are estimated from survey data, see Damodaran, A., "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, estimation and implication – the 2012 edition" in Roggi, Oliviero and Altman, Edward I. (eds.), *Managing and Measuring Risk: Emerging Global Standards and Regulations After the Financial Crisis*, 2013, pp. 343-455. Broadly comparable refinements in terms of including buy-backs and discounting earnings with appropriate maturities as with the ones proposed in this box have also recently been implemented by other central banks (see, for example, Dison, W. and Rattan, A., "An improved model for understanding equity prices", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2017 Q2 or "Stock market valuations – theoretical basics and enhancing the metrics", *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, April 2016).

expected dividend growth converges to the expected nominal long-term growth rate of the economy remains intact.

Third, all expected future dividends should be discounted along the yield curve to match the discount factor with the respective timing of the expected payout. Specifically, we discount each of the first 10 years of future earnings with 1 to 10-year overnight index swap rates. Dividends 11 years ahead or later are discounted using the 15-year yield.

The impact of these refinements is very small (see Chart A, left-hand side). This however does not preclude the possibility that their impact might be relevant in the future. For example, if the yield curve were to steepen significantly, this would provide more vigour to the estimated results.

The impact on the estimated ERP is greater if payouts to shareholders, in addition to dividends, also include share buy-backs (see Chart A, right-hand side). Dividends make up the lion's share of payouts to shareholders in the euro area, accounting for 86% of all payouts in 2017. This number lies considerably lower in other jurisdictions, such as the United States. Although buy-backs are currently of secondary importance in the euro area, they constituted a larger part of total payouts prior to the financial crisis. As a result, estimates of the risk premium including share buy-backs reduce the size of the increase in the euro area ERP from the pre-crisis to the post-crisis period.

Although from a theoretical perspective it is important to include share buy-backs, doing so is relatively complex. In its original form, the DDM did not directly include share buy-backs because these did not play a large role, particularly as virtually all payouts to shareholders were in the form of dividends. Furthermore, in theory share buy-backs are of little significance, since they should be reflected in an increase in the value of future dividends to remaining shareholders. However, the data suggest that expected dividend growth estimates only account imperfectly for changes in share buy-backs.⁸⁴ Moreover, expected dividend growth appears to be a relatively poor estimate of the growth in share buy-backs. In fact, the data suggest that it would be sensible to assume that a firm's total payout to shareholders, be it in the form of dividends or share buy-backs, is a roughly constant fraction of earnings. Consequently, current observed dividends and share buy-backs in this model are assumed to grow in the short term with the expected growth rate of earnings, rather than dividends.

5 The ERP in the euro area and the United States

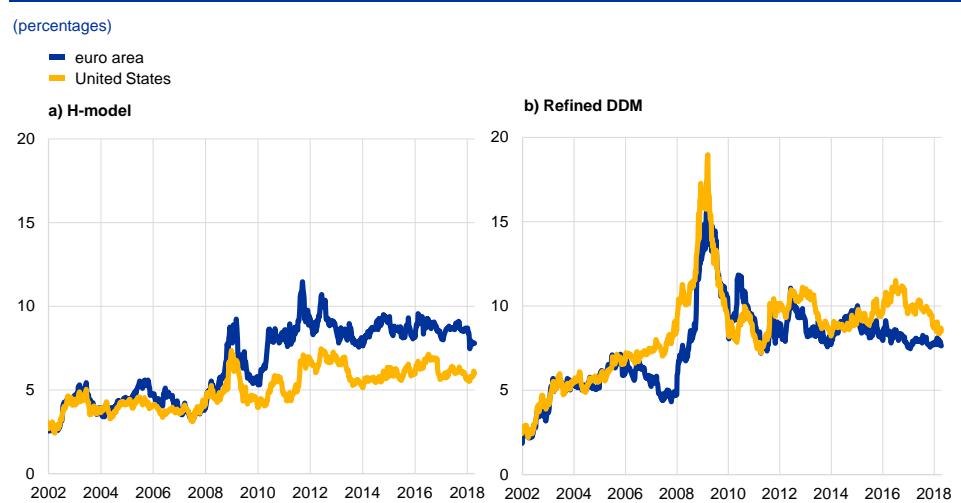
Turning to a comparison of developments in the ERP in the United States and the euro area, the H-model suggests they moved roughly in tandem prior to the financial crisis, and diverged afterwards (see Chart 7a). Since 2010 the H-model shows a gap opening up between the two locations, with the ERP much higher in the euro area than in the United States. However, as explained in Box 1, the H-model approximation does not include share buy-backs, which can be

⁸⁴ See, for example, Lamdin, Douglas J., "Handle with care: cost of equity estimation with the discounted dividend model when corporations repurchase", *Applied Financial Economics*, Vol. 11, Issue 5, 2001, pp. 483-487 and Stowe, John D., McLeavey, Dennis W. and Pinto, Jerald E., [Share Repurchases and Stock Valuation Models](#), SSRN, 2007.

regarded as future income for equity holders, thus heavily underestimating the ERP should share buy-backs be substantial.

Chart 7

ERP estimates for the euro area and the United States using the H-model and the refined DDM



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.

Note: The latest observations are for 13 April 2018.

Estimating the ERP with the help of the refined model, which includes share buy-backs, leads to a somewhat different picture, highlighting the relevance of share buy-backs, particularly in US equity markets (see Chart 7b). Before the crisis, share buy-backs were common in the euro area and the United States, lifting the level of the ERP in both jurisdictions. Share buy-backs then declined during the financial crisis, and subsequently recovered much faster in the United States. When share buy-backs are included, an upward shift in the ERP can be observed for both jurisdictions (including for most of the post-crisis period). Since autumn 2016, when equity prices started their longest nearly uninterrupted rally to date, it is interesting to observe that the ERP in the United States has declined by around 4 percentage points, while that in the euro area has declined by around 2 percentage points.

Overall, it must be emphasised that the estimation, especially of the level of the ERP, remains subject to modelling and data uncertainties. The wide range of model and survey estimates of the ERP in the literature, as well as the changes in the ERP resulting from adjustments to the same class of models shown above, highlight this uncertainty. For example, while the euro area ERP is estimated to currently stand at around 8% according to the H-model, it stands somewhat below 7% according to the refined DDM. In addition, small changes in parameter assumptions, such as growth estimates, can result in relatively large changes in ERP levels. For this reason, most practitioners maintain a number of ERP models and place greater emphasis on dynamics, rather than level estimates.

6 Conclusions

Equity provides a substantial source of funding for euro area NFCs, rendering the cost of equity relevant from a monetary policy perspective. The cost of equity for euro area corporations, in comparison with the cost of debt, has stayed relatively high since the onset of the global financial crisis, underpinned by an elevated ERP.

However, quantifying the cost of equity is challenging. The suite of estimates presented in this article suggests that – even when considering the proposed model refinements – the level of the ERP still remains subject to considerable uncertainty. This advocates using a range of models for policy purposes and placing a stronger focus on the interpretation of the dynamics of the ERP. Improving upon existing modelling approaches for the cost of equity has value for policy purposes, as demonstrated by the comparison that this article draws of equity risk premia in the euro area and the United States. Indeed, a consideration of share buy-backs when estimating the cost of equity can account for some of the differences seen in the level and dynamics of equity risk premia across both jurisdictions.

3

Measures of underlying inflation for the euro area

Prepared by Michael Ehrmann, Gianluigi Ferrucci, Michele Lenza and Derry O'Brien

Headline inflation can be noisy, blurring the signal on the medium-term inflationary pressure relevant for monetary policy. To help distinguish signal from noise in the data, central banks monitor measures of underlying inflation. As there are many ways of measuring underlying inflation, it is important to understand the properties of the various indicators and what factors may account for any divergence between them. This article describes in detail the measures of underlying inflation typically used at the ECB and evaluates them against a set of empirical criteria.

1 Introduction

Central banks should be mainly concerned with persistent sources of inflationary pressure and less so with short-lived, reversible movements in the inflation rate. The price stability objective of the Eurosystem is to maintain annual rates of headline HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) inflation at below, but close to, 2% over the medium term. As HICP inflation comprises a broad-based basket of goods and services, developments in the annual rate of HICP inflation may be temporarily influenced by factors that are mainly of a short-term nature. These factors can include price changes that stem from volatility in, for example, commodity prices, or price changes that are not determined by market forces, such as those in administered prices, as well as price changes that are specific to certain product markets. Such short-term changes may be looked through, in particular if they are not likely to lead to second-round effects.

The central bank faces the problem of distinguishing in real time the “signal” on medium-term inflationary pressure contained in the HICP inflation data from the “noise” stemming from temporary or idiosyncratic factors. To this end, measures of underlying inflation are routinely monitored. Generally, their purpose is to obtain an estimate of where headline inflation will settle in the medium term after temporary factors have vanished. This is conceptually akin to estimating the evolution of the (unobservable) persistent component of headline inflation, which will be simply referred to in what follows as “trend inflation”.⁸⁵ Operationally, this estimation can be performed at various levels of statistical complexity, ranging from excluding some components of headline inflation a priori on account of their volatility, through taking simple moving averages of headline inflation, to estimating complex statistical models that exploit the cross-sectional variation of inflation components. Underlying inflation measures can provide intermediate verifiable milestones, together with a broader set of macroeconomic information, to assess medium-term inflationary pressure. In practice, as any measure of underlying inflation is inherently

⁸⁵ In what follows, the persistent component of inflation is simply defined as “trend inflation”, although different concepts of trend inflation exist. For example, over the longer term, trend inflation can be seen as reflecting the quantitative inflation objective and the credibility of the central bank in achieving it.

surrounded by a large degree of uncertainty, for the purposes of robustness central banks use a wide range of measures (see Box 1).

The assessment of developments in measures of underlying inflation requires an appreciation of their respective properties and needs to be followed up by an examination of the economic forces driving inflation. Alternative measures of underlying inflation may provide conflicting signals, as has been the case over recent years. This brings back into focus the need to review their relative properties, on the basis of both conceptual and empirical criteria. It is also worth stressing that the measures of underlying inflation provide only a first-pass, often only statistical-based, perspective on medium-term inflationary pressure. A conjunctural assessment of developments in measures of underlying inflation needs to be followed up by an examination of the driving forces in order to better understand the inflation process, but this is beyond the scope of this article.⁸⁶

Against this background, this article discusses the measures of underlying inflation used at the ECB and evaluates their properties against a set of empirical criteria. To extract an overall assessment that can support policymakers, it is not enough to just compare developments in alternative indicators: one must also clearly understand their properties under different macroeconomic circumstances and benchmark them against a well-defined set of metrics. To this end, Section 2 describes the conceptual properties of the measures of underlying inflation typically used at the ECB and Section 3 evaluates these measures against a set of empirical criteria. Section 4 concludes.

Box 1

The use of measures of underlying inflation at selected central banks

Prepared by Gianluigi Ferrucci

Central banks typically formulate their price stability objectives in terms of headline inflation. This mostly follows welfare considerations. It is the preservation of the purchasing power of the currency, as measured by the most representative and comprehensive price index, that matters for consumers. While they may capture the broad inflation trends, measures of underlying inflation do not represent the cost of living and, as such, they may not be readily accepted by the public as an objective of monetary policy. For the selected central banks shown in Table A, the inflation aim is generally defined in terms of headline CPI (Consumer Price Index) inflation. However, the US Federal Reserve focuses on Personal Consumption Expenditure (PCE) inflation, which is an index covering a wide range of household spending, while Sveriges Riksbank recently adopted a CPI measure that excludes the effects of changes in household mortgage rates (the CPIF).⁸⁷ Table A shows that most advanced economies' central banks have a 2% aim for headline

⁸⁶ For recent evidence on the drivers of inflation, see for example the article entitled “Domestic and global drivers of inflation in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017.

⁸⁷ In September 2017 Sveriges Riksbank adopted the CPIF as its inflation target variable. The CPIF is based on the CPI, but excludes the effects of changes to mortgage rates. The change was motivated by the fact that household mortgage costs change in lockstep with the official interest rate and therefore their inclusion in the CPI caused a part of the inflation target measure to be positively correlated with the policy instrument. Indeed, Sveriges Riksbank had been using the CPIF as a de facto operational target variable for several years before it became the formal target variable for monetary policy.

inflation, with the Reserve Bank of Australia and the Reserve Bank of New Zealand having target ranges.

Table A

Price stability objectives and measures of underlying inflation of selected central banks

Central bank	Price stability measure	Price stability quantification	Measures of underlying inflation typically monitored
European Central Bank	HICP	Year-on-year increase in the HICP for the euro area of below, but close to, 2% over the medium term	Range of exclusion-based measures, trimmed means, weighted median and two frequency exclusion measures (Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) and Supercore)
Federal Reserve	PCE	Annual percentage change in the total PCE deflator at 2% over the longer run	Official publications mainly refer to exclusion-based measures, but trimmed means, weighted median and factor model are also used
Bank of Japan	CPI	Annual percentage change in the total CPI at 2%	Diffusion index, trimmed mean, mode and weighted median officially released by the Bank of Japan two days after the release of the monthly CPI for Japan
Bank of England	CPI	Annual percentage change in the total CPI of 2%. Deviations greater than $\pm 1\%$ trigger an open letter (this is not a target range)	Various exclusion-based measures monitored and occasionally discussed in official publications
Bank of Canada	CPI	Annual percentage change in the total CPI at 2%, the mid-point of the target range of 1-3%, over the medium term	Three preferred measures regularly monitored: trimmed mean, median and a tracker of common price changes across categories in the CPI basket
Sveriges Riksbank	CPI with fixed interest rate (CPIF)	Annual percentage change in the CPIF around 2%, with a variation band of 1-3%	Range of exclusion-based measures, trimmed means, weighted median, volatility-weighted measures and factors from principal component analysis monitored and occasionally presented in official communication
Norges Bank	CPI	Annual percentage change in the CPI of close to 2% in the medium term	Range of exclusion-based measures, trimmed means and weighted median regularly monitored and reported in official publications. Projections are also produced for these indicators
Reserve Bank of Australia	CPI	Achieve an inflation rate of 2-3%, on average, over time	Trimmed mean, weighted mean and CPI excluding volatile items (fruit, vegetables and automotive fuel) regularly published on the bank's website
Reserve Bank of New Zealand	CPI	Future CPI inflation outcome between 1% and 3% on average over the medium term, with a focus on keeping future average inflation near the 2% mid-point	Factor model, trimmed means, and variance-adjusted and exclusion-based measures

Sources: Central bank websites; *FOMC statement of longer-run goals and policy strategy*, press release, Federal Reserve, 25 January 2012; *The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy*, Bank of Japan, 22 January 2013; *Monetary policy remit: Autumn Budget 2017*, HM Treasury, 22 November 2017; *Renewal of the Inflation-Control Target – Background Information*, Bank of Canada, October 2016; *2016 Statement on the Conduct of Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia and Australian Government, 19 September 2016; and *Policy Targets Agreement 2018*, Reserve Bank of New Zealand and Ministry of Finance, 26 March 2018. The classification in the last column partly follows Table 1 in Kahn, M., Morel, L. and Sabourin, P., "A comprehensive assessment of measures of core inflation for Canada", Bank of Canada Discussion Paper 2015-12, 2015.

Measures of underlying inflation, which abstract from short-term volatility, are typically monitored by central banks to gauge trends in inflation and the likely evolution of inflation in the medium term. While the emphasis on individual measures of underlying inflation tends to change over time, the most commonly used measures are those that exclude the components with more volatile price movements (see Table A), possibly because they are easier to replicate and communicate to the public. Measures based on trimmed means and weighted medians are also fairly commonly used, whereas model-based measures, such as those derived from factor models and principal component analysis, tend to be referred to less often in central banks' official communication.

The specific measures of underlying inflation that are used tend to vary across different central banks. The Federal Reserve, for example, regularly monitors core inflation, in particular the PCE price index excluding food and energy, as a measure providing a better indication than the

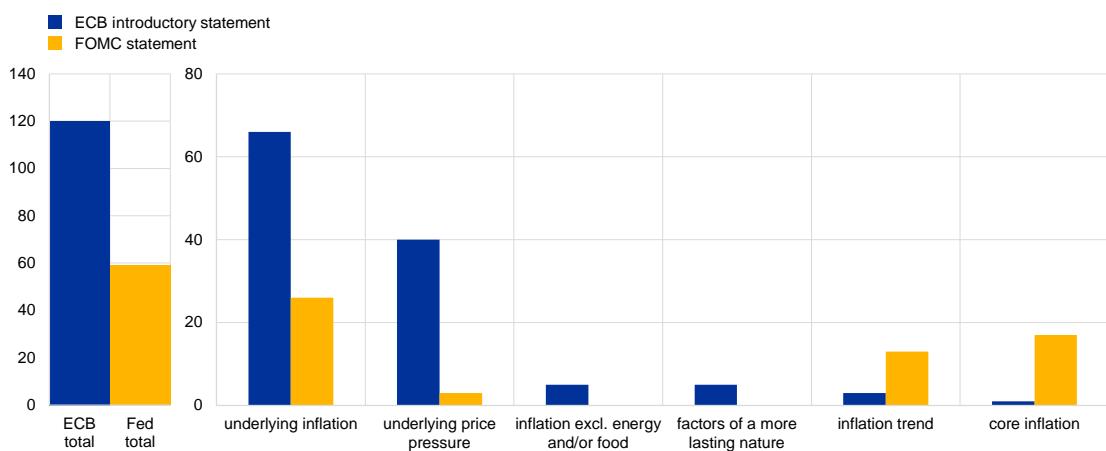
headline figure of where overall inflation will be in the future.⁸⁸ The Bank of Japan looks at four measures of underlying inflation, obtained by removing transitory disturbances from the actual movements observed in consumer prices, as a way to identify trends in price movements.⁸⁹ The Bank of England has recently discussed various exclusion-based measures of inflation as approximations for domestically generated inflationary pressure.⁹⁰ The Bank of Canada explicitly uses three measures of core inflation as “operational guides” to achieve the total CPI inflation target, but not as a replacement for it.⁹¹ Norges Bank monitors a range of (mostly exclusion-based) measures as a way to look through temporary variations in inflation. For these measures, it also produces forecasts over the policy-relevant horizon. All central banks interpret the various measures of underlying inflation in conjunction with other available information about broader economic developments.

Measures of underlying inflation are referred to in the official communication of central banks. Based on a textual analysis of the official policy statements issued by the Federal Open Market Committee (FOMC) of the Federal Reserve and the Governing Council of the ECB between October 1998 and March 2018, Chart A displays the number of times that expressions related to underlying inflation appear in the official policy statements of the two institutions. Both seem to make low to moderate use of the concept in their official communication, with the ECB referring to it, on aggregate, slightly more often than the Federal Reserve, even when accounting for the higher number of policy statements issued during the period (218 introductory statements for the ECB and 165 statements for the FOMC). Looking at the occurrence of different expressions conveying the notion of underlying inflation, Chart A shows that the ECB typically refers to “underlying inflation” and “underlying price pressure”, while terms like “inflation trend” and “core inflation” recur more frequently in the communication of the Federal Reserve.

Chart A

References to underlying inflation terms in the official communication of the ECB and the Federal Reserve

(number of occurrences)



⁸⁸ See *Monetary Policy Report*, Federal Reserve Board, July 2017.

⁸⁹ See “Performance of Core Indicators of Japan’s Consumer Price Index”, *Bank of Japan Review*, 2015-E-7.

⁹⁰ See the May 2017 and August 2017 Bank of England Inflation Reports.

⁹¹ See *Renewal of the inflation-control target: Background information*, Bank of Canada, October 2017.

Source: ECB calculations.

Notes: The period covered is October 1998 to March 2018. The two bars on the left-hand side refer to the total number of references and equal the sum of all categories on the right-hand side. The sample includes 218 ECB introductory statements and 165 FOMC statements.

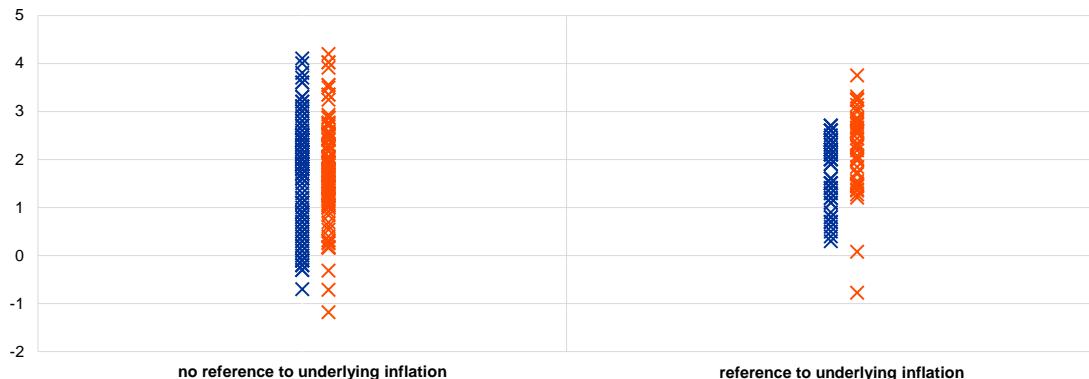
As a further step, it is interesting to see whether the use of the concept of underlying inflation in central bank communication displays any regularity, for example appearing more frequently in periods during which price developments are not aligned with the inflation aims of the central banks. Chart B provides tentative evidence that the ECB and the Federal Reserve have referred to underlying inflation both in times of high and low headline inflation, with the ECB using the concept slightly more often when inflation is low and the Federal Reserve when inflation is high. Neither central bank seems to make more intensive use of the concept during episodes of significant deviations of headline inflation from their respective inflation aims.

Chart B

Headline inflation and references to underlying inflation in the official communication of the ECB and the Federal Reserve

(annual percentage changes)

- ECB introductory statement
- FOMC statement



Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis, Eurostat and ECB calculations.

Notes: The y-axis shows the annual percentage change in headline HICP inflation for the ECB and in US PCE inflation for the Federal Reserve. The period covered is October 1998 to March 2018.

2 Measures of underlying inflation

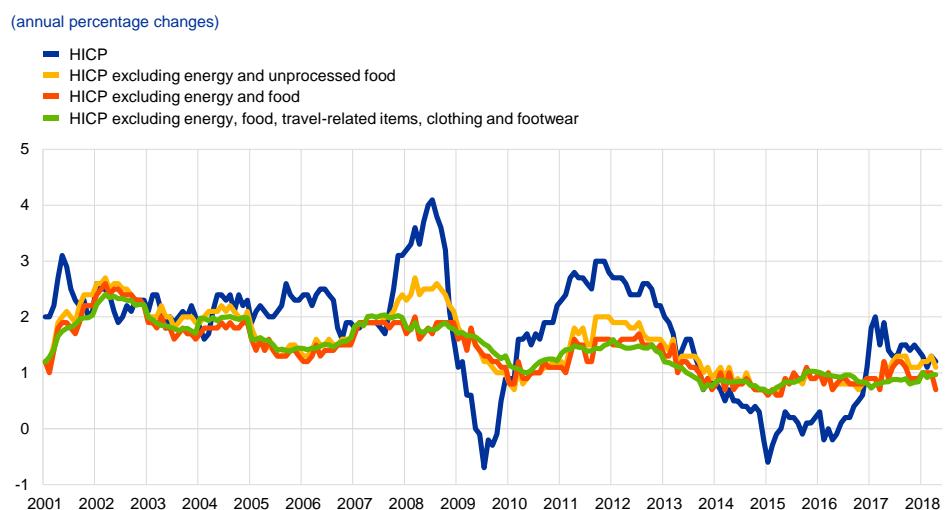
There are many ways to measure underlying inflation.⁹² Although quite diverse methods are used in their construction, measures of underlying inflation generally have the common aim to filter out the short-term volatility in headline inflation in order to capture the low-frequency component of inflation in a timely manner. The measures of underlying inflation typically used at the ECB can be sub-divided into three broad categories: permanent exclusion measures, temporary exclusion measures, and frequency exclusion measures. This section describes the conceptual nature of and the methodologies behind these measures, taking each category in turn. In particular, the rationale behind the measures is highlighted, while the desirable empirical properties, such as smoothness and the ability to track trend inflation, are evaluated in the next section.

⁹² See also Box 1 on measures of underlying inflation used at selected central banks.

The first class of measures permanently removes certain volatile sub-components. Volatility in headline inflation can sometimes be attributable to temporary factors that have little relevance for the medium-term outlook. For example, oil prices often exhibit large swings that can produce, over the short term, substantial direct effects on energy prices. Similarly, unseasonal weather can sometimes induce strong volatility in unprocessed food prices. To abstract from such volatility, HICP inflation excluding energy and food (HICPX) is often used as a measure of underlying inflation. However, the HICPX inflation rate can still reflect the influence of substantial transitory effects, as was evidenced during the spring of 2017 when Easter-related calendar effects were behind large fluctuations in the annual HICPX inflation rate (see Chart 1). In addition, the price signal for clothing and footwear may be unduly influenced by the timing of the sales periods. To abstract from these factors, the inflation rate for HICPX excluding travel-related items, clothing and footwear is also tracked at the ECB.^{93,94} During 2017 there was a notable but temporary divergence between this measure and HICPX, which was mainly attributable to the impact of higher inflation for the volatile travel-related items sub-component.⁹⁵

Chart 1

Exclusion-based measures of underlying inflation



Sources: Eurostat and ECB calculations.
Note: The latest observations are for April 2018.

The sub-components that exhibit high volatility also tend to be those that are less persistent. The implicit assumption underlying standard exclusion-based measures is that minimising volatility will help to isolate the more persistent

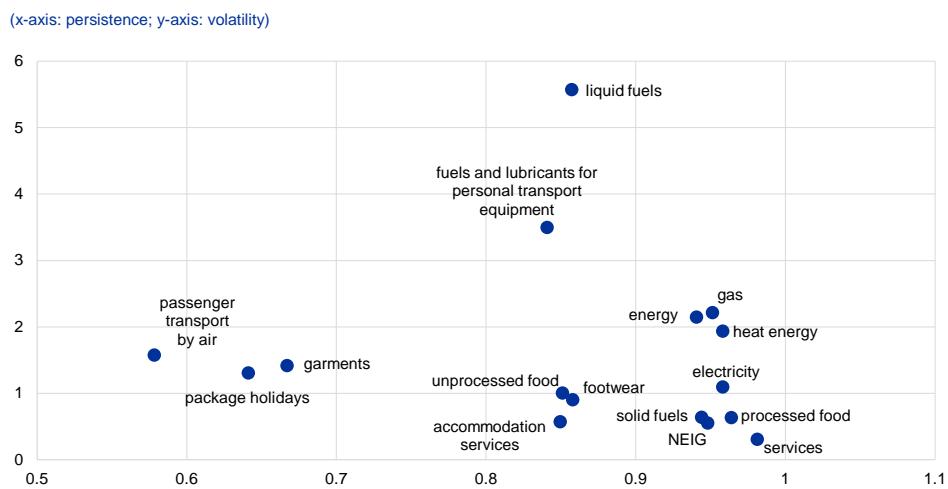
⁹³ Travel-related items comprise air fares, package holidays and accommodation services.

⁹⁴ Changes in indirect taxes or administered prices tend to be one-off effects that have little relevance for medium-term inflation. To this end, measures of inflation that exclude indirect taxes and/or administered prices are also assessed, although not on a routine basis. See, for example, the box entitled “Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation”, *Monthly Bulletin*, ECB, May 2007.

⁹⁵ HICPX excluding travel-related items, clothing and footwear accounts for about 60% of the HICP basket, while HICPX accounts for about 71% of the HICP basket.

movements in inflation. However, high volatility and low persistence do not necessarily go hand in hand.⁹⁶ A cross-check of volatility against some standard metrics of persistence generally supports the assumption that the excluded sub-components are also characterised by lower persistence (see Chart 2).⁹⁷ For example, large sub-components of energy inflation, such as fuels for transport equipment, are highly volatile and less persistent. Unprocessed food inflation also tends to be relatively less persistent. Inflation for air fares, package holidays and garments is somewhat more volatile but also clearly less persistent, supporting the exclusion of such items from a measure of underlying inflation. However, for other items, such as accommodation services and processed food, the case for exclusion is less clear-cut while, as expected, services inflation is overall smooth and highly persistent.⁹⁸

Chart 2
Persistence and volatility of sub-components of inflation



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Volatility is measured by the coefficient of variation, which scales the standard deviation by the mean of the series. Persistence is measured as the sum of the autoregressive coefficients where the optimal lags are chosen according to the Schwarz information criterion. Alternatively, persistence can be measured non-parametrically according to the number of times inflation crosses its mean. The results for both approaches are broadly similar. The estimation sample covers the period from January 2000 to April 2018. NEIG is non-energy industrial goods.

A second class of measures excludes items on a temporary basis (see Chart 3). The headline HICP index is a weighted average of 93 sub-component indices.⁹⁹ However, the distribution of the 93 price changes in the HICP is periodically asymmetric and/or affected by strong outliers (see Charts 4 and 5). During these periods, trimmed means and a weighted median may be more precise estimators of inflation developments in a given month than the weighted mean used

⁹⁶ For an illustration of why high volatility may not always be associated with low persistence, see also Bilke, L. and Stracca, L., "A persistence weighted measure of core inflation in the euro area", *Economic Modelling*, Vol. 24, 2007, pp. 1031-1047.

⁹⁷ The analysis is based on annual inflation rates. The ordering of the sub-components in terms of both volatility and persistence remains broadly similar when seasonally adjusted month-on-month inflation rates are examined.

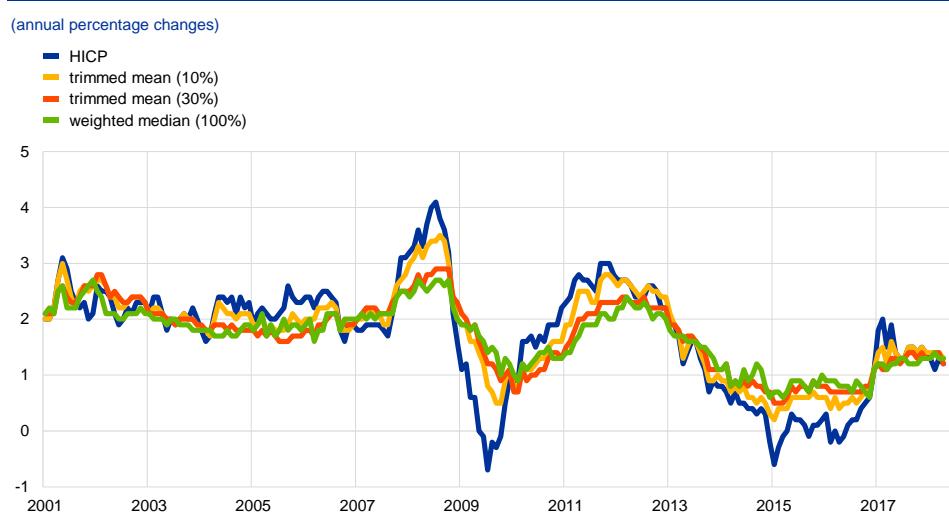
⁹⁸ It is worth keeping in mind that the persistence of services inflation is higher than that of individual series partly because the aggregation can help to wash out idiosyncratic effects.

⁹⁹ For more background, see [Glossary: COICOP HICP](#) on the Eurostat website.

in headline inflation.¹⁰⁰ In comparison to the first class of measures, the second class has the advantage of being able to abstract from large one-off price changes in items that are typically non-volatile. These measures can also give an indication of how broad-based the movements in inflation are. For example, during the summer of 2017, the trimmed means and median were relatively stable in contrast to headline inflation. However, while the cross-sectional distributional aspect of trimmed mean measures evidently helps to reduce volatility, it is less clear whether this necessarily translates into stronger persistence and an improved measure of medium-term inflationary pressure.

Chart 3

HICP inflation and temporary exclusion measures of underlying inflation



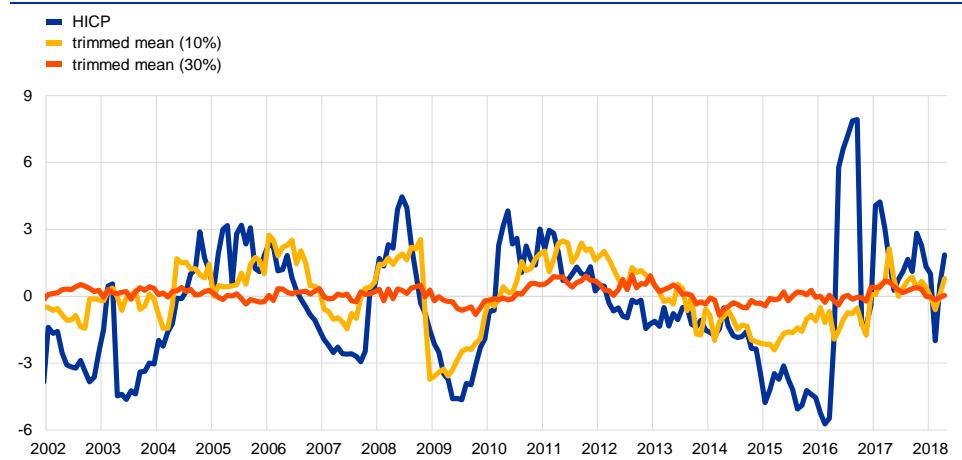
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The latest observations are for April 2018.

¹⁰⁰ The 10% (30%) trimmed mean removes 5% (15%) of the annual rates of change from each tail of the distribution of 93 price changes in the HICP each month and aggregates the annual rates of change using rescaled weights. The (weighted) median is an extreme form of the trimmed mean as it trims all but the (weight-based) mid-point of the distribution of price changes. See also Silver, M., "Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures", 2007.

Chart 4

Skewness of HICP inflation

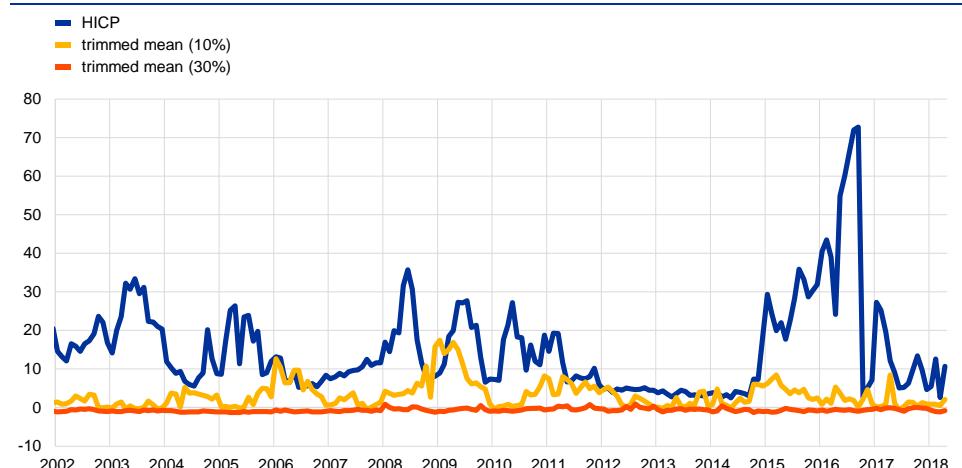


Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The skewness of a normal distribution is zero. The skewness is computed each month for a sample with 93 HICP items and across the changing items remaining in the trimmed means. The measure refers to the adjusted Fisher-Pearson standardised moment coefficient. The latest observations are for April 2018.

Chart 5

Kurtosis of HICP inflation



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The kurtosis of a normal distribution is three. The kurtosis is computed each month for a sample with 93 HICP items and across the changing items remaining in the trimmed means. The latest observations are for April 2018.

Temporary exclusion measures can be somewhat less amenable to interpretation.

interpretation. The fact that the set of items excluded from such measures can vary from one month to the next can make interpretation challenging at times. Still, in practice, many of the items excluded from, for example, the 10% trimmed mean tend to be energy items, reflecting the impact of large swings in oil prices.¹⁰¹ The measures have also tended, particularly during periods of higher inflation, to exclude telecommunication services, which have recorded large persistently negative rates of inflation. So, in addition to highly volatile items and short-lived outliers, these

¹⁰¹ See also the box entitled “[The role of seasonality and outliers in HICP inflation excluding food and energy](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2018.

indicators may also exclude items that have undergone sector-specific long-lasting declines.

The third class of measures takes a frequency exclusion approach. The general idea of these measures is that each sub-item of consumer prices may be driven by both transitory and persistent shocks. Hence, rather than excluding some items a priori, it may be more appropriate to filter out the transitory component using econometric techniques and retain the persistent component(s) of all items. One of the frequency exclusion measures routinely monitored at the ECB is referred to as "Supercore". Box 2 describes in detail how the measure is derived. Here it should be noted that Supercore picks out those items that are estimated to co-move with the business cycle.¹⁰² This approach has some intuitive appeal, particularly as it goes beyond purely statistical criteria and establishes a macroeconomic link to domestic drivers of inflationary pressure. In particular, Supercore should provide a useful gauge of underlying domestic inflationary pressure as it likely excludes items that are frequently affected by one-off changes (e.g. administered prices), extremely volatile or heavily influenced by external macroeconomic conditions. It can also be helpful to identify those items that do not appear to be affected by the business cycle as these items may at times share some common patterns or properties that may explain why inflation is not responding to its main domestic driving factors such as slack or inflation expectations.

Box 2

The Supercore measure of underlying inflation

Prepared by Derry O'Brien

The Supercore goes beyond a purely statistical basis by making an explicit link to macroeconomic conditions.¹⁰³ Specifically, the Supercore index is based only on those items of HICP inflation excluding energy and food (HICPX) that are deemed sensitive to slack, as measured by the output gap. Notably, the estimated coefficient of the output gap is generally higher and more significant in a reduced-form Phillips curve regression based on the Supercore in comparison with, for example, the corresponding coefficients based on the permanent exclusion measures (see Table A).

¹⁰² Notice that the Supercore measure could also be classified as a temporary exclusion measure because, as opposed to excluding HICPX items a priori, it excludes some items on the basis that they are estimated not to be very related to domestic business cycle fluctuations. However, it is better understood as a frequency exclusion measure as, among HICPX items, it picks out those that are more correlated with the business cycle.

¹⁰³ See the box entitled "[The responsiveness of HICP items to changes in economic slack](#)", *Monthly Bulletin*, ECB, September 2014. This was an earlier version of Supercore that selected HICPX items for inclusion if the coefficient of the output gap had an economically meaningful sign and a statistically significant coefficient in a Phillips curve equation. This approach is more straightforward to implement, but may suffer from omitted variable bias and tends to select relatively few items. An equation similar to the one presented in the above-mentioned box was previously estimated by the Deutsche Bundesbank for the same purpose: see Fröhling and Lommatzsch, "[Output sensitivity of inflation in the euro area: indirect evidence from disaggregated consumer prices](#)", *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, No 25, Deutsche Bundesbank, 2011.

Table A

Phillips curve regressions on Supercore and permanent exclusion measures of underlying inflation

	Output gap coefficient	P-values
HICP	0.04	0.040
HICP excluding energy	0.02	0.002
HICP excluding energy and unprocessed food	0.02	0.002
HICP excluding energy and food	0.02	0.000
HICP excluding energy, food, travel-related items, clothing and footwear	0.02	0.001
Supercore	0.04	0.000

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The sample period is Q1 2002 (Q2 2002 for Supercore) to Q1 2018.

An item is assessed as being sensitive to the output gap if the inclusion of the output gap improves the out-of-sample forecast performance for that item, according to the procedure described below, relative to an AR(1) model.

The methodology is implemented in the following steps. First, for each of the 72 items of HICPX, three Phillips curve (PC) specifications are estimated which include the output gap as a measure of slack lagged by one quarter, two quarters or both. For example, the specification for the Phillips curve for item i with one lag is as follows:

$$y_{i,t} = \alpha + \rho * y_{i,t-1} + \beta_{1,i} * \text{output gap}_{t-1} + \varepsilon_t$$

where $y_{i,t}$ is the annualised seasonally adjusted quarter-on-quarter growth rate of item i. Forecasts for each item are calculated for horizons of one to four quarters ahead. The forecasts are estimated conditional on the path of the output gap over the forecast horizon. The corresponding AR(1) benchmark model is also estimated for each item. The sample period starts in Q1 1996 and ends in Q1 2018.

Second, for each item, the root mean squared forecast error (RMSFE) is calculated as the average over one to four quarters ahead. This is repeated for 30 estimation samples and the average RMSFE (ARMSFE) is calculated across the samples. For example, when the full data sample ends in Q1 2018, the first estimation sample starts in Q1 1998 and ends in Q4 2009, and the second sample starts in Q1 1998 and ends in Q1 2010, and this process continues until the final estimation sample starts in Q1 1998 and ends in Q1 2017.

Third, the ARMSFE of the three alternative PC specifications is compared with the AR(1) ARMSFE and, if one of the PC specifications improves on the latter, then the item is included in the Supercore. The latest available vintage of the output gap series is used in the estimations for each sample in a given run.

In the final step, the items deemed suitable for inclusion are aggregated using rescaled HICP weights. The Supercore index is reported as a three-month moving average of its annual rate. This final step helps to lessen the chances of a false positive signal when assessing turning points.

It is worth noting that the Supercore series may be revised over time because of: (i) a change in the selection of items; (ii) possible changes in the relationship of the different items with the output gap (captured by the expanding window methodology); and (iii) the sometimes very large revisions in the estimates of the output gap. In practice, the set of items

selected for inclusion in Supercore tends to change only gradually over time and so the revisions to the Supercore series from one iteration to the next are generally quite modest.

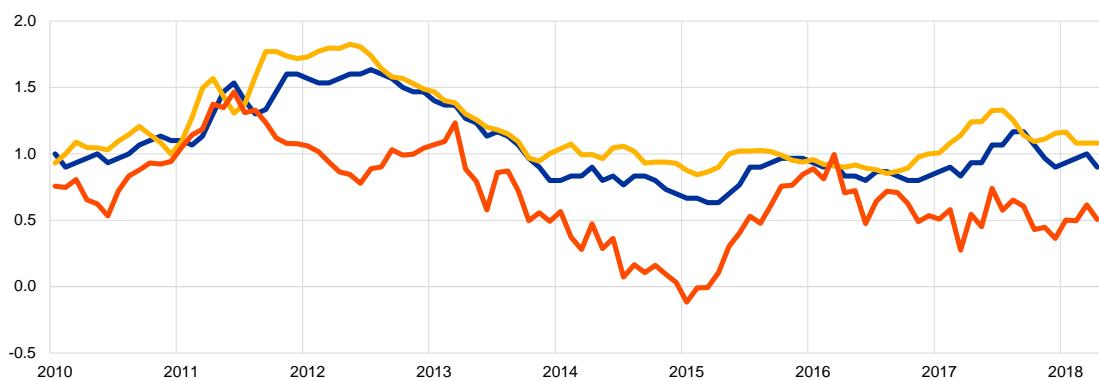
Tracking the behaviour of an index comprising those items that do not appear in the Supercore can also be instructive. The Supercore and non-Supercore series occasionally co-move (see Chart A). However, in early 2015, there was a sharp increase in the annual rates of the non-Supercore, which was an important driver behind the moderate upward trend in HICPX during that period. Also, more recently, there was a sharp fall in the non-Supercore in early 2017, which weighed on HICPX during 2017.

Chart A

HICPX, Supercore and non-Supercore

(three-month moving averages of annual percentage changes)

■ HICPX
■ Supercore
■ non-Supercore



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: There are 47 HICP items in the latest vintage of Supercore. The latest observations are for April 2018.

Further along the spectrum of econometric complexity is another frequency-based measure referred to as the Persistent and Common Component of Inflation (PCCI), which filters out and averages the medium-term component of the HICP components of individual euro area countries. The PCCI captures the common and persistent component in inflation rates across countries and items (see Box 3). It is designed to signal developments in headline inflation, and in particular turning points, with some lead. As it also includes information on energy and food items, unlike some other measures of underlying inflation, it is important to assess to what extent changes in the PCCI are driven by energy and food components and to what extent they are driven by HICPX components. The PCCI, being based on a rather complex econometric model with many layers of filtering and averaging, presents challenges in interpretation. These are compensated for by the fact that it can be especially useful when several idiosyncratic shocks across countries and items also affect items that are normally not volatile.

Box 3

The Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) measure of underlying inflation

Prepared by Mario Porqueddu

The PCCI is a frequency exclusion measure of underlying inflation that uses time-series smoothing and exploits cross-sectional information across items and countries. It is designed to capture the persistent and common component of inflation rates across euro area countries and sub-items. The common component is estimated with a generalised dynamic factor model, in line with what has been previously proposed in the literature for the euro area¹⁰⁴ and also for a similar indicator for the United States.¹⁰⁵

The indicator is constructed as follows: around 1,000 HICP sub-items from 12 euro area countries are collected and are seasonally adjusted, expressed in terms of annualised month-on-month rates (calculated as log-differences) and standardised to have a mean of zero and a standard deviation of one. The low-frequency common component for each sub-item is estimated with the generalised dynamic factor model. This requires the choice of a set of parameters, in particular the number of dynamic factors, the number of static factors and the threshold for the minimum length of cycles allowed in the common component. The PCCI excludes all cycles with a length shorter than three years.¹⁰⁶ In order to reduce the uncertainty about the number of factors, the common component for each sub-item is an average of 81 estimates obtained for different combinations of dynamic (from two to eight) and static (from four to 16) factors. The resulting low-frequency common components are resized using the mean and the standard deviation estimated in the first step and are smoothed with a three-month moving average.¹⁰⁷

The PCCI is finally obtained by aggregating all the low-frequency common components using the weights of the single items in the total HICP. A similar aggregate, which is referred to as PCCIx, can be obtained for a sub-component, such as the HICP excluding energy and food, by aggregating only items which are part of this sub-component, or other aggregates can be calculated for any combination of sub-components and countries.

The main advantage compared with exclusion measures, such as HICPX, is that the PCCI also includes the impact of medium-term shocks affecting food and energy, to the extent that they have common effects, and, at the same time, it excludes short-term fluctuations in prices that are considered as “core” in the traditional exclusion measures (such as services prices). In general, the PCCI is a flexible indicator whose estimates depend on the set of variables included and the threshold of the highest frequency allowed, so that a practitioner may decide to

¹⁰⁴ Cristadoro, R., Forni, M., Reichlin, L. and Veronese, G., “A core inflation indicator for the euro area”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37, 2005, pp. 539-560. The PCCI differs from this core inflation indicator because it excludes cycles with a length shorter than three years, while the above-cited article excluded only cycles with a length of one year. The set of variables used for the estimation only includes HICP sub-items and the average of the estimates obtained using different numbers of static and dynamic factors is used. For an application of this methodology to aggregate euro area data, see Lenza, M., “Revisiting the information content of core inflation”, *Research Bulletin*, Vol. 14, ECB, 2011, pp. 11-13.

¹⁰⁵ “The FRBNY Staff Underlying Inflation Gauge: UIG”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 672, April 2014.

¹⁰⁶ The profile of the PCCI is also similar when excluding only cycles with a length shorter than two years.

¹⁰⁷ As explained for Supercore, this final step helps to lessen the chances of a false positive signal when assessing turning points.

reduce the persistence of the indicator by reducing the threshold to cycles with a length of more than one year, or to exclude food and energy shocks.

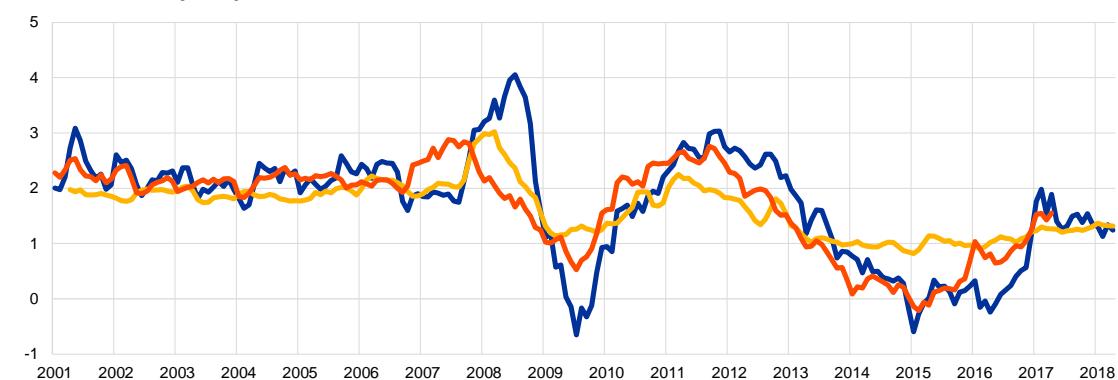
Chart A shows the PCCI estimate of underlying inflation for headline HICP inflation as described above, together with headline annual inflation and the measure of trend inflation defined as the centred moving average with a length of two years as proposed in Section 3. Compared with both measures, the PCCI is less volatile and less affected by large temporary shocks, such as the ones affecting energy prices that explain the negative inflation rates registered in 2009, 2015 and 2016. Chart B shows the same indicator obtained by aggregating only the common persistent components of items which are included in the HICPX index, i.e. excluding energy and food items. Naturally, this narrower PCClx index is also less volatile and less affected by short-term movements than HICPX. In both cases, the PCCI indicators can anticipate peaks of annual inflation, but with a lag compared with the centred two-year moving averages. However, when considering how policymakers would look at underlying inflation indicators, it is important to consider that centred moving averages are not available in real time, as they use observations from the future.

Chart A

Headline inflation and the PCCI for headline HICP inflation

(annual percentage changes)

— HICP
— PCCI
— centred moving average



Sources: Eurostat and ECB calculations.

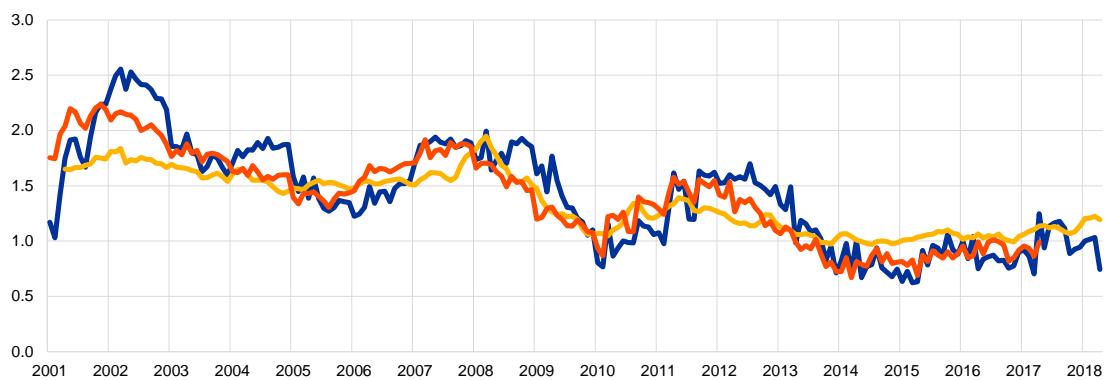
Note: The latest observations are for April 2018.

Chart B

HICPX and PCClx for items included in the HICPX index

(annual percentage changes)

— HICPX
— PCClx
— centred moving average



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The latest observations are for April 2018.

3 Empirical evaluation of the measures of underlying inflation

An empirical assessment can help to discriminate between the different measures of underlying inflation. Measures of underlying inflation should track the evolution of medium-term headline inflation. While this implies a challenge, as one wants to track an unobservable quantity, an assessment of the properties of the measures can be conducted based on a number of empirical criteria. These include volatility, coincidence, unbiasedness and overall precision.¹⁰⁸ Also, as the relative performance of a measure may be episodic, it is important to assess the measures over different periods of time.

An estimate of the persistent component of inflation is needed to assess the measures of underlying inflation. Trend inflation is an unobservable variable and its estimation is surrounded by high uncertainty. As a very rough proxy for trend inflation, this article uses a 24-month centred moving average of monthly inflation, which should be sufficiently long to smooth out high-frequency fluctuations, yet short enough to reflect the horizon at which monetary policy operates over the business cycle.¹⁰⁹ Given that constructing this measure requires the use of future values of inflation, it has limited conjunctural use, but it can serve as a benchmark to assess other indicators.

Most measures of underlying inflation successfully filter out the volatility in headline inflation. The standard deviation, a crude measure of volatility, is generally significantly lower for the measures of underlying inflation than for the headline HICP

¹⁰⁸ See, for example, the box entitled “Are sub-indices of the HICP measures of underlying inflation?”, *Monthly Bulletin*, ECB, December 2013.

¹⁰⁹ All the results presented in this section are qualitatively robust to the adoption of a 36-month moving average.

inflation rate. The HICPX, HICPX excluding travel-related items, clothing and footwear, PCCI and Supercore measures tend to have comparatively low volatility (see Table 1). However, there is a trade-off between volatility and information content: for example, an index that is constant over time would have no volatility but would not capture any dynamics in trend inflation. This trade-off highlights why the assessment must be based on a set of criteria rather than on one criterion in isolation.

Table 1

Standard deviations of measures of underlying inflation

	January 2000-April 2018	July 2007-April 2018
HICP	0.95	1.12
HICP excluding energy and unprocessed food	0.55	0.53
HICP excluding energy and food	0.46	0.38
HICP excluding energy, food, travel-related items, clothing and footwear	0.47	0.38
Trimmed mean (10%)	0.75	0.88
Trimmed mean (30%)	0.62	0.68
Weighted median (100%)	0.53	0.58
Supercore	n.a.	0.52
PCCI	0.47	0.48

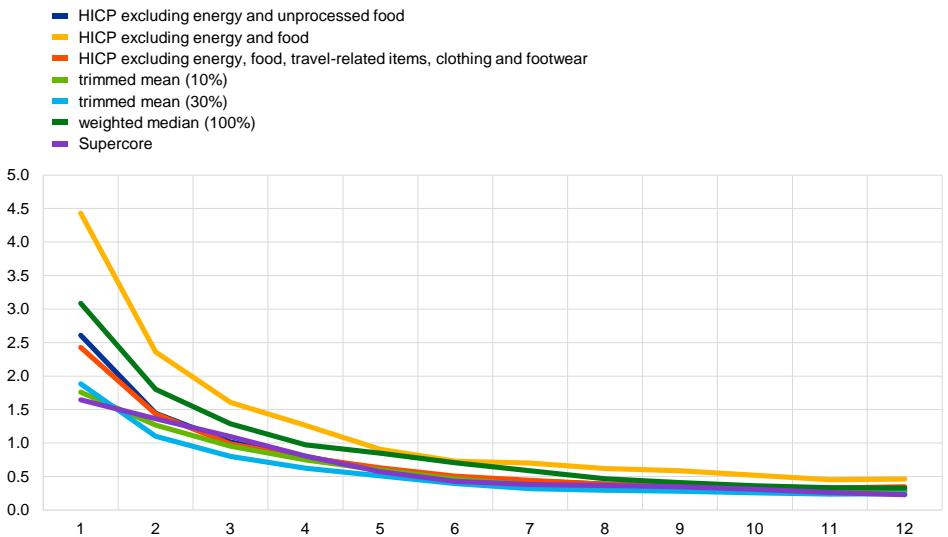
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Yet, measures of underlying inflation still exhibit volatility, making it challenging to determine whether a cyclical turning point has occurred. One way to investigate this more formally is to apply a measure typically used for assessing the business cycle, the “months for cyclical dominance” (MCD) measure. The MCD measure gives the number of months it takes on average for the signal from the cyclical component of a series to dominate the noise of the series (for the construction of the MCD measure, see the notes to Chart 6). Looking at the MCD for the underlying inflation measures that do not already explicitly embed a filter, the HICPX tends to be noisier and can take relatively longer before the cyclical signal dominates (see Chart 6).

Chart 6

Noise-to-signal ratios for the measures of underlying inflation

(x-axis: number of months; y-axis: ratio of the volatility of changes in the irregular component to the volatility of changes in the cyclical component)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The PCCI is not included as it already explicitly embeds a filter. The construction of the MCD measure involves several steps. For each measure of underlying inflation, the cyclical and error (noise) components of the year-on-year rates of inflation are first estimated using a fixed-length symmetric Baxter-King band-pass filter. Then, the following are calculated across lags of one to 12 months: (i) the standard deviation of the changes in the cyclical component (this should increase, the longer the lag); and (ii) the standard deviation of the changes in the irregular component (this should be broadly the same across lags). The MCD is the monthly lag for which the ratio of (ii) to (i) begins to be substantially lower than one (the threshold is set at 0.7). It can then be said that the change in the series between month t and month t -MCD would normally be in large part due to a cyclical movement. If the value of the measure of underlying inflation in month t is higher (lower) than its value in month t -MCD, this suggests an upswing (downswing). In general, the smoother the series in its raw form, the lower the MCD tends to be. Based on a sample from January 2000 (March 2003 for Supercore) to April 2018.

The measures of underlying inflation are biased to varying degrees, suggesting that none of the measures is entirely successful in isolating the more permanent component. The measures of underlying inflation should demonstrate a close coherence with the in-sample persistent component of the HICP inflation trend.¹¹⁰ If a measure does not capture well the latter, then its long-term average may diverge from that of headline inflation. The standard core measures (e.g. HICPX) tend to have a negative bias (pointing to lower than realised inflation over the whole period), partly reflecting that energy inflation has been relatively high on average over the sample period (see Table 2). In contrast, the more model-based measures (e.g. the PCCI and Supercore) tend to have a positive bias. In the case of Supercore, this may reflect that services items, which tend to have a higher inflation rate on average over time than non-energy industrial goods items, are more often selected as they tend to have a stronger link with the domestic business cycle. The bias of the trimmed means is relatively small over the full sample.

¹¹⁰ In this exercise, the proxy for trend inflation is defined as the annualised moving average of HICP inflation for two years centred at time t , i.e. it is equal to $1,200^*(p_{t+h} - p_{t-h})/(2^*h)$ where h is 12 months.

Table 2
In-sample accuracy of measures of underlying inflation

	(percentage points)							
	HICP excluding energy and food	HICP excluding energy and unprocessed food	HICP excluding energy, food, travel-related items, clothing and footwear	Trimmed mean (10%)	Trimmed mean (30%)	Weighted median (100%)	PCCI	Supercore
RMSE, January 2000-April 2018	0.70	0.67	0.69	0.56	0.58	0.58	0.55	
Bias, January 2000-April 2018	-0.32	-0.19	-0.30	0.06	0.00	-0.02	0.17	
RMSE, July 2007-April 2018	0.70	0.68	0.68	0.67	0.68	0.67	0.69	0.96
Bias, July 2007-April 2018	-0.14	-0.01	-0.12	0.21	0.17	0.17	0.32	0.11

Sources: Eurostat and ECB calculations.

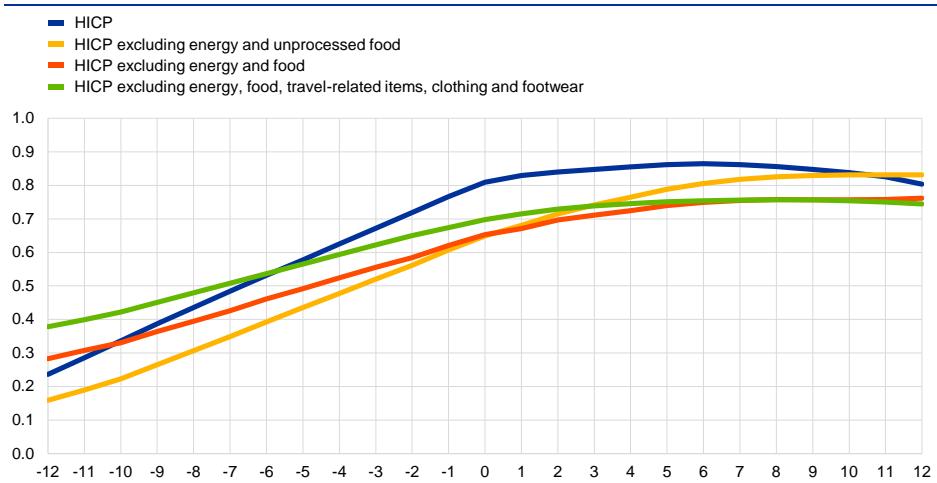
Notes: The RMSE is computed by evaluating the error incurred by each of the different measures at each specific time t to capture the inflation trend at time t . All measures of underlying inflation are computed in "real time", i.e. by considering only the information that would be available to the forecaster at time t . For example, in the case of Supercore, real-time vintages of the output gap are used.

The performance of the measures of underlying inflation in tracking the persistent component of headline inflation is episodic. The root mean squared error (RMSE) can be decomposed into two components, one due to the bias and another due to the ability of an index to track the month-on-month dynamics in the target variable. Over the full sample, the PCCI and the trimmed means tend to perform best in tracking the benchmark two-year moving average of inflation. In the case of the trimmed means, this partly reflects their relatively low bias. Notably, HICP inflation excluding energy and food performs relatively poorly. However, over the more recent period, the measures of underlying inflation generally have a broadly similar performance, with the exception of Supercore, which tends to have a somewhat higher RMSE.

Measures of underlying inflation tend to lag the benchmark. Coincidence, which is measured by the correlation of headline inflation and the measures of underlying inflation at various leads and lags with the two-year centred moving average of monthly inflation, can help to assess whether the measures provide a timely signal about inflationary pressure. Generally, the measures exhibit a lagging behaviour with respect to the benchmark (see Charts 7 and 8), which suggests that it may be challenging for these measures to accurately track the future development of the inflation trend. This can also be gauged with a more formal analysis of the out-of-sample predictive ability of the different measures.

Chart 7

Correlations of permanent exclusion measures with the two-year moving average of HICP inflation at 12 leads and lags

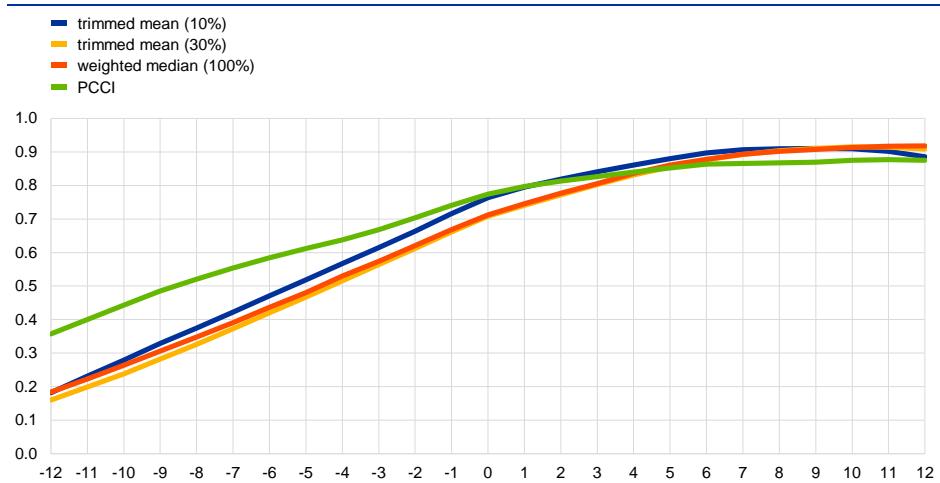


Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The sample period is January 2000 to April 2018. The x-axis indicates the number of lags for the permanent exclusion measures of underlying inflation, while the y-axis shows their correlation with the two-year centred moving average.

Chart 8

Correlations of temporary and frequency exclusion measures with the two-year moving average of HICP inflation at 12 leads and lags



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The sample period is January 2000 to April 2018. The Supercore measure is not included as vintages only begin in 2007. The x-axis indicates the number of lags for the temporary or frequency exclusion measures of underlying inflation, while the y-axis shows their correlation with the two-year centred moving average.

The predictive accuracy of the measures of underlying inflation varies strongly over time (see Table 3). The out-of-sample ability of the measures of underlying inflation to track the future development of the benchmark varies over the assessment sample.¹¹¹ According to statistical tests, the bias is not significantly

¹¹¹ The trend inflation target in month t is defined as the annualised HICP growth rate over the subsequent two years, i.e. it is equal to $1,200 \cdot (\bar{p}_{t+H} - \bar{p}_t)/H$ where H is 24 months.

different from zero¹¹² for any of the measures over the full sample or the shorter sample.¹¹³ Concerning more generally the significance of the differences in forecast accuracy across different measures, the HICP excluding energy and food is taken as a benchmark. While in the full sample the differences across measures turn out to be insignificant, in the shorter sample the trimmed means and the Supercore perform significantly worse than the HICPX.¹¹⁴ However, it should be stressed that the relative performances of all measures tend to vary considerably over different subsamples, suggesting that a range of measures should be monitored. It is also worth noting that combining all the measures into one composite index is not likely to be a much better solution to analysing the range; for example, all the measures of underlying inflation show a positive bias over the past decade which is even magnified in the more recent part of the decade, suggesting that an average of many measures would not have a much better performance.

Table 3
Out-of-sample accuracy of measures of underlying inflation

	(percentage points)							
	HICP excluding energy and food	HICP excluding energy and unprocessed food	HICP excluding energy, food, travel-related items, clothing and footwear	Trimmed mean (10%)	Trimmed mean (30%)	Weighted median (100%)	PCCI	Supercore
RMSE, January 2000- April 2018	0.84	0.90	0.78	1.00	0.92	0.87	0.79	
Bias, January 2000- April 2018	-0.25	-0.12	-0.23	0.15	0.08	0.06	0.24	
RMSE, July 2007- April 2018	0.87	1.01	0.79	1.29	1.26	1.08	1.04	1.08
Bias, July 2007- April 2018	0.01	0.16	0.03	0.39	0.35	0.35	0.49	0.28

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: All measures of underlying inflation are computed in "real time", i.e. by considering only the information that would be available to the forecaster at time t. See also the notes to Table 2. For example, in the case of Supercore, real-time vintages of the output gap are used.

Measures of underlying inflation should also satisfy some practical criteria.

Firstly, they should be available on a timely basis. Some of the measures (e.g. the HICP excluding energy, food, travel-related items, clothing and footwear, the PCCI and Supercore) can only be constructed when the full release of monthly data is available, which is generally about two weeks after the flash release. Also, the measures should ideally not be subject to data revision. Most of the measures are not revised but there are some notable exceptions. In particular, the PCCI series can be revised because the seasonal adjustment of the underlying data produces revisions over the whole sample with the introduction of each new observation. The Supercore series is revised not only as the seasonally adjusted series change, but

¹¹² For all the tests carried out in this section, 5% is the level considered to gauge statistical significance.

¹¹³ The significance of the bias terms is assessed by means of a t-test with heteroskedasticity and autocorrelation consistent standard errors.

¹¹⁴ A Diebold-Mariano test, again accounting for heteroskedasticity and autocorrelation consistent standard errors, is used to determine whether one measure performed statistically better than the HICP excluding energy and food.

also on account of the output gap series being revised over time (often quite substantially) and of the shifting out-of-sample forecast horizon.

It is also helpful if the measures of underlying inflation are sufficiently transparent that they can be easily communicated to the public. Developments in permanent exclusion measures can be easier to communicate as any divergence from headline inflation can be attributed to certain sub-components (e.g. energy). It can be somewhat more challenging in the case of temporary exclusion measures as, at any given point in time, it may be necessary to identify which items are excluded and explain if and how their outlying behaviour reflects the influence of temporary phenomena. The Supercore and the PCCI measures are based on statistical methodologies, which poses more communication challenges. Also, the results can sometimes be challenging to interpret. Overall, while some measures may have performed relatively well in tracking the benchmark inflation (e.g. the PCCI over certain periods), they may come with the downside of being more challenging to explain to the public.

Overall, there is no single measure that emerges as optimal across all criteria. The relative performance of the measures tends to be episodic. As individually the measures may not consistently give very precise or reliable signals, this calls for monitoring a wide range of measures of underlying inflation.

4 Conclusions

Measures of underlying inflation offer different perspectives and insights that together can be helpful in understanding developments in headline inflation.

Tracking developments in HICPX is useful during periods when there are large and temporary swings in energy and food prices. HICPX excluding travel-related items, clothing and footwear becomes very relevant when calendar effects are prominent. Indicators that exclude outliers can also at times play a useful complementary role. The Supercore indicator goes further by excluding those items that are estimated to be insensitive to domestic real economic conditions. Still, every item in the HICP is driven to some extent by permanent factors, albeit to a relatively small degree in some cases, and these items can contain useful information about underlying inflationary pressure. The PCCI dynamic factor model tries to exploit this by capturing the persistent component across all items of the HICP and across several euro area countries.

Empirical results suggest that no one measure of underlying inflation is superior in all situations as the performance of the indicators varies over time. In practice, each indicator comes with merits and shortcomings, which calls for monitoring the full range of measures of underlying inflation. Generally, measures of underlying inflation are only a first pass at quantifying underlying inflationary pressure over the medium term. They need to be complemented by a more structural examination of the driving forces in order to better understand the inflation process.

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	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje ²⁾ (HCPI)
							1	2					
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,9	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,3	1,8	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 II	1,0	0,8	0,2	0,5	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
III	1,0	0,8	0,5	0,5	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
IV	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 I	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	.	1,3	2,2	1,3
2017 dec.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 jan.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
feb.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1
mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,5	2,4	0,6	1,8	1,2
maj ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	2,8	2,4	.	.	1,9

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

3) 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
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4								
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0								
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,4	3,1	6,9								
2017 II	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,6	0,2	1,5	-0,6								
III	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,0	1,6								
IV	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,7	1,4								
2018 I	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,5	0,8	3,6								
2017 dec.	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,7	1,4								
2018 jan.	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,8	3,1								
feb.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,9	2,5	3,2								
mar.	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,5	0,8	3,6								
apr.	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	.	.	.								
maj	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	52,8	54,4	50,2	.	.	.								

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 četrteletni 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	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
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	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03
dec.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 jan.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
mar.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
apr.	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
maj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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
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	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
dec.	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 jan.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
mar.	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
apr.	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
maj	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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											
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 nov.	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1
dec.	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 jan.	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
feb.	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7
mar.	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
apr.	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
maj	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1

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)

Čez noč	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				
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾			Po začetni fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov ³⁾						
		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 5 let in do 10 let						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2017 maj	0,05	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87			
jun.	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87			
jul.	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88			
avg.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91			
sept.	0,05	0,44	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89			
okt.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88			
nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87			
dec.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83			
2018 jan.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,86	1,91	1,90	2,14	1,84			
feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,20	16,86	4,72	5,70	6,19	2,36	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84			
mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,64	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84			
apr. ^(p)	0,04	0,45	0,34	0,61	6,10	16,76	4,91	5,67	6,14	2,36	1,62	1,85	1,96	1,89	2,13	1,83			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo 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)

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja			
	do 2 let	Vezane			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona 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 leto	nad 1 leto						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2017 maj	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,40	1,76	1,74	1,76	1,20	1,47	1,64	1,76			
jun.	0,04	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,36	1,74	1,72	1,71	1,27	1,43	1,56	1,76			
jul.	0,04	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,38	1,75	1,75	1,76	1,23	1,34	1,67	1,74			
avg.	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75			
sept.	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73			
okt.	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73			
nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71			
dec.	0,04	0,06	0,32	2,36	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71			
2018 jan.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67			
feb.	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70			
mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73			
apr. ^(p)	0,03	0,06	0,34	2,34	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo 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)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2017 nov.	1.281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25
dec.	1.240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29
2018 jan.	1.270	532	153	.	77	447	61	400	195	38	.	41	91	36
feb.	1.276	540	148	.	80	444	65	351	172	38	.	34	78	30
mar.	1.284	541	140	.	84	453	67	378	167	53	.	41	84	33
apr.	1.300	539	150	.	93	450	69	391	177	49	.	43	73	49
Dolgoročne														
2015	15.249	3.786	3.285	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.352	3.560	3.140	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7
2017 nov.	15.373	3.594	3.129	.	1.188	6.819	643	227	55	64	.	23	77	8
dec.	15.352	3.560	3.140	.	1.190	6.819	642	212	46	93	.	14	52	6
2018 jan.	15.369	3.569	3.149	.	1.174	6.841	636	302	99	75	.	14	109	5
feb.	15.375	3.566	3.144	.	1.171	6.864	629	216	57	52	.	12	88	7
mar.	15.442	3.580	3.151	.	1.183	6.904	624	285	68	89	.	24	96	7
apr.	15.434	3.581	3.158	.	1.187	6.884	624	227	60	64	.	14	85	4

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)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			DFI	Nefinančne družbe, ki niso DFI				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2015	16.518,3	4.303,1	3.431,9	.	1.122,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	985,3	5.244,9		
2016	16.638,4	4.212,9	3.368,4	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1		
2017	16.591,6	4.079,1	3.295,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	613,6	1.261,9	6.079,3		
2017 nov.	16.654,7	4.120,6	3.282,4	.	1.268,4	7.279,8	703,5	8.001,5	638,4	1.248,2	6.114,8		
dec.	16.591,6	4.079,1	3.295,3	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	613,6	1.261,9	6.079,3		
2018 jan.	16.639,3	4.101,8	3.301,9	.	1.250,8	7.287,7	697,1	8.204,1	666,7	1.332,0	6.205,4		
feb.	16.650,6	4.106,3	3.292,1	.	1.251,5	7.307,4	693,4	7.920,3	639,8	1.291,9	5.988,6		
mar.	16.725,7	4.120,9	3.290,6	.	1.267,7	7.356,1	690,5	7.814,0	600,0	1.252,3	5.961,7		
apr.	16.734,4	4.119,1	3.308,0	.	1.280,4	7.334,0	692,8	8.141,4	621,0	1.351,3	6.169,1		
Stopnja rasti													
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6		
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4		
2017	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3		
2017 nov.	1,1	-0,7	-0,2	.	6,5	1,9	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1		
dec.	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3		
2018 jan.	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3		
feb.	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4		
mar.	1,5	-0,1	1,9	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4		
apr.	1,5	0,4	0,9	.	5,9	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5		

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; 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
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,9	88,4	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,1	89,4	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,9	90,1	112,0	90,0
2017 II	95,3	90,2	91,0	84,8	78,8	89,0	110,1	88,5
III	98,6	93,2	93,8	87,7	80,7	91,7	114,5	91,8
IV	98,6	93,2	93,5	87,5	80,5	91,5	115,0	92,0
2018 I	99,6	94,0	94,4	-	-	-	117,0	93,4
2017 dec.	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,1
2018 jan.	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	92,7
feb.	99,6	93,9	94,4	-	-	-	117,3	93,6
mar.	99,7	94,2	94,5	-	-	-	117,7	93,9
apr.	99,5	93,9	94,0	-	-	-	117,9	93,9
maj	98,1	92,9	92,6	-	-	-	116,6	93,2
% sprememba glede na predhodni mesec								
2018 maj	-1,4	-1,1	-1,5	-	-	-	-1,1	-0,8
% sprememba glede na predhodno leto								
2018 maj	2,6	2,6	1,3	-	-	-	5,6	4,9

Vir: ECB.

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

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvatska kuna	Češka korona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 II	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
III	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
IV	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 I	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2017 dec.	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 jan.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
feb.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
mar.	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
apr.	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
maj	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
% sprememba glede na predhodni mesec												
2018 maj	-2,7	-0,4	1,1	0,0	1,7	-2,0	2,2	0,6	-0,4	-0,3	-0,9	-3,8
% sprememba glede na predhodno leto												
2018 maj	-1,1	-0,5	-3,5	0,1	2,3	4,4	2,0	2,5	1,9	6,5	8,0	6,8

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna 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 zunanjji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2017 I	25.245,3	25.690,0	-444,7	11.172,4	9.021,1	8.225,5	10.715,6	-60,7	5.181,5	5.953,3	726,6	14.231,8
II	24.718,0	25.150,8	-432,8	10.918,3	8.790,0	8.148,6	10.598,6	-46,0	5.014,4	5.762,3	682,7	13.852,5
III	24.554,9	24.904,9	-350,0	10.603,8	8.508,0	8.314,0	10.609,1	-57,2	5.019,4	5.787,9	674,8	13.740,7
IV	24.648,1	24.798,0	-149,8	10.561,0	8.510,7	8.499,4	10.594,2	-51,2	4.969,3	5.693,0	669,7	13.514,5
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2017 IV	220,6	222,0	-1,3	94,5	76,2	76,1	94,8	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
<i>Transakcije</i>												
2017 II	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
III	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
IV	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2018 I	389,8	270,5	119,3	91,2	-1,0	147,5	113,2	-3,1	142,6	158,3	11,6	-
2017 okt.	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
nov.	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
dec.	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018 jan.	310,3	295,5	14,8	35,7	11,0	87,9	66,5	0,6	183,8	218,0	2,3	-
feb.	92,2	73,9	18,4	25,0	20,6	29,6	-16,3	0,8	37,0	69,5	-0,1	-
mar.	-12,7	-98,8	86,1	30,5	-32,6	30,0	63,0	-4,5	-78,2	-129,2	9,5	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2018 mar.	821,5	319,5	502,0	44,9	-108,2	610,0	344,6	-8,0	162,0	83,1	12,6	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2018 mar.	7,3	2,8	4,5	0,4	-1,0	5,4	3,1	-0,1	1,4	0,7	0,1	-

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾		
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Spremembe zalog ²⁾		Skupaj	Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2015	10.519,9	10.014,4	5.735,4	2.171,8	2.077,6	1.016,3	637,9	417,9	29,5	505,5	4.868,4	4.362,9
2016	10.789,4	10.286,2	5.870,3	2.222,4	2.189,1	1.051,7	674,4	457,5	4,4	503,2	4.958,0	4.454,8
2017	11.171,9	10.639,7	6.054,9	2.275,5	2.290,5	1.116,2	711,1	457,7	18,8	532,2	5.312,5	4.780,3
2017 II	2.782,5	2.657,3	1.510,1	566,9	573,7	278,1	176,0	118,2	6,6	125,2	1.315,0	1.189,8
III	2.811,2	2.672,3	1.518,1	571,2	574,3	280,7	179,6	112,6	8,7	138,9	1.331,8	1.192,9
IV	2.836,0	2.689,7	1.528,5	575,3	584,4	285,6	184,0	113,3	1,6	146,3	1.368,4	1.222,1
2018 I	2.854,9	2.715,0	1.542,8	577,1	590,9	291,3	183,8	114,4	4,1	139,9	1.367,5	1.227,6
<i>Odstotek BDP</i>												
2017	100,0	95,2	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,8	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>												
2017 II	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	1,1	2,0	4,1	-	-	1,1	1,6
III	0,7	0,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	1,9	-5,0	-	-	1,5	0,5
IV	0,7	0,3	0,2	0,3	1,3	1,0	2,4	0,4	-	-	2,2	1,5
2018 I	0,4	0,6	0,5	0,0	0,5	1,1	-0,5	0,7	-	-	-0,4	-0,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	-	-	3,3	4,6
2017	2,4	1,9	1,6	1,2	3,2	3,7	5,0	-0,7	-	-	5,3	4,3
2017 II	2,5	2,3	1,9	1,1	3,7	4,4	4,3	1,1	-	-	4,7	4,5
III	2,8	2,0	1,8	1,4	2,7	4,0	6,0	-4,7	-	-	5,9	4,4
IV	2,8	1,6	1,4	1,3	3,2	4,2	7,4	-5,0	-	-	6,6	4,3
2018 I	2,5	2,0	1,5	1,2	3,6	3,6	6,1	-0,1	-	-	4,5	3,5
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2017 II	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
III	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
IV	0,7	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-	-
2018 I	0,4	0,5	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,2	-0,4	-	-
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,4	0,3	0,0	0,1	0,6	-	-
2017 II	2,5	2,2	1,0	0,2	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,3	-	-
III	2,8	1,9	1,0	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	-	-
IV	2,8	1,6	0,8	0,3	0,7	0,4	0,5	-0,2	-0,1	1,3	-	-
2018 I	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,4	0,4	0,0	0,1	0,6	-	-

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 (četrtletni 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 nepremičnimi nameni	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)												
2015	9.447,6	154,6	1.903,1	468,9	1.786,4	432,9	463,6	1.070,6	1.029,9	1.808,4	329,3	1.072,2
2016	9.679,3	151,3	1.939,9	487,8	1.830,6	450,8	452,3	1.096,9	1.076,6	1.855,4	337,7	1.110,1
2017	10.016,3	163,9	2.000,7	513,7	1.912,2	467,4	445,8	1.130,2	1.131,8	1.904,3	346,3	1.155,5
2017 II	2.494,7	40,8	497,7	127,9	477,3	116,6	111,2	281,4	281,1	474,5	86,2	287,8
III	2.521,0	41,0	504,6	129,7	481,1	117,6	111,9	284,1	285,4	478,4	87,2	290,2
IV	2.542,7	41,6	511,4	131,8	484,9	118,5	111,4	285,5	288,7	481,5	87,6	293,3
2018 I	2.558,2	41,6	512,2	134,2	488,3	119,3	111,9	287,8	291,5	483,5	88,1	296,7
Odstotek dodane vrednosti												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,3	19,0	3,5	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrletne spremembe v odstotkih												
2017 II	0,7	0,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,2	0,2	1,0	0,5	0,4	0,8
III	0,8	0,0	1,5	0,5	0,5	1,4	-0,1	0,5	0,8	0,5	0,8	0,2
IV	0,7	0,2	1,6	1,1	0,7	0,7	0,1	0,2	0,8	0,2	0,1	0,5
2018 I	0,4	1,5	-0,3	0,7	0,8	0,8	-0,2	0,4	0,7	0,2	0,2	0,6
Medletne spremembe v odstotkih												
2015	1,9	3,0	3,8	0,7	2,0	3,5	-0,4	0,6	3,0	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,8	1,9	1,3	1,9	3,2	0,6	0,8	3,1	1,4	1,5	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	3,0	3,3	4,7	-1,2	1,3	4,0	1,3	1,2	2,4
2017 II	2,5	0,4	3,1	3,3	3,6	5,2	-1,4	1,2	3,6	1,3	1,1	2,9
III	2,8	0,8	4,0	3,4	3,7	4,7	-1,2	1,6	4,4	1,5	1,6	2,5
IV	2,9	1,8	4,6	4,2	3,4	4,3	-0,3	1,5	4,3	1,3	1,4	1,9
2018 I	2,6	1,8	3,9	3,5	2,9	3,8	0,0	1,4	3,4	1,4	1,4	2,2
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2017 II	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2018 I	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2015	1,9	0,1	0,7	0,0	0,4	0,2	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	0,3	0,1	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2017 II	2,5	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
III	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	-
IV	2,9	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,0	-
2018 I	2,6	0,0	0,8	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

(četrtletni 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 gospodarske službe	Grad-beništvo	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	13
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,3	1,6	-0,4	0,9	2,7	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,2	0,6	-0,3	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,6	1,7	3,2	-1,0	1,8	3,3	1,3	1,3
2017 II	1,6	2,0	-0,6	0,4	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,9	1,8	3,2	1,2	1,5
III	1,7	2,1	-0,5	-0,8	1,4	1,8	1,8	3,0	-1,0	1,6	3,3	1,2	2,2
IV	1,6	1,9	-0,5	-0,8	1,4	2,3	1,4	3,1	-1,4	1,9	3,3	1,2	0,9
2018 I	1,4	1,8	-0,9	-0,9	1,5	1,9	1,4	2,5	-0,8	2,2	3,1	1,1	0,4
<i>Opravljenih delovnih ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,5	19,5	4,3	15,3	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	80,9	19,1	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	1,1	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,5	1,0	2,6	-0,3	1,2	2,7	1,1	1,0
2016	1,4	1,7	0,0	-0,3	0,7	0,1	1,7	2,4	0,7	2,4	3,1	1,3	1,0
2017	1,3	1,8	-0,7	-1,1	1,1	1,5	1,4	3,0	-1,3	1,9	3,1	1,0	0,8
2017 II	1,4	1,9	-0,5	-1,1	1,2	1,2	1,7	3,5	-1,5	1,7	3,0	1,0	0,7
III	1,7	2,2	-0,4	-1,1	1,7	1,9	1,9	3,0	-0,9	1,5	3,4	1,1	1,7
IV	1,7	2,2	-0,6	-0,8	2,0	3,2	1,4	3,0	-1,6	3,0	3,4	1,2	0,4
2018 I	1,3	1,8	-1,1	-1,4	1,5	2,0	1,2	2,1	-1,0	2,9	2,8	1,1	0,0
<i>Opravljenih delovnih ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	0,1	0,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,9	0,0	0,4	0,1	0,0	0,5
2016	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	-0,1	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,6
2017 II	-0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8
III	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
IV	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,0	-0,1	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,6
2018 I	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4

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	% delovne sile	V	milijonih	V	milijonih	% delovne sile	% vseh del. mest			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
% od skupaj v letu 2016	100,0			81,7		18,3		52,2		47,8						
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,301	9,8	3,164	22,3	9,260	10,7	8,205	11,1	1,5		
2016	162,012	4,3	16,253	10,0	5,0	13,289	9,0	2,965	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7		
2017	162,635	4,1	14,760	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,634	8,7	7,126	9,5	1,9		
2017 II	162,351	4,2	14,851	9,1	4,5	12,132	8,2	2,720	19,2	7,684	8,8	7,168	9,5	1,9		
III	163,317	4,0	14,606	9,0	4,2	11,967	8,0	2,639	18,5	7,579	8,6	7,028	9,3	1,9		
IV	163,107	3,9	14,226	8,7	4,2	11,669	7,8	2,557	17,9	7,332	8,4	6,894	9,1	2,0		
2018 I	.	.	14,028	8,6	.	11,536	7,8	2,492	17,5	7,219	8,2	6,809	9,0	2,1		
2017 nov.	-	-	14,213	8,7	-	11,665	7,8	2,548	17,9	7,318	8,4	6,895	9,1	-		
dec.	-	-	14,129	8,7	-	11,601	7,8	2,528	17,8	7,282	8,3	6,846	9,1	-		
2018 jan.	-	-	14,138	8,7	-	11,622	7,8	2,516	17,6	7,275	8,3	6,863	9,1	-		
feb.	-	-	14,010	8,6	-	11,504	7,7	2,506	17,6	7,230	8,2	6,779	9,0	-		
mar.	-	-	13,936	8,6	-	11,483	7,7	2,453	17,3	7,151	8,2	6,785	9,0	-		
apr.	-	-	13,880	8,5	-	11,446	7,7	2,433	17,2	7,113	8,1	6,767	9,0	-		

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- triiji	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	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
	Medletne spremembe v odstotkih												
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,7	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 II	2,5	2,6	3,3	2,2	2,0	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,2	1,4	6,0
III	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5
IV	4,1	4,7	5,4	6,0	2,2	-0,5	2,7	9,5	2,0	0,8	3,1	0,0	6,3
2018 I	3,1	3,5	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,4	1,5	1,4	1,9	0,0	5,3
2017 nov.	4,8	5,5	4,9	9,1	0,5	-0,6	2,8	10,4	3,7	1,7	5,7	0,4	8,6
dec.	5,1	5,6	6,2	7,7	2,1	1,2	2,0	9,0	2,2	1,3	3,0	-0,1	4,4
2018 jan.	3,6	6,0	5,1	8,6	3,2	-9,7	6,9	9,1	1,4	0,0	3,0	-1,3	6,4
feb.	2,6	2,3	2,7	2,0	1,9	4,9	0,2	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8
mar.	3,2	2,4	1,7	3,0	2,0	8,7	0,8	4,6	1,5	2,3	0,8	0,5	4,8
apr.	1,7	2,0	0,8	4,3	0,7	-0,7	.	1,7	0,4	3,2	-0,7	2,7	
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)												
2017 nov.	1,5	1,4	0,7	2,7	0,5	2,5	0,3	1,8	2,1	1,2	3,1	0,4	4,5
dec.	-0,2	-0,4	1,0	-1,7	0,1	0,6	1,0	1,6	-1,0	-0,2	-1,8	-0,5	0,4
2018 jan.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	0,5	-6,2	-0,7	-2,1	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	0,1
feb.	-0,8	-1,9	-0,8	-3,4	-1,2	6,9	-0,7	-0,4	0,3	1,1	-0,3	1,0	-0,6
mar.	0,6	0,5	-0,1	-0,4	1,5	1,0	-0,3	-0,9	0,4	0,6	-0,2	-0,4	-0,1
apr.	-0,9	-0,3	-0,8	1,9	-1,6	-5,0	.	0,1	-0,7	1,7	-0,8	-2,0	

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)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)							Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)				
	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v storitvenih dejavnostih	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 II	109,5	3,8	83,0	-2,8	-4,8	1,8	13,0	89,9	57,0	58,3	56,0	56,6
III	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
IV	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 I	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 dec.	115,2	9,5	-	0,5	3,2	4,8	16,9	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 jan.	114,9	9,7	84,5	1,4	4,7	4,1	15,9	90,4	59,6	61,1	58,0	58,8
feb.	114,3	8,8	-	0,1	4,2	3,5	16,9	-	58,6	59,6	56,2	57,1
mar.	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
apr.	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
maj	112,5	6,8	-	0,2	7,0	0,7	14,3	-	55,5	54,8	53,8	54,1

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja zadolženosti	Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
	kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,3	0,9	32,4	4,9	132,1	2,9	7,2	1,6
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	2,5	33,2	6,3	134,4	4,4	4,8	2,3
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	4,5	33,0	7,7	134,5	4,0	6,1	2,1
2017 I	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,0	7,1	134,6	4,6	10,1	2,6
II	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	4,7	32,9	6,4	133,3	4,2	10,2	2,5
III	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	5,2	33,2	6,5	132,0	4,3	4,1	2,6
IV	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	6,0	33,5	6,9	131,7	3,7	3,4	2,2

Viri: ECB in Eurostat.

1) Na podlagi kumulirane vsote prihrankov in razpoložljivega bruto dohodka štirih četrtletij (prilagojeno za spremembo neto kapitala gospodinjstev v 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 poslovnom računovodstvu.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.8 Plačilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalski račun (v milijardah EUR; desezonirano, če ni navedeno drugače; transakcije)

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2017 II	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
III	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
IV	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2018 I	984,9	876,5	108,5	584,4	496,1	217,3	189,8	156,1	134,4	27,2	56,1	8,8	7,6
2017 okt.	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
nov.	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
dec.	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018 jan.	330,8	291,1	39,7	196,9	167,6	71,9	63,0	53,0	42,2	8,9	18,3	2,9	1,8
feb.	324,6	287,9	36,8	192,8	164,1	71,8	62,6	51,7	44,9	8,3	16,4	2,2	1,6
mar.	329,5	297,5	32,0	194,7	164,4	73,6	64,2	51,3	47,4	9,9	21,4	3,7	4,2
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2018 mar.	3.935,5	3.527,8	407,7	2.311,2	1.953,0	858,3	754,8	657,5	566,5	108,5	253,4	35,1	43,8
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2018 mar.	34,9	31,3	3,6	20,5	17,3	7,6	6,7	5,8	5,0	1,0	2,2	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	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Nafta
				3	4	5		6	7	8	9	10	11		
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2017 II	5,4	10,2	545,6	257,2	112,7	162,8	456,5	489,0	276,1	81,2	124,0	355,5	52,3		
III	6,0	7,9	547,2	257,0	114,6	164,2	459,8	486,1	273,1	80,9	123,0	355,0	48,4		
IV	6,1	7,6	562,0	267,8	115,8	167,1	471,6	500,3	285,0	81,2	125,0	359,6	58,9		
2018 I	2,5	1,4	562,5	.	.	.	470,9	500,3	.	.	.	353,1	.		
2017 okt.	9,0	10,8	181,1	86,7	36,5	54,1	151,9	163,5	92,6	27,2	41,3	119,2	17,7		
nov.	8,6	9,3	188,9	90,2	38,8	56,0	158,0	168,2	95,2	27,4	42,3	120,2	19,7		
dec.	0,9	2,6	192,0	91,0	40,5	57,0	161,7	168,6	97,2	26,5	41,3	120,3	21,5		
2018 jan.	9,0	5,9	190,2	92,4	38,0	56,7	158,8	170,2	98,2	27,6	41,5	120,2	23,1		
feb.	2,8	1,1	185,4	90,0	37,3	54,7	155,5	164,4	95,4	25,8	40,1	116,5	21,5		
mar.	-2,9	-2,5	186,9	.	.	.	156,6	165,7	.	.	.	116,4	.		
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2017 II	1,5	2,5	122,4	121,0	121,7	125,4	122,1	112,9	112,9	113,3	114,3	116,5	104,7		
III	3,8	3,4	123,8	121,9	124,8	128,1	124,0	114,3	114,1	115,3	114,0	117,8	100,3		
IV	4,5	3,9	126,4	125,6	125,5	130,4	126,9	114,6	114,7	113,1	115,2	118,2	106,5		
2018 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 sept.	3,1	1,3	125,8	124,1	128,8	128,3	126,2	113,8	113,4	115,8	114,2	117,4	98,2		
okt.	7,0	7,7	122,8	122,7	120,4	126,3	123,0	114,8	114,8	117,0	115,2	119,2	102,6		
nov.	6,8	4,2	127,6	126,6	126,1	132,1	127,6	115,3	114,4	115,3	116,6	118,3	105,2		
dec.	-0,2	-0,3	128,9	127,5	130,1	132,7	130,0	113,7	114,9	107,1	113,9	117,0	111,7		
2018 jan.	8,5	5,0	127,5	128,3	122,7	132,8	127,7	114,1	114,8	112,7	114,1	116,9	114,2		
feb.	3,4	1,9	125,1	126,0	121,8	128,5	125,8	112,5	113,4	109,1	112,4	115,4	110,8		

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 razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj (desezonirano; spremembra v odstotkih glede na prejšnje obdobje) ²⁾							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijsko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 II	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,6	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3
III	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
IV	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 I	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
2017 dec.	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 jan.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9
feb.	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8
mar.	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
apr.	103,3	1,2	0,7	1,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
maj ³⁾	103,8	1,9	1,1	.	1,6	0,5	0,0	0,9	0,0	2,2	0,4	.	.
Blago													
Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobakčnimi izdelki)				Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti	Najemnine	20	21	22	23	24	25	
% od skupaj v letu 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1	
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	
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7	
2017 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	
III	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8	
IV	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4	
2018 I	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2	
2017 dec.	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4	
2018 jan.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2	
feb.	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1	
mar.	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2	
apr.	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2	
maj ³⁾	2,6	2,6	2,5	.	0,2	6,1	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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 emergentov.

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj ²⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ²⁾				
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov															
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo			Ener- genti										
% od skupaj v letu 2015	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9									
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	2,3					
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	5,0					
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	5,1					
2017 II	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	4,2					
III	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	5,7					
IV	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	6,6					
2018 I	102,5	1,8	1,6	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,3	.	.	.					
2017 nov.	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	1,0	1,5	2,1	0,3	5,2	-	-	-					
dec.	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	-	-	-					
2018 jan.	102,4	1,6	2,0	1,8	2,8	0,9	1,0	1,3	0,4	1,1	-	-	-					
feb.	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	2,0	-	-	-					
mar.	102,6	2,1	1,6	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,8	-	-	-					
apr.	102,6	2,0	1,9	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,8	-	-	-					

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)

Skupaj (deset- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)						
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾		Tehtano z uvozom ²⁾			Tehtano s porabo ²⁾			
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
% od skupaj	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	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	0,5	0,7	-1,5	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	108,0	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,3	17,5
2017 II	107,9	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	2,2	3,2	45,6	7,0	-2,7	18,4	6,8	-2,4	20,1
III	108,2	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5	1,4	2,1	44,0	1,9	-7,5	12,3	2,6	-5,8	13,5
IV	108,4	1,2	1,5	1,4	1,3	1,5	1,2	1,8	52,2	-2,6	-9,6	4,6	-0,1	-5,4	6,3
2018 I	108,7	1,3	1,4	1,3	1,3	1,7	0,3	0,4	54,6	-9,0	-14,6	-3,6	-7,7	-12,8	-1,9
2017 dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-7,0	-13,3	-1,0	-5,1	-10,4	1,0
2018 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-8,1	-16,2	-0,2	-6,4	-13,5	2,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,5	-14,7	-4,6	-7,8	-12,4	-2,6
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,9	-6,0	-8,8	-12,4	-4,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-5,0	-10,4	0,1	-5,3	-11,3	1,5
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,9

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 živiljenjskih 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	
1999-2014	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8	
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6	
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6	
2017 II	7,5	4,1	5,7	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5	
III	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4	
IV	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1	
2018 I	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9	
2017 dec.	13,4	7,3	7,9	8,8	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0	
2018 jan.	13,0	7,1	9,0	10,6	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6	
feb.	12,6	6,5	9,4	10,2	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9	
mar.	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1	
apr.	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8	
maj	9,3	7,3	9,1	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0	

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⁾
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7
v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7		
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,4	1,5
2017 II	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,7	1,5
III	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,0	1,5
IV	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,1	1,6
2018 I	.	.	.	.	.	.	.	1,9

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)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavkami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2015	104,8	0,4	-3,0	-1,5	0,6	0,7	0,7	0,7	2,6	1,4	1,3	1,7
2016	105,6	0,7	2,1	0,0	0,1	1,2	-0,3	1,7	3,5	0,3	1,3	1,1
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	1,4	4,4	1,6	1,6	1,6
2017 II	106,2	0,7	0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	1,8	5,5	2,0	1,6	1,8
III	106,3	0,5	-0,4	-1,1	-0,5	0,0	0,8	1,1	3,8	1,5	1,3	1,4
IV	106,6	0,6	-0,8	-1,3	-0,1	-0,2	0,7	0,0	4,5	1,5	1,7	1,4
2018 I	107,0	0,8	-0,3	-0,7	-0,2	0,5	1,1	0,8	4,1	2,2	1,3	1,3
Sredstva za zaposlene												
2015	108,2	1,5	1,1	2,1	1,2	1,5	2,6	0,7	2,3	1,7	1,2	1,8
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,4	0,2	2,3	2,1	0,5	1,2	1,8
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,6	1,2	3,9	2,3	1,6	1,5
2017 II	111,0	1,5	0,8	1,4	1,9	1,4	1,6	1,3	4,8	2,3	1,7	1,5
III	111,4	1,6	1,2	1,5	1,1	1,9	2,4	0,8	3,7	2,6	1,5	0,8
IV	112,2	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,1	4,0	2,5	1,8	1,9
2018 I	112,6	1,9	2,5	1,7	1,4	2,0	2,3	1,7	3,2	2,5	1,6	2,3
Produktivnost dela na zaposlenega												
2015	103,2	1,1	4,2	3,6	0,6	0,7	1,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	0,1
2016	103,7	0,4	-1,6	1,3	1,6	0,2	0,5	0,6	-1,3	0,2	0,0	0,8
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,4	1,5	1,5	-0,2	-0,5	0,7	0,1	-0,1
2017 II	104,5	0,9	0,0	1,9	2,2	1,8	1,8	-0,4	-0,6	0,3	0,1	-0,4
III	104,8	1,1	1,6	2,6	1,6	1,9	1,6	-0,3	-0,1	1,1	0,2	-0,5
IV	105,3	1,3	2,6	3,1	1,9	1,9	1,2	1,1	-0,4	0,9	0,1	0,4
2018 I	105,3	1,1	2,8	2,4	1,6	1,4	1,3	0,9	-0,8	0,3	0,3	1,0
Sredstva za delovno uro												
2015	110,0	1,4	1,2	1,7	0,7	1,6	1,6	0,7	1,6	1,3	1,3	1,6
2016	111,3	1,1	0,0	1,2	1,6	1,1	0,4	1,7	2,0	0,2	1,4	1,6
2017	113,2	1,7	0,9	1,6	1,4	1,8	1,6	1,5	3,7	2,3	1,9	1,8
2017 II	112,7	1,7	1,9	1,3	1,6	1,5	1,4	1,9	5,2	2,2	1,9	2,2
III	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,7	2,0	0,8	3,6	2,3	1,7	1,1
IV	113,8	1,5	1,0	1,1	0,9	1,5	1,7	1,2	2,6	2,2	1,7	2,0
2018 I	114,4	1,9	2,3	1,6	0,9	2,1	2,6	1,8	2,4	2,6	1,6	2,3
Produktivnost dela na uro												
2015	105,3	1,0	3,5	3,3	0,2	1,0	0,9	-0,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,6	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	-1,6	0,1	0,1	0,6
2017	106,9	1,1	2,0	1,9	1,5	1,9	1,7	0,1	-0,6	0,9	0,3	0,4
2017 II	106,6	1,1	1,5	1,9	2,1	1,9	1,7	0,1	-0,5	0,5	0,3	0,5
III	106,8	1,1	1,9	2,2	1,5	1,8	1,6	-0,3	0,0	1,0	0,4	0,0
IV	107,4	1,1	2,6	2,6	1,0	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	0,1	1,0
2018 I	107,6	1,3	3,3	2,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-1,5	0,6	0,4	1,4

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											
	M2				M3-M2							
	M1		Vezane 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	12
Stanja												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.083,9	7.159,0	1.329,6	2.221,2	3.550,8	10.709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11.399,0
2017	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2017 II	1.095,5	6.383,9	7.479,3	1.259,8	2.237,4	3.497,2	10.976,6	68,2	513,7	76,8	658,6	11.635,2
III	1.104,8	6.531,0	7.635,8	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11.785,8
IV	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2018 I	1.113,4	6.736,7	7.850,1	1.171,3	2.265,9	3.437,2	11.287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,2
2017 nov.	1.110,2	6.613,1	7.723,3	1.201,8	2.258,9	3.460,7	11.184,0	78,4	518,8	77,5	674,8	11.858,8
dec.	1.112,0	6.636,6	7.748,6	1.194,4	2.261,2	3.455,5	11.204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11.864,9
2018 jan.	1.114,5	6.679,0	7.793,4	1.198,0	2.263,9	3.461,9	11.255,3	74,7	514,5	61,6	650,9	11.906,2
feb.	1.115,6	6.713,2	7.828,7	1.178,5	2.265,4	3.443,9	11.272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
mar.	1.113,4	6.736,7	7.850,1	1.171,3	2.265,9	3.437,2	11.287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11.939,2
apr. ^(p)	1.122,2	6.752,3	7.874,4	1.159,4	2.270,0	3.429,5	11.303,9	81,9	511,4	74,8	668,1	11.972,0
Transakcije												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	37,1	588,2	625,3	-111,8	36,3	-75,5	549,8	6,7	-13,7	-19,0	-26,0	523,8
2017 II	7,8	155,5	163,3	-36,7	11,3	-25,4	137,9	-5,6	-17,5	-19,3	-42,5	95,5
III	9,5	157,0	166,5	-32,6	10,8	-21,8	144,7	-1,1	16,8	3,2	19,0	163,7
IV	7,2	108,9	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,4	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,5
2018 I	1,4	104,2	105,6	-21,4	6,0	-15,4	90,2	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,7
2017 nov.	0,1	69,3	69,4	-7,9	0,4	-7,5	61,9	9,8	-9,4	5,2	5,6	67,5
dec.	1,9	26,0	27,8	-6,4	2,3	-4,2	23,6	-2,6	-9,5	-2,0	-14,1	9,5
2018 jan.	2,4	49,0	51,5	6,3	4,3	10,6	62,0	-0,6	5,1	-13,0	-8,5	53,5
feb.	1,1	30,0	31,1	-21,1	1,1	-20,0	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
mar.	-2,2	25,2	23,0	-6,6	0,6	-5,9	17,1	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,7
apr. ^(p)	8,8	12,2	21,0	-12,4	4,1	-8,3	12,7	7,5	5,7	-0,4	12,8	25,5
Stopnje rasti												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2017 II	3,9	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,3	-0,9	4,9
III	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,5	-13,2	5,6	-11,3	1,2	5,2
IV	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 I	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
2017 nov.	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-19,6	-0,6	4,9
dec.	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 jan.	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,8	-5,1	4,6
feb.	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,3	-5,3	4,3
mar.	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
apr. ^(p)	2,8	7,8	7,0	-8,3	1,8	-1,9	4,2	11,6	-1,5	-6,0	-0,6	3,9

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; desezonirano; 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													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2017 II	2.190,1	1.732,1	293,6	158,0	6,4	6.189,3	3.560,7	600,8	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
III	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
IV	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2018 I	2.256,9	1.818,8	273,4	157,2	7,6	6.375,2	3.781,0	542,7	2.050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
2017 nov.	2.247,7	1.798,0	282,2	159,6	7,9	6.295,1	3.682,1	568,5	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
dec.	2.243,1	1.786,8	287,0	159,8	9,5	6.301,7	3.697,5	561,5	2.042,0	0,6	1.010,8	202,2	409,9
2018 jan.	2.283,5	1.823,4	291,9	157,7	10,5	6.329,6	3.724,4	556,1	2.047,4	1,7	986,0	203,8	412,7
feb.	2.266,6	1.812,6	287,0	158,1	8,9	6.359,5	3.760,1	548,7	2.048,9	1,8	982,3	207,9	413,7
mar.	2.256,9	1.818,8	273,4	157,2	7,6	6.375,2	3.781,0	542,7	2.050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
apr. ^(p)	2.270,2	1.837,5	269,5	155,6	7,6	6.405,8	3.808,6	539,3	2.056,1	1,8	956,1	211,5	420,0
Transakcije													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,9	180,6	-2,8	-0,1	1,1	254,1	303,8	-81,8	33,4	-1,3	53,7	5,8	27,0
2017 II	39,2	43,3	-4,8	0,7	0,0	55,4	66,2	-20,3	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
III	35,1	41,7	-5,8	0,3	-1,1	66,0	75,1	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
IV	23,5	16,6	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,2	2,1	-8,9
2018 I	16,6	34,0	-12,7	-2,7	-1,9	75,8	83,9	-18,5	9,5	0,9	-18,1	7,6	3,0
2017 nov.	17,9	13,2	2,0	0,3	2,4	2,2	9,1	-7,0	0,3	-0,2	52,4	5,6	-6,5
dec.	-4,2	-11,0	5,2	0,1	1,5	8,2	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,6	-5,1	-2,4
2018 jan.	44,7	39,5	6,2	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-20,8	1,6	2,8
feb.	-19,3	-12,4	-5,6	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-6,4	3,9	0,9
mar.	-8,7	6,8	-13,3	-0,9	-1,3	16,1	21,1	-5,9	1,2	-0,3	9,1	2,1	-0,6
apr. ^(p)	11,2	17,3	-4,5	-1,6	0,1	29,9	27,2	-3,7	6,1	0,3	-38,4	1,8	6,9
Stopnje rasti													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 II	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,3	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
III	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
IV	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 I	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
2017 nov.	8,5	12,0	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,3	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
dec.	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 jan.	8,5	10,8	-0,5	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4
feb.	6,8	9,0	-2,9	0,2	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
mar.	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
apr. ^(p)	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,2	4,1	8,4	-11,9	1,7	-40,6	1,7	7,1	5,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 preražvrstile 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)

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)		
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Stanja		Posojila				Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾	Zavarovalnicam in pokojninskim skladom		
					Skupaj	Prilagojena posojila ²⁾								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,7	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4		
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.877,7	10.708,3	10.979,2	4.313,5	5.447,3	834,7	112,7	1.385,4	784,0		
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5		
2017 II	4.463,8	1.064,5	3.385,1	13.001,0	10.766,8	11.050,4	4.302,0	5.520,2	831,9	112,7	1.437,8	796,4		
III	4.548,2	1.050,5	3.483,6	13.049,0	10.816,1	11.103,7	4.305,0	5.554,6	844,7	111,9	1.439,0	794,0		
IV	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5		
2018 I	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.198,0	10.947,9	11.236,9	4.347,0	5.632,0	856,8	112,0	1.466,2	783,8		
2017 nov.	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.121,6	10.888,7	11.170,0	4.344,5	5.581,1	848,1	115,0	1.427,1	805,8		
dec.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,0	10.872,5	11.169,8	4.325,1	5.597,8	840,8	108,8	1.440,1	801,5		
2018 jan.	4.597,3	1.031,1	3.552,0	13.187,7	10.933,5	11.230,6	4.353,4	5.604,3	863,3	112,5	1.453,3	800,9		
feb.	4.598,8	1.023,2	3.561,3	13.188,8	10.936,6	11.225,4	4.349,3	5.615,0	858,5	113,8	1.459,4	792,7		
mar.	4.600,8	1.021,1	3.565,9	13.198,0	10.947,9	11.236,9	4.347,0	5.632,0	856,8	112,0	1.466,2	783,8		
apr. ^(p)	4.595,7	1.020,9	3.560,3	13.254,3	10.968,5	11.261,7	4.360,1	5.642,8	847,7	117,9	1.482,9	802,9		
Transakcije														
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5		
2016	488,3	-34,6	522,8	317,1	234,2	258,2	81,5	120,3	43,6	-11,1	78,8	4,1		
2017	289,5	-43,1	331,9	361,8	272,9	316,3	81,9	173,7	20,9	-3,6	64,0	24,9		
2017 II	34,0	-5,4	39,4	55,6	24,5	49,4	0,5	34,6	-10,6	0,0	19,3	11,8		
III	88,6	-10,8	99,5	74,6	76,2	86,7	21,2	40,8	14,9	-0,7	2,3	-3,9		
IV	89,8	-15,9	105,6	88,4	75,8	93,7	33,8	48,8	-3,7	-3,0	5,8	6,8		
2018 I	-39,6	-10,6	-28,9	116,4	103,1	97,3	40,5	39,7	19,6	3,3	28,7	-15,4		
2017 nov.	21,0	-1,2	22,2	44,1	35,7	32,7	15,8	18,8	-1,8	2,9	0,3	8,1		
dec.	64,5	-9,0	73,4	5,8	-4,3	16,2	-9,4	18,7	-7,4	-6,2	14,2	-4,1		
2018 jan.	-29,9	-0,7	-29,5	83,3	70,2	68,1	33,5	7,7	25,4	3,7	14,8	-1,6		
feb.	2,5	-7,7	10,1	1,9	0,7	-3,5	-5,9	10,9	-5,6	1,3	6,5	-5,3		
mar.	-12,1	-2,2	-9,5	31,1	32,2	32,7	12,9	21,1	-0,2	-1,7	7,4	-8,4		
apr. ^(p)	-3,7	-0,2	-4,1	46,3	15,8	18,3	12,8	11,4	-14,3	5,8	16,6	13,9		
Stopnje rasti														
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2		
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,5		
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2		
2017 II	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4		
III	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6		
IV	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2		
2018 I	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1		
2017 nov.	6,8	-3,7	10,4	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4		
dec.	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2		
2018 jan.	5,4	-4,4	8,7	3,1	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,7	2,3		
feb.	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1		
mar.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1		
apr. ^(p)	3,2	-4,1	5,5	3,0	2,8	3,1	2,4	3,0	3,2	3,7	5,1	1,8		

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) 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.
- 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 skladji.
- 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		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila	
	Prilagojena posojila ⁴⁾					Prilagojena posojila ⁴⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stanja										
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.313,5	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.447,3	5.727,2	615,6	4.083,3	748,4
2017	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2017 II	4.302,0	4.316,2	990,9	798,7	2.512,5	5.520,2	5.798,9	635,3	4.147,7	737,2
III	4.305,0	4.326,2	978,3	812,4	2.514,3	5.554,6	5.828,8	644,7	4.179,0	730,9
IV	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2018 I	4.347,0	4.384,2	1.002,6	820,2	2.524,3	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,1	726,9
2017 nov.	4.344,5	4.365,7	987,9	822,7	2.533,9	5.581,1	5.853,1	652,2	4.197,5	731,4
dec.	4.325,1	4.365,2	976,7	820,5	2.527,8	5.597,8	5.865,5	653,3	4.214,4	730,1
2018 jan.	4.353,4	4.388,1	996,7	826,5	2.530,2	5.604,3	5.880,3	659,5	4.215,8	729,0
feb.	4.349,3	4.382,2	988,9	824,9	2.535,5	5.615,0	5.892,2	662,3	4.224,0	728,8
mar.	4.347,0	4.384,2	1.002,6	820,2	2.524,3	5.632,0	5.905,4	663,1	4.242,1	726,9
apr. (p)	4.360,1	4.396,7	1.004,7	823,1	2.532,3	5.642,8	5.917,2	667,0	4.249,9	725,9
Transakcije										
2015	-15,0	22,8	-62,2	31,9	15,3	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,6
2016	81,5	98,7	-17,3	44,2	54,6	120,3	114,4	23,9	105,6	-9,2
2017	81,9	132,7	1,1	36,6	44,1	173,7	166,7	44,0	134,1	-4,4
2017 II	0,5	11,2	-2,4	2,3	0,6	34,6	40,1	10,3	24,9	-0,5
III	21,2	33,1	-6,0	17,1	10,1	40,8	36,3	10,7	33,3	-3,2
IV	33,8	57,1	3,0	10,8	19,9	48,8	46,5	11,9	36,7	0,2
2018 I	40,5	38,8	31,0	4,4	5,1	39,7	46,3	11,5	27,3	0,8
2017 nov.	15,8	17,4	-2,5	6,9	11,4	18,8	16,6	6,3	11,4	1,1
dec.	-9,4	11,6	-8,4	-0,7	-0,3	18,7	17,2	2,1	17,6	-1,0
2018 jan.	33,5	26,1	22,5	7,3	3,7	7,7	16,0	6,1	1,8	-0,3
feb.	-5,9	-4,8	-9,1	-1,7	5,0	10,9	12,8	3,1	7,5	0,4
mar.	12,9	17,5	17,7	-1,2	-3,6	21,1	17,5	2,3	18,1	0,8
apr. (p)	12,8	12,4	2,1	2,7	8,0	11,4	11,1	5,7	7,4	-1,7
Stopnje rasti										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2017 II	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	2,9	2,6	6,0	3,2	-1,1
III	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
IV	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2018 I	2,2	3,3	2,6	4,3	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,4
2017 nov.	1,8	3,1	-1,0	4,8	2,0	3,1	2,8	7,3	3,1	-0,8
dec.	1,9	3,1	0,1	4,6	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,6
2018 jan.	2,3	3,4	1,2	5,3	1,8	3,1	2,9	7,4	3,1	-0,8
feb.	2,0	3,2	0,4	5,2	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,6
mar.	2,2	3,3	2,6	4,3	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,4
apr. (p)	2,4	3,3	3,2	4,3	1,5	3,0	2,9	7,6	2,9	-0,5

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 bilanca 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)

Enote centralne ravni države ²⁾	Obveznosti DFI					Sredstva DFI				
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2015	284,7	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,6	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,8	2.090,9	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,8	205,9	121,6
2017	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2017 II	305,7	6.800,8	2.035,7	66,8	2.066,7	2.631,6	1.028,3	248,6	154,2	109,7
III	365,3	6.730,6	2.007,3	61,5	2.015,9	2.645,8	1.022,3	262,1	140,6	85,4
IV	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2018 I	339,6	6.722,1	1.952,4	59,4	2.020,1	2.690,2	910,0	292,2	136,2	88,3
2017 nov.	308,9	6.696,4	1.965,1	60,1	2.016,4	2.654,8	952,0	208,7	167,6	132,7
dec.	356,2	6.742,7	1.968,9	59,7	2.016,1	2.698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2018 jan.	316,2	6.728,7	1.960,1	60,5	2.022,5	2.685,7	821,5	344,7	133,2	85,3
feb.	346,9	6.715,4	1.958,4	59,8	2.016,0	2.681,1	841,1	344,5	125,0	82,9
mar.	339,6	6.722,1	1.952,4	59,4	2.020,1	2.690,2	910,0	292,2	136,2	88,3
apr. ^(p)	349,7	6.738,0	1.955,1	59,3	2.018,9	2.704,8	879,6	330,1	147,4	154,5
Transakcije										
2015	8,9	-216,2	-106,3	-13,5	-215,4	118,9	-86,7	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,7	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,1	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,7	-86,2	-84,7	-8,7	-72,5	79,7	-97,3	-70,7	-60,7	-27,3
2017 II	-2,6	-12,0	-24,8	-2,4	-2,7	18,0	-11,7	3,0	-28,9	-2,1
III	64,9	-24,7	-25,5	-2,9	-31,1	34,7	24,8	15,9	-13,6	-24,3
IV	-9,1	-36,0	-17,7	-1,8	-11,0	-5,4	-75,6	-61,1	3,4	8,2
2018 I	-16,5	11,2	-16,1	-1,3	12,0	16,6	60,5	-59,9	-7,8	-5,3
2017 nov.	-33,0	-3,3	2,3	-0,7	-7,3	2,4	0,2	-34,2	9,3	23,2
dec.	47,3	-5,2	4,8	-0,5	5,3	-14,8	-10,9	-7,9	-23,7	-39,1
2018 jan.	-39,8	15,5	-6,8	-0,6	19,9	3,0	-27,6	3,4	-10,7	-8,3
feb.	30,6	-23,1	-3,7	-0,4	-16,3	-2,8	10,3	-9,7	-8,2	-2,4
mar.	-7,3	18,8	-5,6	-0,4	8,4	16,4	77,9	-53,7	11,2	5,4
apr. ^(p)	10,1	1,6	1,8	-0,2	-10,2	10,2	-38,7	33,2	-10,5	-12,0
Stopnje rasti										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2017 II	-7,7	-1,2	-4,0	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
III	22,0	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2	-33,4
IV	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2018 I	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0
2017 nov.	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,5	-	-	-13,1	10,0
dec.	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2018 jan.	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,5	-19,8
feb.	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,8	2,0	-	-	-27,0	-20,5
mar.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0
apr. ^(p)	7,3	-0,7	-3,7	-12,8	-1,7	2,6	-	-	-28,3	-26,4

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč 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
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 I	-1,3	.	.	.	.	0,9
II	-1,2	.	.	.	.	0,8
III	-1,0	.	.	.	.	1,0
IV	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki			
	Tekoči prihodki							Tekoči odhodki								
	Skupaj	Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki				Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0			
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9			
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5			
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7			
2017 I	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6			
II	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6			
III	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7			
IV	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7			

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetnik		Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute		
	Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	Do 1 leta	Nad 1 leta	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
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 I	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

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

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

1) Posojanje med državami v kontekstu finančne krize je konsolidirano, razen pri četrtletnih 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⁾					Transakcije		
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje		Transakcije					
	1	2	3	4	5		6	7	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi
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	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2017 I	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1	
II	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2	
III	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1	
IV	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2017 nov.	12,9	11,2	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2	
dec.	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018 jan.	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4	1,2	
feb.	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2	
mar.	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1	
apr.	12,8	11,2	3,9	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,1	

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 (+)										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 I	-2,0	1,2	-0,4	-0,4	1,1	-4,2	-3,3	-2,2	0,4	
II	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,2	-2,5	0,8	
III	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-3,0	-2,4	1,8	
IV	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
Javni dolg										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 I	107,4	66,7	9,2	74,8	177,7	99,7	98,9	133,8	106,0	
II	106,1	66,1	8,9	74,1	176,1	99,5	99,3	134,9	105,7	
III	106,9	65,2	8,9	72,0	177,4	98,5	98,4	134,2	102,5	
IV	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 I	-0,3	0,8	0,8	2,0	1,0	-0,9	-3,8	-1,3	-2,0	-1,5
II	0,3	0,7	1,0	2,1	1,1	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
III	0,1	0,9	1,4	3,3	1,2	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,1
IV	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
Javni dolg										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 I	39,3	39,2	23,9	56,6	59,5	81,7	130,1	80,3	53,3	62,7
II	39,9	41,7	23,4	55,0	58,6	81,4	131,7	79,8	51,7	61,7
III	38,2	39,4	23,4	53,4	56,9	80,2	130,5	78,5	51,3	60,5
IV	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2018

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 13. junij 2018.

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-18-004-SL-N (pdf)