

Ekonomski bilten

številka 4 / 2019

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	6
2 Finančna gibanja	14
3 Gospodarska aktivnost	19
4 Cene in stroški	24
5 Denar in krediti	29
6 Javnofinančna gibanja	37
Okvirji	40
1 Zmanjšanje neto finančnih odlivov iz euroobmočja v letu 2018: upad neposrednih tujih naložb in upočasnitev rasti portfeljskih naložb	40
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 30. januarja do 16. aprila 2019	46
3 Opredelitev in značilnosti obdobij začasne upočasnitve v euroobmočju	52
4 Zaupanje in naložbe	57
5 Rast stanovanjskih najemnin v euroobmočju po krizi	61
Članka	66
1 The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve	66
2 Drivers of underlying inflation in the euro area over time: a Phillips curve perspective	87
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 6. junija na podlagi temeljite ocene gospodarskih in inflacijskih obetov v euroobmočju ter ob upoštevanju najnovejših makroekonomskih projekcij sprejel vrsto sklepov o denarni politiki, ki naj bi podpirali približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje. Čeprav so bili podatki za prvo četrletje nekoliko boljši, kot je bilo pričakovano, pa sodeč po najnovejših informacijah zaviralni dejavniki iz svetovnega gospodarstva še vedno negativno vplivajo na gospodarske obete v euroobmočju. Dolgotrajne negotovosti, ki so povezane z geopolitičnimi dejavniki, vse večjo grožnjo protekcionizma in ranljivostmi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vse bolj načenjajo gospodarsko klimo. Po drugi strani nadaljnja rast zaposlenosti in zviševanje plač še naprej podpirata odpornost gospodarstva v euroobmočju ter prispevata k postopnemu naraščanju inflacijskih pritiskov. V takšnih splošnih razmerah je Svet ECB sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene ter da prilagodi prihodnjo usmeritev glede njihove ravni, pri čemer je nakazal pričakovanje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanji ravni še vsaj čez prvo polovico leta 2020, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se zagotovi nadaljnje vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju. Znova je potrdil tudi prihodnjo usmeritev glede ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. Določil je tudi način izvajanja nove serije četrletnih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), zlasti njihove cenovne parametre. Svet ECB je poleg tega ocenil, da v sedanjih razmerah morebitni stranski učinki na bančno posredništvo ne zmanjšujejo pozitivnega prispevka negativnih obrestnih mer k spodbujevalni naravnosti denarne politike in vzdržni konvergenci inflacije. Vseeno bo Svet ECB še naprej skrbno spremljal bančni kanal v transmisiji denarne politike ter dejavnike, ki bi narekovali uvedbo ukrepov za ublažitev tveganj.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 6. junija 2019

Osnovni zagon svetovne gospodarske rasti je v začetku leta 2019 še naprej slabel, četudi so bili podatki v nekaterih ključnih razvitih gospodarstvih boljši, kot je bilo pričakovano. Anketni kazalniki kažejo nadaljnjo šibko aktivnost v predelovalnih dejavnostih na svetovni ravni, kljub temu da se je nedavno stabilizirala na nizki ravni, ter nedavno poslabšanje aktivnosti v storitvenih dejavnostih po obdobju razmeroma vztrajne rasti. Po projekcijah se bo svetovna gospodarska rast letos upočasnila, kar bo posledica visoke in še vedno naraščajoče politične negotovosti in negotovosti glede ekonomskih politik, kar zavira svetovno naložbeno dinamiko, ter posledica ponovnega zaostrovanja trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko. Ti dejavniki bodo letos predvidoma še naprej upočasnjevali svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo, kasneje pa naj bi nedavno sprejeti ukrepi ekonomskih

politik zagotovili nekaj spodbude. Posledično se bo svetovna rast v letu 2019 po projekcijah upočasnjevala, nato pa na srednji rok stabilizirala. Svetovna trgovinska menjava se bo po pričakovanjih letos upočasnila bolj izrazito in v srednjeročnem obdobju rasla v skladu z gospodarsko aktivnostjo. Svetovni inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali šibki, medtem ko so se tveganja glede upočasnjevanja svetovne aktivnosti okrepila.

Dolgoročna netvegana obrestna mera se je od letošnje marčne seje Sveta ECB znižala ob tržnih pričakovanjih o nadaljnji spodbujevalno naravnani denarni politiki in ob ponovnem vzponu trgovinskih napetosti. Tečaji delnic nefinančnih družb so se ob določeni meri volatilnosti rahlo zvišali zaradi nizkih netveganih obrestnih mer in vse višjega pričakovanega dobička. Vseeno pa na cene tveganega finančnega premoženja vpliva negotovost, povezana s ponovnim vzponom trgovinskih napetosti. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno apreciral.

Realna rast BDP v euroobmočju se je v prvem četrletju 2019 glede na prejšnje četrletje povečala na 0,4%, potem ko se je v drugi polovici lanskega leta upočasnila zaradi šibkejšega gibanja zunanjega povpraševanja euroobmočja.

Kljub temu najnovejši ekonomski podatki in anketne informacije napovedujejo nekoliko šibkejšo rast v drugem in tretjem četrletju letošnjega leta. To odraža dejstvo, da mednarodna trgovinska menjava ostaja šibka spričo dolgotrajnih negotovosti na svetovni ravni, ki negativno vplivajo predvsem na sektor predelovalnih dejavnosti v euroombočju. Po drugi strani ostajajo storitvene in gradbene dejavnosti v euroobmočju odporne, trg dela pa se še naprej izboljšuje. V prihodnje bodo gospodarsko rast v euroobmočju še naprej poganjali ugodni pogoji financiranja, nekoliko ekspanzivno naravnane javnofinančne politike v euroobmočju, nadaljnje povečevanje zaposlenosti in zviševanje plač ter nadaljnja – čeprav nekoliko počasnejša – rast svetovne gospodarske aktivnosti.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2019 pripravili strokovnjaki Eurosistema. Po teh projekcijah se bo letni BDP v letu 2019 realno povečal za 1,2%, v letu 2020 za 1,4% in v letu 2021 prav tako za 1,4%. V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti za realno rast BDP v letu 2019 popravljeni za 0,1 odstotne točke navzgor, za leti 2020 in 2021 pa za 0,2 oziroma 0,1 odstotne točke navzdol. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, se še naprej nagibajo k upočasnjevanju rasti, in sicer predvsem zaradi dolgotrajne negotovosti, ki izhaja iz geopolitičnih dejavnikov, vse večje grožnje protekcionizma in raljivosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2019 znašala 1,2%, potem ko je bila aprila na ravni 1,7%, kar je predvsem posledica nižje inflacije v skupinah energentov in storitev.

Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno zniževala, zatem pa naj bi se proti koncu leta ponovno zvišala. Merila osnovne inflacije ostajajo na splošno umirjena, vseeno pa se pritiski s strani stroškov dela zaradi velike izkoriščenosti zmogljivosti in vse večjega pomanjkanja ustrezne delovne sile še naprej krepijo in širijo. Kar zadeva prihodnja gibanja, naj bi se osnovna

inflacija v srednjeročnem obdobju zviševala, k čemur naj bi prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in močnejša rast plač.

Takšno oceno na splošno kažejo tudi junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,3%, v letu 2020 1,4%, v letu 2021 pa 1,6%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede inflacije za leto 2019 popravljeni za 0,1 odstotne točke navzgor, za leto 2020 pa za 0,1 odstotne točke navzdol. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,1%, leta 2020 1,4% in leta 2021 1,6%.

Medletna rast širokega denarja in posojil zasebnemu sektorju se je aprila 2019 povečala. Rast širokega denarja (M3) je aprila 2019 znašala 4,7%, potem ko je bila marca na ravni 4,6%. Vzdržna rast širokega denarja odraža nadaljnje bančno kreditiranje zasebnega sektorja ter nizke oportunitetne stroške imetija instrumentov M3. Poleg tega je ostala rast agregata M3 vztrajna kljub postopnemu izginjanju samodejnega prispevka neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Obenem so posojilni pogoji ostali ugodni, medletna rast posojil nefinančnim družbam pa se je aprila 2019 zvišala na 3,9%, potem ko je marca znašala 3,6%. Ukrepi denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, vključno s CUODR III, bodo prispevali k ohranjanju ugodnih pogojev bančnega posojanja ter bodo še naprej olajševali dostop do financiranja, še posebej za mala in srednje velika podjetja.

Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo predvidoma še naprej rahlo ekspanzivna, s čimer bo spodbujala gospodarsko aktivnost. Na to vpliva predvsem zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v Nemčiji in Franciji, pa tudi razmeroma dinamična rast odhodkov v več drugih državah.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize sprejel naslednje sklepe:

- Prvič, ključne obrestne mere ECB so ostale nespremenjene. Svet ECB zdaj pričakuje, da bodo na sedanji ravni ostale še vsaj čez prvo polovico leta 2020, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se zagotovi nadaljnje vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju.
- Drugič, Svet ECB namerava še naprej v celoti ponovno investirati glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.
- Tretjič, kar zadeva način izvajanja nove serije četrteletnih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), je Svet ECB sklenil, da bo

obrestna mera v vsaki operaciji določena na ravni, ki je za 10 bazičnih točk višja od povprečne obrestne mere, ki se bo uporabljala v Eurosistemuovih operacijah glavnega refinanciranja v času trajanja posamezne operacije CUODR. Za banke, katerih primerno neto posojanje presega referenčno vrednost, bo obrestna mera, uporabljena v CUODR III, nižja in bo lahko celo tako nizka kot povprečna obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita v času trajanja ciljno usmerjene operacije plus 10 bazičnih točk.

Ti sklepi so bili sprejeti zato, da bi zagotovili spodbujevalno naravnost denarne politike, ki je potrebna, da bi se inflacija na srednji rok še naprej vzdržno približevala ravni pod 2%, a blizu te meje. Omenjeni ukrepi namreč zagotavljajo, da bodo pogoji financiranja ostali zelo ugodni in bodo podpirali gospodarsko rast v euroobmočju in nadaljnjo krepitev domačih cenovnih pritiskov ter s tem gibanje skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Kar zadeva prihodnje obdobje, je Svet ECB obenem odločen, da bo v primeru neugodnih gibanj ukrepal, in je hkrati pripravljen, da po potrebi prilagodi kateregakoli od instrumentov, da se bo inflacija še naprej vzdržno gibala v smeri inflacijskega cilja Sveta ECB.

Zunanje okolje

Svetovna gospodarska rast je v začetku leta 2019 še naprej izgubljala zagon, čeprav so bili podatki v nekaterih ključnih razvitih gospodarstvih boljši, kot je bilo pričakovano. To je skladno z anketnimi kazalniki, ki napovedujejo, da se bo šibka dinamika v predelovalnih dejavnostih na svetovni ravni nadaljevala. Po obdobju relativne odpornosti je v zadnjem času začela slabeti tudi aktivnost v storitvenih dejavnostih. Po projekcijah se bo svetovna gospodarska rast letos upočasnila, kar bo med drugim tudi posledica visoke negotovosti glede politik in političnih razmer, ki se še naprej povečuje in zavira svetovno naložbeno dinamiko, ter ponovnega zaostrovanja trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko. Ta dva dejavnika bosta letos predvidoma še naprej upočasnjevala svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo, kasneje pa naj bi nedavno sprejeti ukrepi državnih politik zagotovili nekaj spodbude. Posledično se bo svetovna rast v letu 2019 po projekcijah upočasnjivala, nato pa naj bi se na srednji rok stabilizirala. Svetovna trgovinska menjava se bo po pričakovanjih letos upočasnila bolj izrazito in zatem v srednjeročnem obdobju rasla v skladu z gospodarsko aktivnostjo. Svetovni inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali šibki, saj se povečujejo tveganja za upočasnjevanje svetovne aktivnosti.

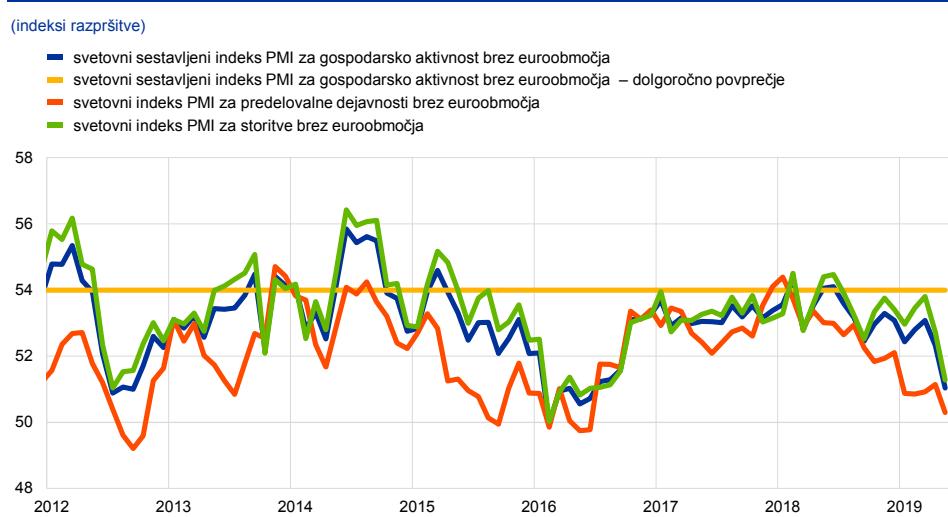
Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Osnovni zagon svetovne gospodarske rasti je v začetku leta 2019 še naprej slabel, četudi so bili podatki v nekaterih razvitih gospodarstvih boljši, kot je bilo pričakovano. V ZDA, na Japonskem in v Združenem kraljestvu je bila rast v prvem četrletju boljša od pričakovane, vendar je bila to v glavnem posledica začasnih dejavnikov. V ZDA in na Japonskem so gospodarsko aktivnost podpirali pozitivni prispevki iz neto trgovinske menjave, ki pa prikrivajo negativne stopnje rasti v realnem uvozu blaga in storitev. Rast je poganjalo tudi povečevanje zalog, medtem ko je bilo domače povpraševanje oslabljeno. V ZDA je bilo šibko domače povpraševanje povezano z delnim zaprtjem zvezne vlade. Rezultati v Združenem kraljestvu, ki so bili boljši od pričakovanih, so v glavnem odražali visoko državno potrošnjo in obsežno ustvarjanje zalog v podjetjih pred prvotnim rokom (29. marec) za izstop iz Evropske unije (brexit). Na Kitajskem se je nadaljeval proces postopnega gospodarskega upočasnjevanja, ki so ga blažili ekspanzivni ukrepi državnih politik.

Anketni kazalniki potrjujejo, da rast postopno izgublja zagon. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI, brez euroobmočja) je v prvem četrletju 2019 nekoliko oslabil ter se aprila in maja še dodatno znižal. To je večinoma povezano s šibkejšimi rezultati v vseh razvitih gospodarstvih, medtem ko so nastajajoča tržna gospodarstva zabeležila samo manjše poslabšanje aktivnosti. Svetovna aktivnost v storitvenih dejavnostih, ki so bile v zadnjih mesecih na splošno bolj odporne, se je v maju poslabšala, hkrati pa je še dodatno upadla tudi aktivnost v svetovnih predelovalnih dejavnostih (glej graf 1).

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za maj 2019. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do maja 2019.

Svetovni pogoji financiranja so bili zadnje mesece volatilni. V razvitih gospodarstvih se niso bistveno spremenili z ravni, ki so bile zabeležene v času marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB. Vendar ta stabilnost prikriva dve ločeni gibanji: sprva so se finančni pogoji ublažili v odziv na ukrepe denarne politike, sprejete v ZDA in drugih ključnih razvitih gospodarstvih, zatem pa so se po objavi novih carin med ZDA in Kitajsko ponovno zaostrili. Slednje je prispevalo tudi k zaostrovanju pogojev financiranja na Kitajskem ter v manjši meri v drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Pogoji financiranja so se v zadnjih tednih precej zaostrili tudi v Turčiji zaradi ponovne močne depreciacije lire, do katere je prišlo zaradi vztrajnega zmanjševanja turških deviznih rezerv in stopnjevanja politične negotovosti. Podobna gibanja so bila zabeležena tudi na svetovnih delniških trgih. Dokler v javnost niso prišle novice o novih carinah, so svetovne cene delnic naraščale. Od takrat pa svetovni delniški trgi upadajo, volatilnost pa se je povečala.

Svetovna gospodarska rast se bo po projekcijah zaradi krepitve zaviralnih dejavnikov letos upočasnila. Ti dejavniki vključujejo šibko svetovno aktivnost v predelovalnih dejavnostih in trgovinski menjavi v okolju velike negotovosti v zvezi s politikami in političnimi razmerami, ki se še naprej povečuje. Obsežen paket procikličnih javnofinančnih spodbud v ZDA, ki obsega nižje davke in večjo državno porabo, letos še naprej poganja ameriško rast. Na Kitajskem so ukrepi državnih politik, zlasti fiskalne, nekoliko ublažili upočasnjevanje domače porabe. Nedavni ukrepi denarnih politik v vseh ključnih razvitih gospodarstvih so prispevali k popuščanju svetovnih pogojev financiranja in pomagali zamejiti vpliv negotovosti glede politik. Kljub temu se zdi, da je pozitivni učinek teh dejavnikov na povpraševanje precej zmanjšalo nedavno stopnjevanje trgovinskega spora med ZDA in Kitajsko.

Na daljši rok se bo svetovna gospodarska rast v srednjeročnem obdobju po projekcijah stabilizirala na razmeroma nizki ravni. Obstajajo trije ključni dejavniki, ki bodo v obdobju projekcij predvidoma določali stanje svetovnega gospodarstva.

Prvič, ciklični zagon se bo v razvitih gospodarstvih po pričakovanjih upočasnil, saj bo pomanjkanje prostih zmogljivosti vse bolj zaviralo rast, podpora politik pa bi lahko postopno popuščala ob pozitivnih proizvodnih vrzelih in nizkih stopnjah brezposelnosti. Drugič, na Kitajskem se bo predvidoma nadaljeval urejen prehod k bolj uravnoteženi, čeprav nižji stopnji rasti, ki je manj odvisna od naložb in izvoza. Tretjič, po napovedih bo rast okrevala v več ključnih nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki so ali so bila pred kratkim v globoki recesiji. Na splošno se pričakuje, da se bo tempo svetovne gospodarske rasti ustalil pod ravnjo iz obdobja pred finančno krizo v letih 2007–2008.

Kot kaže pregled po posameznih državah, je aktivnost v ZDA ostala močna kljub negativnemu vplivu trgovinskega spora s Kitajsko in manj ugodnemu zunanjemu okolju. Rast še naprej podpirajo močan trg dela, sproščeni pogoji financiranja in sedanje javnofinančne spodbude, medtem ko bodo negativni učinki delnega zaprtja zvezne vlade na domače povpraševanje verjetno zgolj začasni. Gledano v celoti se je realni BDP v prvem četrletju 2019, preračunano na letno raven, povečal za 3,1%, kar je več kot v zadnjem četrletju lanskega leta, ko se je povečal za 2,2%. Vseeno presenetljivo dobri podatki za prvo četrletje odražajo tudi začasne dejavnike, kot so pozitiven prispevek zalog in zmanjševanje uvoza. Po drugi strani se je domače povpraševanje zmanjšalo, kar nakazuje, da je osnovna rast šibka. Skupna medletna inflacija se je z marčnih 1,9% v aprilu okrepila na 2,0%, k čemur so največ prispevale višje cene energentov. Rahlo se je zvišala tudi inflacija brez hrane in energentov, ki je aprila dosegla 2,1%. Po napovedih se bo rast postopno vrnila k potencialni stopnji rasti tik pod 2%, inflacija, merjena s cenami živiljenjskih potrebščin, pa naj bi srednjeročno ostala rahlo nad 2%.

Na Kitajskem se rast postopno upočasnjuje. V prvem četrletju 2019 se je medletna stopnja rasti BDP stabilizirala, ob podpori pozitivnega prispevka neto trgovinske menjave, saj se je uvoz zmanjšal bolj kot izvoz. Najnovejši kazalniki, če odmislimo njihovo volatilnost, za bližnjo prihodnost napovedujejo stabilen zagon rasti. Vrsta ukrepov javnofinančne in denarne politike, ki so jih nedavno napovedale in izvedle kitajske oblasti, bo predvidoma blažila upadanje domačega povpraševanja in tako letos omogočila gladko upočasnjevanje aktivnosti. Nedavno stopnjevanje trgovinskega spora z ZDA bo po pričakovanjih negativno vplivalo na trgovinsko menjavo, vendar bodo oblasti z ukrepi politik predvidoma omejevale učinke spora na gospodarsko rast. V prihodnjem obdobju se bo z nadaljnijim izvajanjem strukturnih reform kitajska rast po projekcijah urejeno upočasnjevala na bolj zmerno raven, ki je manj odvisna od naložb in izvoza.

Na Japonskem je osnovni zagon gospodarske rasti še vedno šibek. V prvem četrletju 2019 je rast znašala 0,5% (medčetrtletno), kar je več, kot je bilo pričakovano, saj je delovala vrsta prehodnih dejavnikov, kot so velik pozitiven prispevek neto izvoza zaradi hitrega krčenja uvoza, ki je bilo večje od šibkega izvoza. Na daljši rok se pričakuje, da se bo gospodarska aktivnost vrnila k zmernim stopnjam rasti. Rast še naprej podpirata močan trg dela in še vedno ugodni pogoji financiranja, čeprav na gospodarstvo deluje tudi več zaviralnih dejavnikov, povezanih s šibkim zunanjim povpraševanjem, še zlasti iz Kitajske in ostalih azijskih držav. Gospodinjstva bodo po pričakovanjih pohitela z nakupi pred zvišanjem davka na potrošnjo, ki je predvideno za

oktober 2019, kar bi lahko začasno spodbudilo aktivnost v poletnih mesecih. Poleg tega bodo v drugi polovici leta povpraševanje predvidoma podpirali javnofinančni ukrepi, katerih namen je uravnovesiti negativne učinke višjega davka na potrošnjo. Rast plač je kljub zelo tesnemu trgu dela še vedno skromna, inflacijska pričakovanja pa so stabilna na nizki ravni, kar napoveduje, da bo inflacija ostala daleč pod ciljno ravnjo japonske centralne banke pri 2% v srednjeročnem obdobju.

V Združenem kraljestvu se je rast v prvem četrtletju 2019 ob podpori javnofinančnih spodbud in velikih vlaganj v zaloge spet usmerila navzgor.

Čeprav je bil dolgo pričakovani datum britanskega izstopa iz EU v zadnjem trenutku preložen, je močno vlaganje v zaloge skupaj z javnofinančnimi spodbudami in boljšimi podatki od pričakovanih za potrošnjo in zasebne naložbe potisnilo rast realnega BDP v prvem četrtletju navzgor na 0,5%, potem ko je bila v zadnjem četrtletju minulega leta skromna pri 0,2%. Prispevek neto trgovinske menjave k skupni rasti je bil negativen, saj je uvoz poskočil na raven, ki je bila v zadnjih 40 letih zabeležena le redko, deloma zaradi povečevanja zaloga, medtem ko je izvoz ostal nespremenjen. Kljub temu kratkoročni kazalniki na začetku drugega četrtletja napovedujejo, da se bo splošni osnovni trend upočasnjevanja rasti, ki je prisoten od referendumu o članstvu v EU, nadaljeval. Medletna inflacija, merjena s CPI, je v prvem četrtletju 2019 upadla na 1,8%, kar je rahlo pod ciljno vrednostjo 2,0% britanske centralne banke, saj so se velika znižanja cen energentov prenesla v skupno inflacijo. Močne domače cenovne pritiske, ki so nastali zaradi višjih stroškov dela na enoto proizvoda spričo hitrejše rasti plač v začetku leta 2019, je večinoma izravnal upad uvoznih cen, saj učinek pretekle depreciacije britanskega funta po referendumu še naprej popušča. Inflacija po CPI se je aprila 2019 rahlo odbila na 2,1%, k čemur je največ prispevalo zvišanje drobnoprodajnih cen energentov, pa tudi občutne podražitve letalskih vozovnic v obdobju velikonočnih praznikov. Na srednji rok bo rast predvidoma ostala nižja od gibanj pred referendumom.

V državah srednje in vzhodne Evrope bo po projekcijah rast letos postala nekoliko bolj zmerna.

Rast naložb ostaja visoka, tudi ob podpori sredstev EU, močna pa ostaja tudi potrošnja gospodinjstev, ki jo podpirajo zelo ugodna gibanja na trgu dela. Vseeno se obeti za regijo poslabšujejo zaradi upočasnjevanja rasti v euroobmočju. Na srednji rok se pričakuje, da se bo rast v teh državah še naprej upočasnila proti potencialni stopnji rasti.

Obeti glede gospodarske aktivnosti v glavnih izvoznicah surovin ostajajo mešani.

Obete za rast v Rusiji določajo gibanja na svetovnih naftnih trgih, izvajanje javnofinančnih in strukturnih politik ter mednarodne sankcije, pod katerimi trenutno deluje rusko gospodarstvo. Zaradi vseh teh dejavnikov se bo na srednji rok rast predvidoma nekoliko upočasnila. Nasprotno naj bi se v Braziliji rast okreplila, k čemur bodo prispevali ugodni pogoj financiranja. Kljub temu obstoječe javnofinančne omejitve in negotovosti glede izvajanja sedanjega programa reform še naprej nekoliko zavirajo naložbe.

V Turčiji se je gospodarska aktivnost v zadnjem četrtletju 2018 močno skrčila.

Krčenju so bistrovali finančni pretresi lansko poletje, visoka inflacija ter prociklične denarne in javnofinančne politike. Gospodarstvo je v prvem četrtletju 2019 začelo ponovno rasti, k čemur so prispevali javna poraba in obsežnejše posojanje s strani

bank v državni lasti pred marčnimi lokalnimi volitvami. Pričakovano izginjanje teh spodbujevalnih dejavnikov bi skupaj z nedavnim zaostrovanjem pogojev financiranja lahko upočasnilo postopno okrevanje gospodarske aktivnosti, ki se pričakuje v tem letu.

Svetovna trgovinska menjava je ob prelomu leta izgubila veliko zagona.

Upočasnila se je precej bolj kot svetovna gospodarska aktivnost. To se razлага s šibkejšo svetovno naložbeno aktivnostjo in obratom v svetovnem tehnološkem ciklu¹ v razmerah visoke negotovosti glede politik in političnih razmer, ki se še nadalje stopnjuje in zavira gibanja v predelovalni dejavnosti in trgovinski menjavi. Obseg svetovnega uvoza blaga (brez euroobmočja) se je marca skrčil za 0,6% glede na prejšnje trimesečno obdobje, kar potrjuje upočasnjen zagon trgovinske menjave v prvem četrletju leta (glej graf 2). Ker anketni kazalniki napovedujejo nadaljnje poslabševanje svetovne predelovalne aktivnosti, se bo sedanja šibka dinamika v bližnji prihodnosti verjetno nadaljevala.

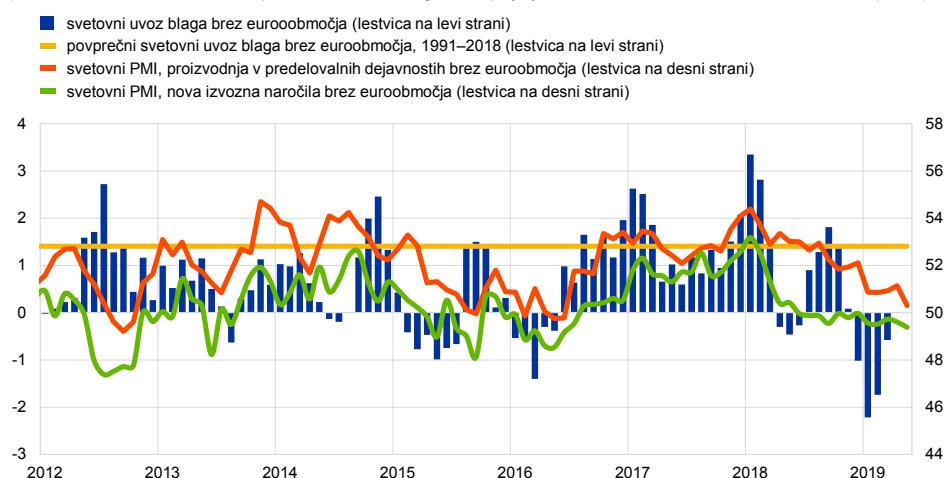
Dvostranski trgovinski pogovori med ZDA in Kitajsko so se v začetku maja zaustavili. Ameriška vlada je napovedala, da bo povečala carinsko stopnjo za 200 milijard USD kitajskega izvoza z 10% na 25%. To zvišanje je bilo prvotno napovedano za 1. januar 2019, a je bilo zatem dvakrat preloženo: najprej za tri mesece zaradi začasnega premirja, ki sta ga državi dosegli v začetku decembra, zatem pa še enkrat konec februarja spričo otipljivega napredka v dvostranskih trgovinskih pogоворih. Kitajska je kot povračilni ukrep zvišala carinsko stopnjo za 60 milijard USD ameriškega izvoza z ravni med 5% in 10% na raven med 10% in 25%. Poleg tega obstaja veliko tveganje nadaljnega zaostrovanja, saj je ameriška vlada zagrozila, da bo uvedla dodatne 25-odstotne carine na ves preostali ameriški uvoz iz Kitajske. Zaradi možnosti nadaljnega stopnjevanja trgovinskega spora med tema dvema državama se je povečala svetovna negotovost, ki zavira naložbe. Poleg tega ni mogoče izključiti možnosti, da bo ameriška vlada uvedla nove carine na uvoz iz drugih držav. Tako je denimo sredi maja napovedala, da bodo nove 25-odstotne carine na uvožene avtomobile in avtomobilske dele, ki so usmerjene zlasti na uvoz iz EU in Japonske, odložene za največ šest mesecev, tako da bi bilo dovolj časa za dvostranska trgovinska pogajanja med ZDA in tema trgovinskima partnericama.

¹ Za nadaljnje podrobnosti o svetovnem tehnološkem ciklu glej okvir z naslovom »What the maturing tech cycle signals for the global economy«, *Economic Bulletin*, št. 3, ECB, 2019.

Graf 2

Ankete in svetovna blagovna menjava

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



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

Opomba: Zadnji podatki so za maj 2019 za indeksa PMI in za marec 2019 za svetovni uvoz blaga.

Svetovna gospodarska rast bo po projekcijah letos oslabela, zatem pa naj bi se v srednjeročnem obdobju stabilizirala. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja z lanskih 3,8% letos upočasnila na 3,3%. To je posledica vse močnejših zaviralnih dejavnikov v okolju velike negotovosti glede političnih razmer in državnih politik, ki se še nadalje povečuje. V obdobju 2020–2021 se bo svetovna gospodarska aktivnost po projekcijah stabilizirala na ravni 3,6%, saj bo (ciklično) upočasnjevanje v ključnih razvitih gospodarstvih in kitajski prehod k bolj zmernim stopnjam rasti po pričakovanjih izravnalo okrevanje v več ključnih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Ker dejavniki, ki zavirajo rast, močneje vplivajo na trgovinsko intenzivne komponente povpraševanja, kot so naložbe, se bo rast zunanjega povpraševanja euroobmočja po projekcijah letos upočasnila bolj od svetovne gospodarske aktivnosti in padla s 3,6% v letu 2018 na 1,7%. Svetovni uvoz se bo predvidoma postopno povečeval in v srednjeročnem obdobju rasel skladno s svetovno aktivnostjo. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz marca 2019 je bila svetovna rast BDP za letošnje leto popravljena rahlo navzdol. Po drugi strani je bila rast zunanjega povpraševanja euroobmočja v obdobju projekcij navzdol popravljena bolj izrazito. Z geografske perspektive ti popravki odražajo šibkejše obete glede trgovinske menjave od pričakovanih za Kitajsko in ostale azijske države, pa tudi pričakovanje, da bo rast uvoza v nekaterih ključnih trgovinskih partnericah, vključno z Združenim kraljestvom in ostalimi evropskimi državami zunaj euroobmočja, počasnejša.

Tveganja za upočasnitev svetovne aktivnosti so se v zadnjem času povečala.

Nadaljnje stopnjevanje trgovinskih sporov bi lahko ogrozilo svetovno trgovinsko menjavo in gospodarsko rast. Poleg tega bi brexit brez dogovora lahko povzročil močnejše negativne prelivne učinke, še zlasti v Evropi. Hitrejše upočasnjevanje kitajskega gospodarstva bi bilo morda težje uravnotežiti z učinkovitim spodbudami državnih politik in bi lahko ustvarilo težave v tekočem procesu ponovnega uravnoteženja gospodarske rasti na Kitajskem. Ponovno določanje cen na finančnih

trgih bi lahko močno zaviralo gibanja v ranljivih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na svetovno aktivnost in trgovinsko menjavo bi lahko negativno vplivalo tudi nadaljnje stopnjevanje geopolitičnih napetosti.

Svetovna cenovna gibanja

Svetovne cene nafte so se od aprila znižale, v zadnjem obdobju pa so volatilne.

Cene nafte so se od aprila znižale za 13%, vendar pa v zadnjem času izkazujejo bolj izrazito volatilnost. Medtem ko so možnosti motenj v svetovni ponudbi nafte zaradi geopolitičnih napetosti, še zlasti na Bližnjem vzhodu, pognale cene nafte navzgor, pa je negotovost glede trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko ter njihovega vpliva na svetovno povpraševanje ustvarjala pritiske v smeri zniževanja cen nafte.

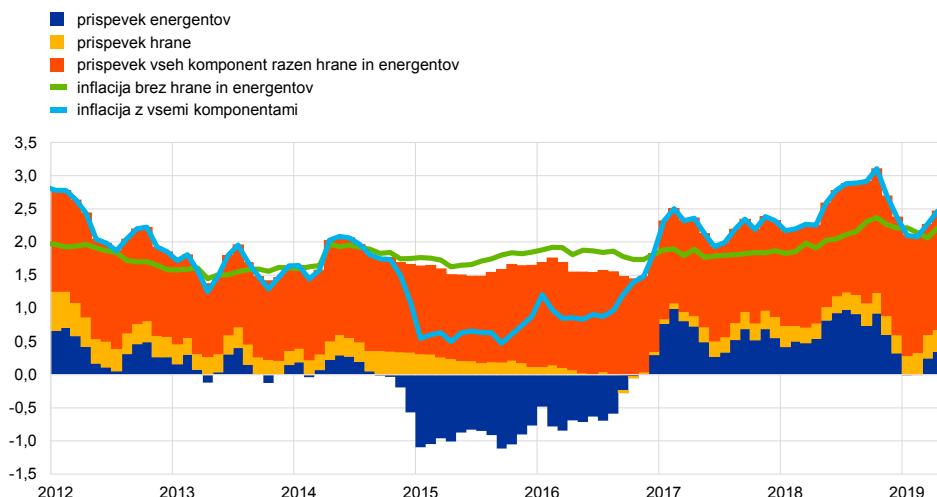
V junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema je predpostavljeno, da se bodo cene nafte v bližnji prihodnosti zvišale, nato pa do konca obdobja projekcij zniževale. Dejavniki na strani ponudbe, še zlasti dogovor članic OPEC in drugih večjih proizvajalk nafte, da omejijo proizvodnjo, so ob kratkoročni volatilnosti še naprej spodbujali rast cen nafte. Vseeno bi šibkejše svetovno povpraševanje po nafti in višja proizvodnja nafte iz skrilavcev v ZDA od pričakovane prav tako lahko zaviralo vplivala na gibanje cen nafte. Posledično so bile predpostavke glede cene nafte, na katerih temeljijo junajske projekcije strokovnjakov Eurosistema, za letos za približno 10,4% višje (za leti 2020 in 2021 pa za 7,3% oz. 3,4% višje) od predpostavk v projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2019. Vseeno se je po presečnem datumu za junajske projekcije cena nafte znižala in 5. junija za surovo nafto Brent znašala 61 USD za sod.

Svetovni inflacijski pritiski ostajajo šibki. V državah OECD je skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, aprila 2019 v povprečju znašala 2,5%, več kot mesec prej, ko je bila na ravni 2,3%, ker je posledica večjega prispevka skupine energentov (glej graf 3). Osnovna inflacija (brez hrane in energentov) se je z marčnih 2,1% rahlo zvišala na 2,2% v aprilu. Omejene proste zmogljivosti na trgu dela v vseh glavnih razvitih gospodarstvih so doslej povzročile le zmerno zviševanje plač, kar nakazuje, da osnovni inflacijski pritiski ostajajo šibki. Vseeno se bo rast plač v obdobju projekcij predvidoma postopno okrepila, ker bo prostih zmogljivosti vse manj.

Graf 3

Rast cen življenskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za april 2019.

V prihodnjem obdobju bodo svetovni inflacijski pritiski predvidoma ostali omejeni. Rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja bo tekom leta predvidoma močno upadla in se v srednjeročnem obdobju postopno upočasnjevala. To odraža vpliv navzdol usmerjene krivulje terminskih cen naftne, ki bo po pričakovanjih več kot izravnal navzgor usmerjene pritiske, ki izvirajo iz postavnega zmanjševanja prostih zmogljivosti na svetovni ravni.

2

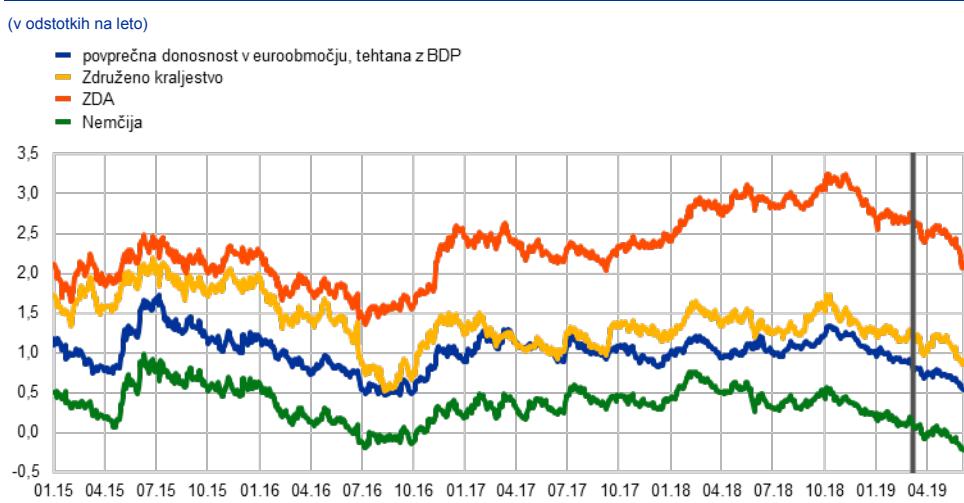
Finančna gibanja

Od letošnje marčne seje Sveta ECB so se globalne dolgoročne netvegane obrestne mere znižale, in sicer ob tržnih pričakovanjih, da se bo spodbujevalno naravnana denarna politika nadaljevala in ob ponovni krepitvi trgovinskih napetosti. Tečaji delnic nefinančnega sektorja, ki so bili sicer nekoliko volatilni, so se rahlo zvišali, k čemur so prispevali nizke netvegane obrestne mere in vse boljša pričakovanja o dobičku. Negotovost, povezana s trgovinskimi napetostmi, vpliva na cene tveganega finančnega premoženja. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, apreciralo.

Zmanjševanje donosnosti dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju in ZDA, ki se je začelo proti koncu leta 2018, se je v obravnavanem obdobju nadaljevalo. V obravnavanem obdobju (tj. od 7. marca do 5. junija 2019) se je netvegana obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju znižala za 31 bazičnih točk na okrog 0,11%, donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, pa se je zmanjšala za 27 bazičnih točk na 0,50% (glej graf 4). Zmanjšala se je tudi donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA (za 50 bazičnih točk) in Združenem kraljestvu (za 32 bazičnih točk). K zmanjšanju svetovne dolgoročne donosnosti so prispevala sporočila ameriške centralne banke in ECB, ki so jih udeleženci na trgu razumeli tako, kot da nakazujejo, da se bo spodbujevalno naravnana denarna politika nadaljevala. Na zmanjšanje donosnosti je vplivala tudi ponovna okrepitev trgovinskih napetosti od začetka maja.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

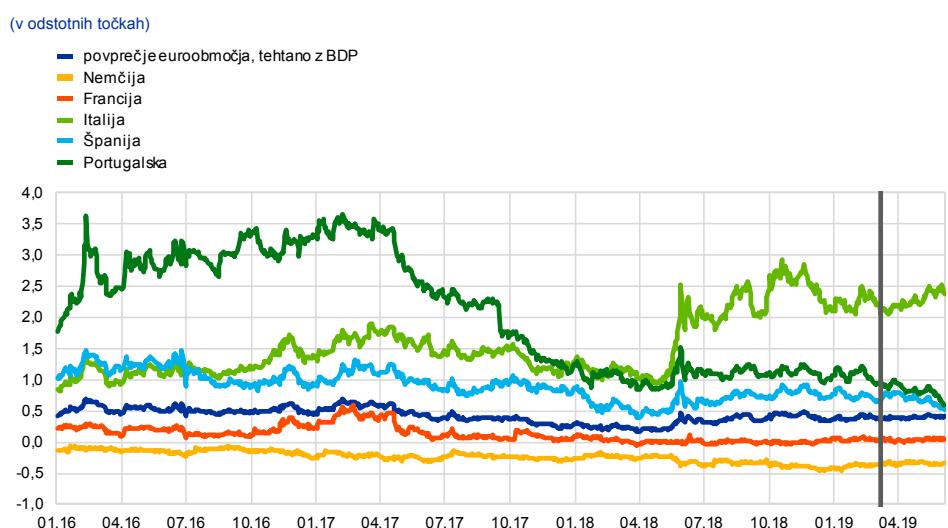
Opombe: Dnevni podatki. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (7. marec 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2019.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na netvegano obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč se v obravnavanem obdobju večinoma niso spremenili. Razmik v donosnosti portugalskih državnih obveznic se je zmanjšal za 34 bazičnih točk (glej graf 5) zaradi izboljšanja fiskalnega

položaja države in zato, ker je nato bonitetna agencija Standard & Poor's zvišala njeno bonitetno oceno. Razmik v donosnosti španskih državnih obveznic se je, potem ko je bil v času okrog aprilske volitev nekoliko volatilen, skupno zmanjšal za 12 bazičnih točk. Medtem je bil razmik v donosnosti italijanskih državnih obveznic še vedno volatilen in razmeroma velik glede na ravni iz obdobja pred volitvami leta 2018. V obravnavanem obdobju se je povečal za 33 bazičnih točk na 2,38 bazične točke. Na splošno je razmik v povprečni donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč ostal približno stabilen in je 5. junija znašal 0,39 odstotne točke.

Graf 5

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



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

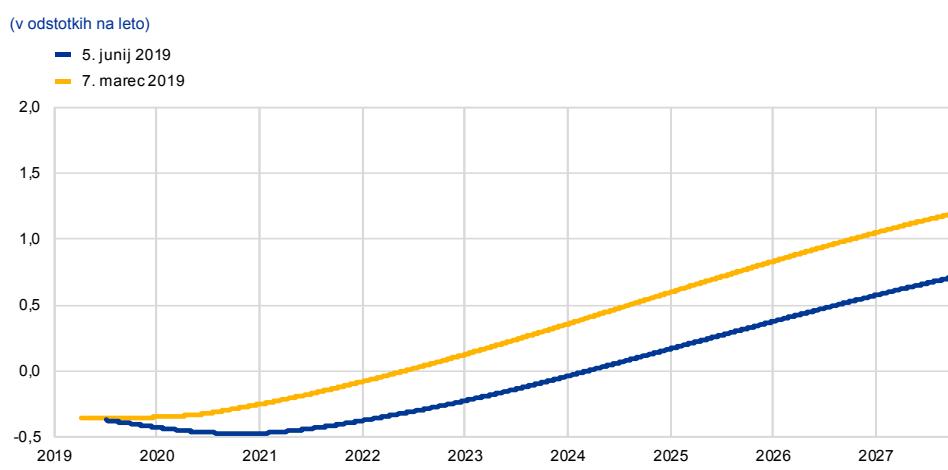
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (7. marec 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2019.

EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) je v obravnavanem obdobju povprečno znašala **-0,37%.** Presežna likvidnost se je povečala za okrog 6 milijard EUR na 1.904 milijard EUR. Več podrobnosti o likvidnostnih razmerah je v okvirju 2.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se je v obravnavanem obdobju premaknila navzdol. Krivulja je bila ob koncu obravnavanega obdobja pri vseh ročnostih do leta 2024 negativna, kar je mogoče pripisati tržnim pričakovanjem, da bodo obrestne mere daljše obdobje negativne (glej graf 6).

Graf 6

Termske obrestne mere EONIA



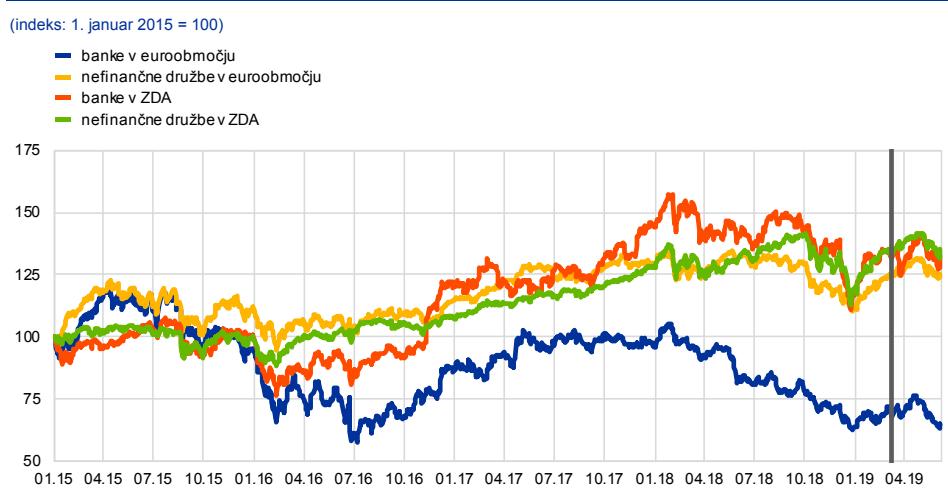
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Tečaji delnic nefinančnega sektorja so se v euroobmočju in ZDA rahlo zvišali.

Tečaji delnic nefinančnih družb in bank v euroobmočju so se v prvem delu obravnavanega obdobja zvišali zaradi nižjih netveganih obrestnih mer in večjega optimizma glede svetovnih trgovinskih obetov. K ugodnemu gibanju tečajev delnic nefinančnih družb v euroobmočju so prispevala tudi vse boljša pričakovanja o dobičku, vendar se je zvišanje tečajev precej izničilo zaradi ponovne krepitve trgovinskih napetosti od začetka maja (glej graf 7). Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se zato skupno zvišali za 0,5%, medtem ko so bančne delnice izgubile 6,8% vrednosti. Gibanja v ZDA so bila podobna, pri čemer so se tečaji delnic nefinančnih družb zvišali za 2,3%, tečaji bančnih delnic pa za 0,9%.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

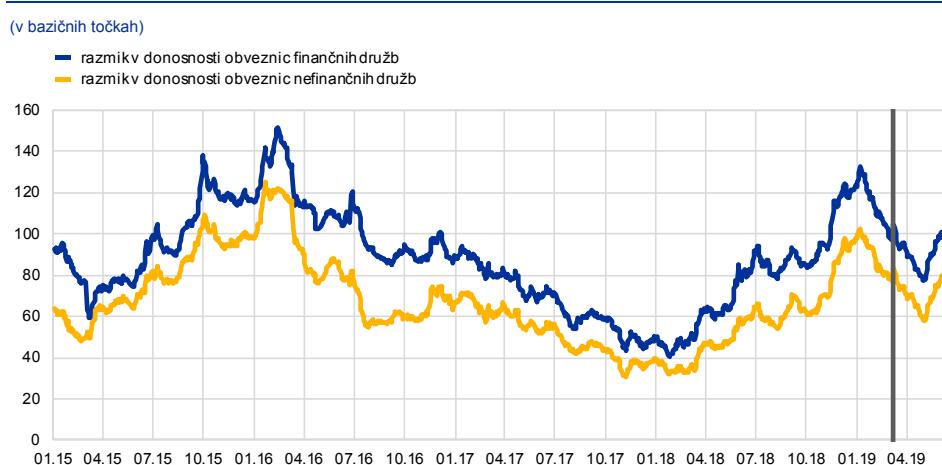
Opombe: Navpična siva crta označuje začetek obravnavanega obdobja (7. marec 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2019.

Kljud velikim nihanjem se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju do konca obravnavanega obdobja večinoma niso spremenili.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so najprej še naprej sledili trendu zmanjševanja, ki se je začel na začetku letošnjega leta, nato pa so se v začetku maja zaradi sprememb v dojemanju tveganj močno povečali. Gledano v celoti se je razmak v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda glede na netvegano obrestno mero v obravnavanem obdobju zmanjšal za okrog 2 bazični točki na 79 bazičnih točk (glej graf 8). Do konca obravnavanega obdobja se ni bistveno spremenila niti donosnost obveznic finančnega sektorja, pri čemer se je razmak v njihovi donosnosti glede na netvegano obrestno mero zmanjšal za okrog 3 bazične točke. Oba razmika sta bila še vedno precej manjša kot v zadnjih mesecih leta 2018.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju



Viri: indeksi iBoxx in izračuni ECB.

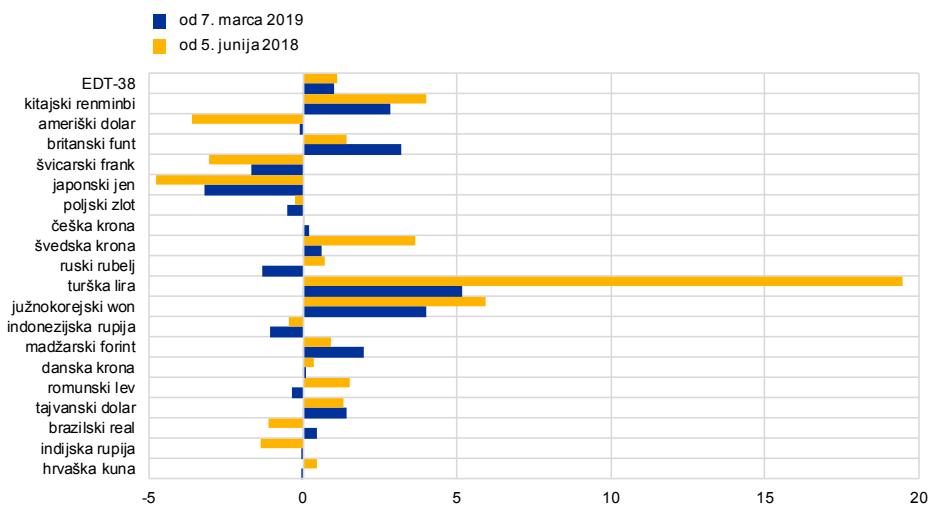
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (7. marec 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 5. junij 2019.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, v obravnavanem obdobju apreciiral (glej graf 9). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je zvišal za 1,0%. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v razmerju do ameriškega dolarja rahlo depreciralo za 0,1%, oslabel pa je tudi v razmerju do japonskega jena (za 3,2%) in ruskega rublja (za 1,3%). V razmerju do kitajskega renminbia je apreciiral za 2,8% in v razmerju do britanskega funta za 3,2%, okreplil pa se je tudi v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



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 5. junija 2019.

3

Gospodarska aktivnost

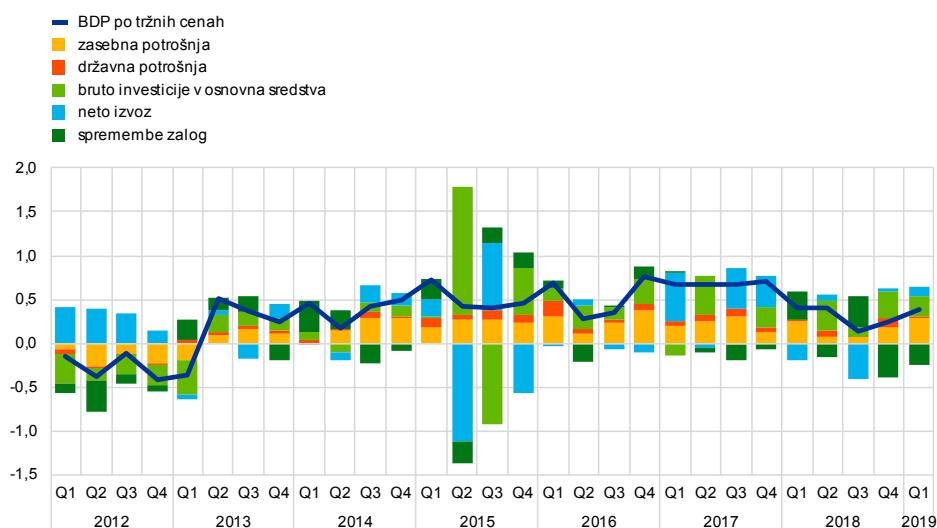
Po upočasnitvi v drugi polovici preteklega leta, ki je bila posledica šibkejšega zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja, se je realna rast BDP v euroobmočju v prvem četrtletju 2019 povečala. Novi podatki in najnovejši anketni rezultati kažejo, da bo rast v bližnji prihodnosti šibkejša, vendar vztrajna. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna rast BDP v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,4% in v letu 2021 1,4%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2019 popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke, za leto 2020 pa navzdol za 0,2 odstotne točke in za 0,1 odstotne točke za leto 2021.

Rast se je v prvem četrtletju 2019 povečala, kar je predvsem posledica začasnih dejavnikov. BDP se je v prvem četrtletju 2019 medčetrtletno realno povečal za 0,4%, potem ko je povprečna rast v drugem polletju 2018 znašala 0,2% (glej analizo obdobjij začasne upočasnitve v euroobmočju v okvirju 3). Domače povpraševanje je v prvem četrtletju 2019 ostalo močno. Rast so spodbujali zlasti zasebna potrošnja in izdatki za naložbe v osnovna sredstva, ki so prispevali 0,3 odstotne točke oziroma 0,2 odstotne točke. Spremembe zalog so negativno prispevale k realni rasti BDP v prvem četrtletju, medtem ko je bil majhen prispevek neto trgovinske menjave pozitiven (glej graf 10). Na rast gospodarske aktivnosti je v nekaterih državah spodbudno vplivalo povečanje izvoza, povezanega z izjemno močnim uvoznim povpraševanjem v Združenem kraljestvu v pričakovanju prvotnega datuma brexita. Poleg tega se je v Nemčiji močno okreplila zasebna potrošnja, ko se je povečalo število registracij osebnih avtomobilov po motnjah v proizvodnji avtomobilov v drugi polovici leta 2018. Zasebno potrošnjo so podpirali tudi javnofinančni ukrepi, ki so začeli učinkovati v prvem četrtletju, ko naj bi dosegli tudi največji učinek. Na strani ponudbe so rast močno podpirale vse komponente dodane vrednosti. Na splošno se je medčetrtletno industrijska proizvodnja (vključno z gradbeništvom) v prvem četrtletju 2019 povečala za 0,8%, potem ko se je v četrtletju prej zmanjšala za 1,2%. Proizvodnja v gradbeništvu je rasla hitreje (2,0%) zaradi dobrih vremenskih pogojev v prvih nekaj mesecih leta 2019.

Graf 10

Realni BDP v euroobmočju in komponente

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



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2019.

Gibanja na trgih dela v euroobmočju so ostala močna. Ob krepki gospodarski rasti se je zaposlenost v prvem četrtletju 2019 povečala za 0,3%, kar je enako kot v zadnjem četrtletju 2018. V povprečju se je rast zaposlenosti v zadnjih treh četrtletjih v primerjavi s prvo polovico leta 2018 nekoliko upočasnila, vendar v primerjavi z gibanjem rasti BDP ostaja močna. Povprečno število opravljenih delovnih ur se je v prvem četrtletju 2019 rahlo zmanjšalo. Produktivnost dela na zaposlenega je v prvem četrtletju 2019 ostala medčetrtletno nespremenjena po majhnem zmanjšanju v drugi polovici leta 2018.

Novejši kratkoročni kazalniki na trgu dela še naprej kažejo pozitivno rast zaposlenosti. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je aprila znašala 7,6%, potem ko je bila marca 7,7%. Kratkoročni anketni kazalniki so se maja umirili, vendar še naprej kažejo nadaljnje ustvarjanje delovnih mest v bližnji prihodnosti.

Graf 11

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2019 pri zaposlenosti, na maj 2019 pri PMI in na april 2019 pri stopnji brezposelnosti.

Gibanje zasebne potrošnje so še naprej najbolj spodbujali predvsem okrevanje na trgu dela in okrepljene bilance gospodinjstev. Zasebna potrošnja se je v prvem četrtletju 2019 medčetrtletno povečala za 0,5%, potem ko je bila rast v zadnjem četrtletju 2018 nekoliko šibkejša. Število registracij osebnih avtomobilov se je aprila mesečno povečalo za 4,7%, s čimer se je konsolidiralo povečanje, zabeleženo v prvem četrtletju, tako da je bila na splošno dosežena raven izpred enega leta. Normalizacija števila registracij avtomobilov je skladna z navedbami gospodinjstev glede večjih nakupov v prihodnjem letu. Z dolgoročnejšega vidika vse višji dohodki od dela še naprej podpirajo temeljni zagon zasebne potrošnje, kar je razvidno tudi iz nadpovprečnega zaupanja potrošnikov. Poleg tega je nadaljnja krepitev bilanc gospodinjstev še vedno pomemben dejavnik, ki prispeva k vztrajni rasti potrošnje, saj je kreditna sposobnost gospodinjstev odločilna za njihovo dostopnost do kreditov.

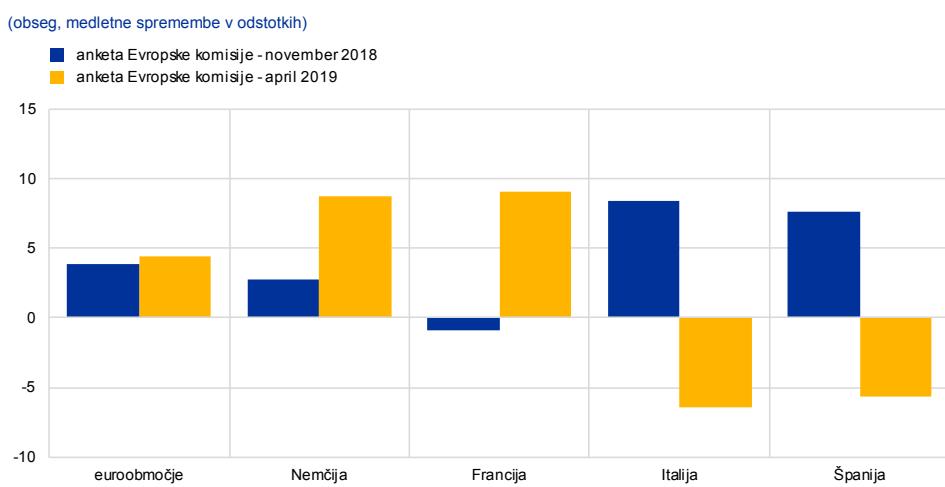
Realno rast BDP naj bi še naprej na splošno precej spodbujalo sedanje okrevanje na stanovanjskih trgih. Stanovanjske investicije so se v prvem četrtletju 2019 zaradi nadaljevanja okrevanja v številnih državah euroobmočja in v euroobmočju kot celoti povečale za 1,1%. Zadnji kratkoročni kazalniki in rezultati anket kažejo pozitiven, vendar upočasnjjen zagon. Gradbena aktivnost je v prvem četrtletju 2019 že četrto četrtletje zaporedoma rasla in se je povečala za 2,0%, kar je podobno segmentu visokih gradenj. Tudi rast indeksa vodij nabave (PMI) za gradbeno aktivnost je aprila trajala že dve leti in pol, podoben vzorec pa je tudi v segmentu stanovanjske gradnje. Hkrati se je kazalnik Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu maja zmanjšal. Kazalnik PMI in kazalnik zaupanja še naprej precej presegata dolgoročno povprečje.

Podjetniške naložbe bodo po pričakovanjih še naprej rasle, čeprav počasneje, kar je povezano s slabitvijo zunanjega povpraševanja. V podporo takšnim ocenam so v skladu z najnovejšo anketo Evropske komisije o investicijah v industriji pričakovanja glede medletne rasti investicij v letu 2019 na splošno nespremenjena na ravni 4,4% v primerjavi s predhodno anketo, izvedeno novembra 2018 (glej graf 12).

Podatki iz ankete kažejo tudi, da naj bi investicije še naprej spodbujali krepitev domačega povpraševanja, visoke stopnje izkoriščenosti zmogljivosti in ugodni pogoji financiranja. Nekoliko manj pozitivno pa je dejstvo, da so investicijsko klimo v zadnjih četrteletjih zavirali geopolitični dejavniki, trgovinski spori, brexit in ranljivosti na Kitajskem (glej okvir 4 z naslovom »Zaupanje in naložbe«).

Graf 12

Načrti glede realnih naložb v industriji v letu 2019



Vir: Anketa Evropske komisije o investicijah v industriji.

Trgovinska menjava v euroobmočju ostaja šibka, vendar se začenjajo kazati prvi znaki stabilizacije. Glede na najnovejše objavljene podatke iz nacionalnih računov se je skupni izvoz euroobmočja v prvem četrtletju 2019 realno povečal za 0,6%, uvoz pa za 0,4% glede na predhodno četrtletje. Najnovejši podatki o mesečni blagovni menjavi potrjujejo šibke rezultate, saj se je nominalni izvoz v države zunaj euroobmočja marca rahlo zmanjšal (-0,2% glede na pretekli mesec), medtem ko se je nominalni uvoz iz držav zunaj euroobmočja po februarskem zmanjšanju nekoliko okreplil (0,7% glede na pretekli mesec). Obseg izvoza blaga na Kitajsko se je marca okreplil, izvoz v Združeno kraljestvo pa je februarja pozitivno presenetil zaradi učinka pričakovanega brexita, medtem ko je izvoz v ZDA pozimi oslabel. Najnovejši anketni kazalniki na podlagi izvoznih naročil dajejo mešane signale.

Kljub pozitivnim rezultatom, ki jih kaže realna rast BDP euroobmočja v prvem četrtletju 2019, najnovejši ekonomski podatki in anketne informacije nakazujejo, da je bila rast v drugem in tretjem četrtletju letos nekoliko šibkejša. Čeprav je videti, da je vpliv nekaterih dejavnikov, značilnih za posamezne države, v določeni meri popustil, povečana globalna negotovost še naprej zavira pričakovano rast v euroobmočju. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije je aprila in maja v povprečju dosegel 104,5, kar je manj od četrtletnega povprečja v prvem četrtletju 2019, ko je dosegel vrednost 106. Medtem je najnovejši sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti povprečno znašal 51,6, kar je približno nespremenjeno od povprečja v prvem četrtletju. Medtem ko kazalnik gospodarske klime ostaja nad dolgoročnim povprečjem, je indeks PMI nekoliko pod povprečjem in sorazmerno blizu mejne vrednosti krčenja.

Kratkoročno bo gospodarska rast v euroobmočju po pričakovanjih še naprej

zmerna. Ukrepi denarne politike ECB še naprej prispevajo k ugodnim obrestnim meram za posojila, kar spodbuja gospodarsko rast v euroobmočju. Zasebno potrošnjo spodbujajo zdravi trgi dela, naraščanje zaposlenosti in zaupanje gospodinjstev. Investicije gospodinjstev ostajajo močne, k investicijam podjetij pa prispevajo ugodni pogoji financiranja in močno domače povpraševanje. Globalni zaviralni dejavniki še naprej slabijo kratkoročne gospodarske obete v euroobmočju, ker se je grožnja zaradi povečevanja protekcionizma in geopolitičnih dejavnikov v zadnjem času okreplila. V takšnih razmerah tveganja, ki spremljajo gospodarsko rast v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti.

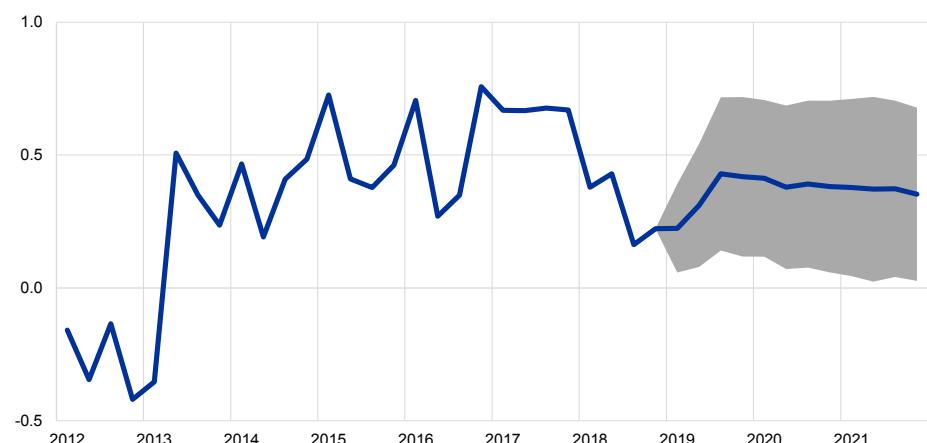
Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov

Eurosistema za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,4% in v letu 2021 ravno tako 1,4% (glej graf 13). V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2019 popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke, za leto 2020 pa navzdol za 0,2 odstotne točke in za 0,1 odstotne točke za leto 2021.

Graf 13

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki je bil 6. junija 2019 objavljen 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 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.

4

Cene in stroški

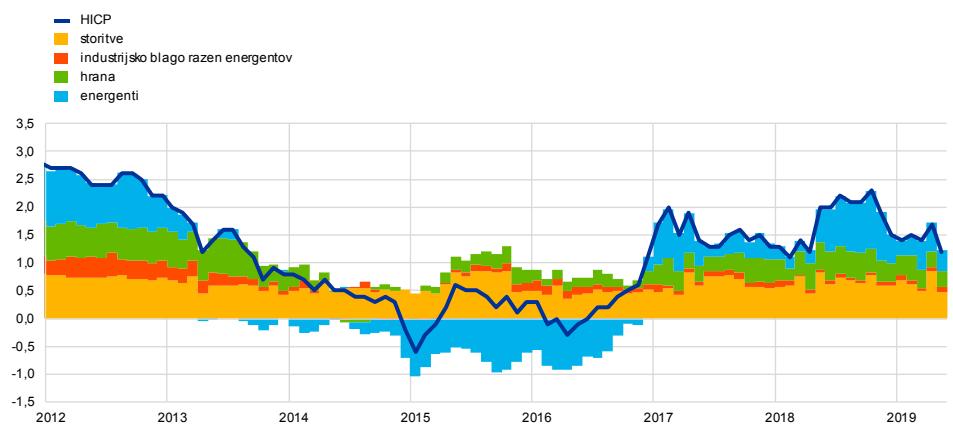
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2019 znašala 1,2%, potem ko je aprila dosegla 1,7%. Če odmislimo nedavno volatilnost, ki so jo povzročili začasni dejavniki, ostajajo merila osnovne inflacije na splošno umirjena, vseeno pa se zaradi velike izkoriščenosti zmogljivosti in vse večjega pomanjkanja ustrezne delovne sile še naprej krepijo in širijo pritiski s strani stroškov dela. Kar zadeva prihodnja gibanja, naj bi se osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju postopoma zviševala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in močnejša rast plač. Takšno oceno na splošno kažejo tudi junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,3%, v letu 2020 1,4% in v letu 2021 1,6%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede inflacije za leto 2019 popravljeni za 0,1 odstotne točke navzgor, za leto 2020 pa za 0,1 odstotne točke navzdol. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,1%, leta 2020 1,4% in leta 2021 1,6%.

Skupna inflacija se je maja znižala zaradi šibkejše medletne stopnje inflacije v bolj volatilnih kategorijah. Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju maja 2019 upadla na 1,2%, potem ko je aprila znašala 1,7% (glej graf 14). Zvišanje v aprilu in znižanje v maju sta predvsem posledica poznejšega datuma letošnje velike noči in učinka, ki ga ima to na medletno stopnjo rasti cen nekaterih s potovanji povezanih postavk. Ta učinek je opazen zlasti v dinamiki rasti cen storitev, ki se je zvišala z 1,1% v marcu na 1,9% v aprilu, nato pa je v maju ponovno upadla na 1,1%. Rast cen energentov se je maja znižala na 3,8%, potem ko je aprila znašala 5,8%.

Graf 14

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletna spremembra v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



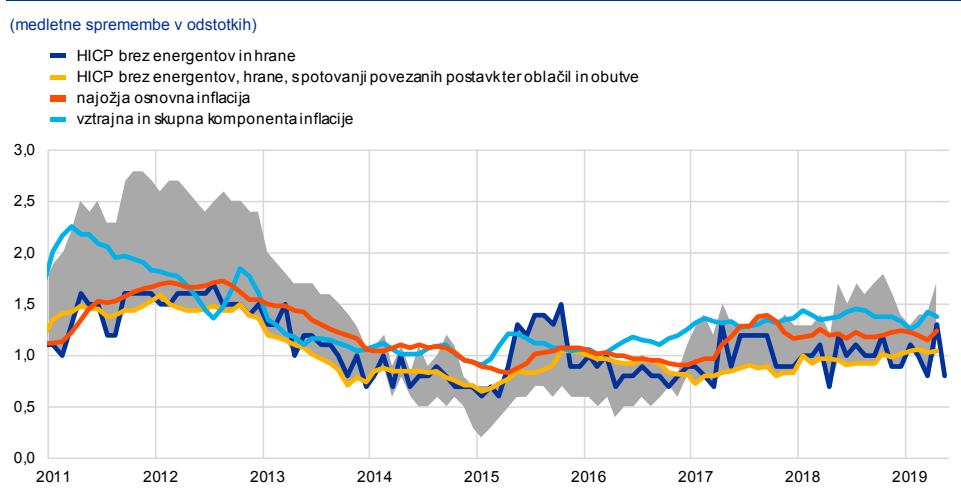
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2019 (prva ocena). Stopnje rasti za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir 5 v *Ekonomskem biltenu*, številka 2, ECB, 2019).

Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena. Inflacija brez energentov in hrane je maja znašala 0,8%, potem ko je aprila dosegla 1,3% in marca 0,8% (glej

graf 15). Tako kot pri skupni inflaciji tudi aprilsko zvišanje tega merila osnovne inflacije in njegovo majsko znižanje odražata učinek poznejšega datuma velike noči. Ta začasni vpliv na zvišanje stopnje inflacije v aprilu je zajet tudi v modificirani aritmetični sredini, tj. v merilu, ki je vključeno v pas osnovne inflacije, hkrati pa podatki za maj najverjetneje ne bodo spremenili širše slike o nespremenjenih merilih osnovne inflacije v zadnjih mesecih. Tako so bila vsa merila, s pomočjo katerih se lahko izločijo takšni začasni učinki, na primer inflacija brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve, kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije in kazalnik najožje osnovne inflacije, aprila nespremenjena (najnovejši razpoložljivi podatki).² V prihodnjem obdobju se bodo merila osnovne inflacije predvidoma zviševala postopoma, in sicer predvsem zaradi okrepljene rasti plač in povečane rasti prodajnih cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih.

Graf 15
Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2019 (prva ocena) pri inflaciji brez emergentov in hrane ter na april 2019 pri vseh drugih merilih. Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez emergentov; HICP brez emergentov in nepredelane hrane; HICP brez emergentov in hrane; HICP brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; tehtana mediana HICP. Stopnje rasti inflacije brez emergentov in hrane so za leto 2015 izkrivljene navzgor zaradi metodološke spremembe (glej okvir 5 v *Ekonomskem biltenu*, številka 2, ECB, 2019).

Cenovni pritiski v poznejših fazah dobavne verige industrijskega blaga razen emergentov so ostali daleč nad dolgoročnim povprečjem, v zgodnejših fazah pa so rahlo popustili. Rast proizvajalčevih cen neživilskih proizvodov za široko porabo, prodanih v euroobmočju, se je aprila rahlo znižala na 0,9%, potem ko je marca znašala 1,0%, čeprav je bila še vedno daleč nad 0,55-odstotno dolgoročno povprečno ravnjo. Zvišanje z najnižje –0,2-odstotne ravni iz decembra 2016 je bilo zabeleženo v vseh podsektorjih, ki sestavljajo predelovalne dejavnosti, kar nakazuje določeno mero vztrajnosti. S tem povezana rast uvoznih cen se je še naprej vztrajno zviševala z zadnje najnižje 0,3-odstotne ravni v decembru in marca doseгла 1,5%, kar je predvsem odraz vpliva nedavne depreciacije efektivnega tečaja eura. Ta je verjetno odtehtala nekoliko šibkejše svetovne cenovne pritiske, pri čemer se je inflacija brez emergentov v svetovnem indeksu cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (PPI)

² Več informacij o omenjenih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 članka »*Measures of underlying inflation for the euro area*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

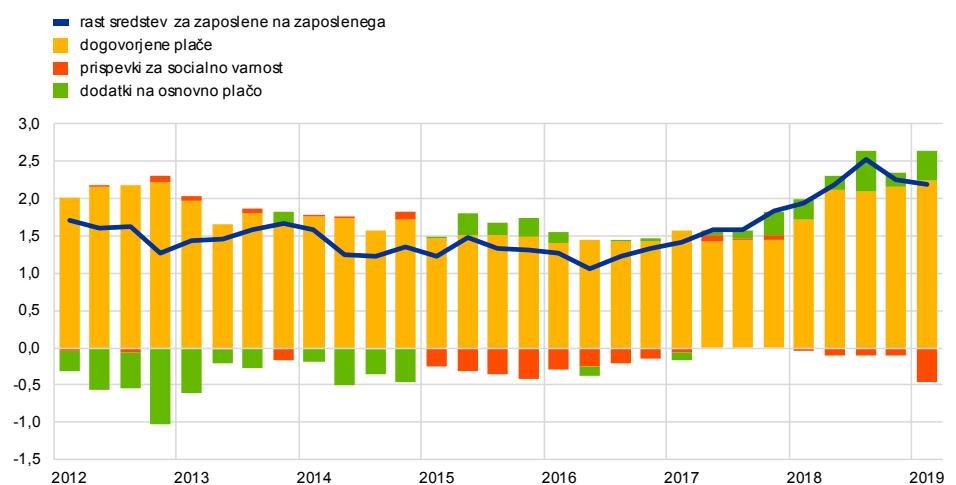
marca še dodatno znižala na raven 3,3%, potem ko je septembra 2018 dosegla višek na ravni 4,8%.

Rast plač je ostala robustna, kar nakazuje kopičenje domačih stroškovnih pritiskov. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je v prvem četrletju 2019 znašala 2,2%, kar je nespremenjeno od zadnjega četrletja 2018 in nad dolgoročnim povprečjem (glej graf 16). Medletna rast dogovorjenih plač v euroobmočju je v prvem četrletju 2019 znašala 2,2% in se prav tako ni spremenila od zadnjega četrletja 2018. V nasprotju z dodatki na osnovno plačo je rast dogovorjenih plač vztrajnejša in se postopno odziva na kumulativne spremembe stopnje brezposelnosti. Obeti za nadaljnjo močno rast dogovorjenih plač v prihodnosti so večinoma odvisni od nekaterih dolgoročnejših plačnih dogovorov (v nekaterih primerih do leta 2020) in naj bi vse leto 2019 podpirali okrepljeno dinamiko rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega.

Graf 16

Prispevek komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletna sprememba v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrletje 2019.

Tržna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so nekoliko upadla, anketna merila pa so ostala stabilna.

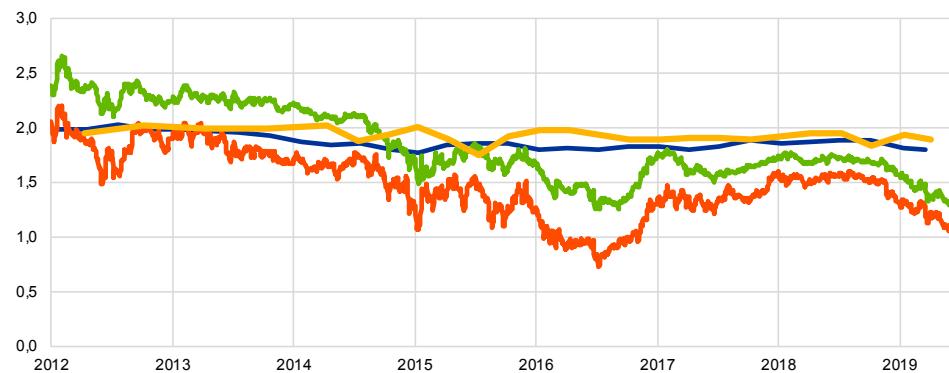
Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 5. junija 2019 znašala 1,29%, kar je osem bazičnih točk pod ravnjo v času aprilske seje Sveta ECB (glej graf 17). Prihodnja dinamika tržnih meril inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije, saj 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, kar nakazuje, da trgi tveganje deflacji trenutno ocenjujejo kot zelo nizko. Dolgoročnejša inflacijska pričakovanja, merjena z anketami, so ostala stabilna na ravni pod 2%, vendar blizu te meje. V anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrletje 2019 so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala na ravni 1,8%, medtem ko so v anketah Consensus Economics in Euro Zone Barometer za april ostala na ravni 1,9%.

Graf 17

Merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

- anketa o napovedih drugih strokovnjakov, dolgoročnejše obdobje
- anketa Consensus Economics, dolgoročnejše obdobje
- obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez štiri leta
- obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez petlet



Viri: Anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters), Consensus Economics, Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: V anketi o napovedih drugih strokovnjakov se dolgoročnejše obdobje nanaša na koledarsko leto čez štiri ali pet let od datuma ankete, medtem ko se v anketi Consensus Economics dolgoročnejše obdobje nanaša na povprečje za obdobje čez pet do deset let od datuma ankete. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2019 pri anketi o napovedih drugih strokovnjakov, na april 2019 pri Consensus Economics in na 5. junij 2019 pri obrestnih merah v obrestnih zamenjavah na inflacijo.

Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov

Eurosistema naj bi se osnovna inflacija postopno zviševala. Na podlagi informacij, ki so bile na voljo sredi maja, te projekcije predvidevajo, da bo skupna inflacija v letu 2019 v povprečju znašala 1,3%, v letu 2020 1,4% in v letu 2021 1,6%, v primerjavi z 1,2%, 1,5% oziroma 1,6% za ista leta v letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB (glej graf 18). Glavni razlog za popravke je skupina emergentov, v kateri je bila napoved inflacije za leto 2019 popravljena izrazito navzgor zaradi močnejše rasti cen nafte, za leto 2020 pa navzdol zaradi strmejše navzdol usmerjene krivulje terminskih cen nafte. Inflacija brez emergentov in hrane se bo predvidoma zviševala ob spodbudi bolj postopnega, a nadaljnjega gospodarskega okrevanja in presežnega povpraševanja na trgu dela, kar bo privedlo do višjih domačih stroškovnih pritiskov. Inflacija brez emergentov in hrane bo v letu 2019 narasla na 1,1%, v letu 2020 na 1,4% in v letu 2021 na 1,6%. Ta dinamika predstavlja majhen popravek navzdol za leto 2019, ki je predvsem odraz dejanskih podatkov za letos, ki so bili do zdaj slabši od pričakovanih.

Graf 18

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »[Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki je bil 6. junija 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2019 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2021 (projekcije). Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina 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. Presečni datum za podatke v projekcijah je 22. maj 2019.

5

Denar in krediti

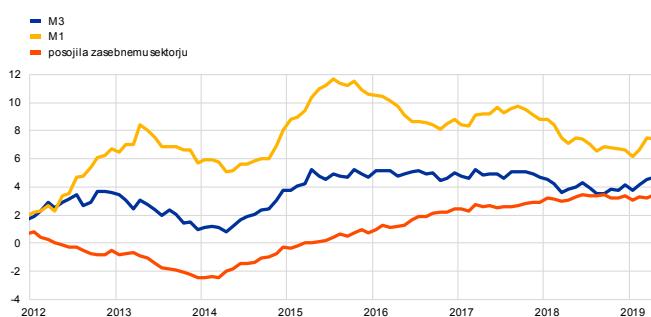
Medletna rast širokega denarja in posojil zasebnemu sektorju se je aprila 2019 povečala. Rast agregata M3 je ostala vztrajna kljub upadanju samodejnega prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev. Hkrati so bili pogoji financiranja za banke in bančni posojilni pogoji še vedno ugodni, kar je bilo tudi posledica ukrepov denarne politike, objavljenih marca in junija. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je po zmanjšanju v zadnjem četrtletju 2018 v prvem četrtletju 2019 okrepilo ob izboljšanju razmer na trgu državnih obveznic in ob zmanjševanju stroškov tržnega dolžniškega financiranja v obdobju do aprila.

Rast širokega denarja se je aprila rahlo povečala in ponovno dosegla stopnjo, kakršna je bila ob koncu leta 2017. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3, ki je marca znašala 4,6% (glej graf 19), se je ob podpori nižjih oportunitetnih stroškov aprila 2019 povečala na 4,7%. Rast agregata M3 je ostala vztrajna kljub upadanju samodejnega prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev, kar pomeni, da je bil vpliv slednjega manjši. Rast agregata M3 se je od konca leta 2017 do najniže vrednosti v avgustu 2018 umirjala, saj so se neto nakupi vrednostnih papirjev zmanjšali. Ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3, je še naprej največ prispeval k rasti širokega denarja. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M1 je bila aprila na splošno stabilna (7,4% v primerjavi s 7,5% marca), kar potrujuje zaustavitev upadanja, zabeleženega od konca leta 2017. Glede na značilnosti realnega agregata M1 kot vodilnega kazalnika v primerjavi z realno rastjo BDP je to skladno z nadaljnjo stabilizacijo gospodarske aktivnosti.³

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. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Vloge čez noč, glavna komponenta M1, so na letni ravni še naprej močno rasle.

Medletna stopnja rasti vlog čez noč je aprila ostala nespremenjena na ravni 7,8%, kar odraža stabilno medletno stopnjo rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev, medtem ko se je medletna rast vlog čez noč v imetju nefinančnih družb zmanjšala. Ne glede na določeno kratkoročno volatilnost sledi rast gotovine v obtoku že dolgo uveljavljenemu

³ Glej okvir 4 z naslovom »The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2019.

trendu in ne kaže, da bi se v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer v euroobmočju kot celoti gotovina v veliki meri nadomeščala z vlogami. Prispevek kratkoročnih vlog razen vlog čez noč (tj. M2 minus M1) je prvič po koncu leta 2013 postal pozitiven in nadaljeval trend naraščanja, zabeležen v zadnjih četrletjih, ob podpori nizkih oportunitetnih stroškov imetja instrumentov M3. Tržni instrumenti (M3 minus M2) so še naprej negativno prispevali k rasti agregata M3 zaradi sorazmerno nizkega obrestovanja teh instrumentov.

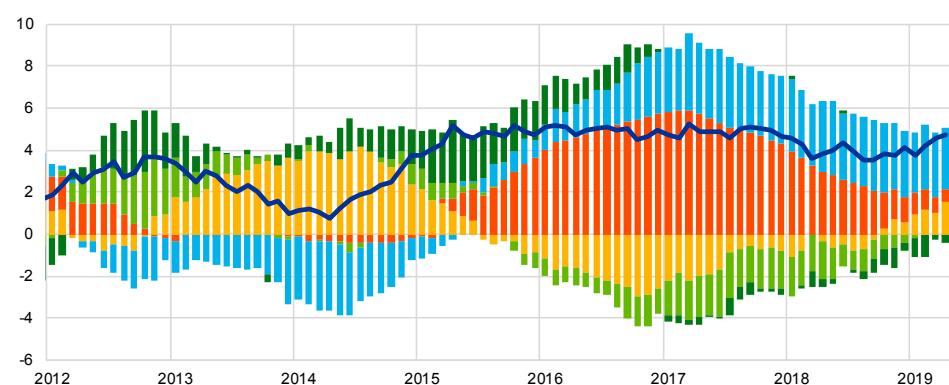
Zmanjševanje samodejnega prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev k rasti agregata M3 sta z vidika nasprotnih strank v veliki meri odtehtala prispevek kreditov zasebnemu sektorju in v zadnjem času tudi prispevek zunanjih denarnih prilivov (glej graf 20). Pozitivni prispevek državnih dolžniških vrednostnih papirjev v imetju Eurosistema k rasti denarnega agregata M3, kar je posledica samodejnega prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev k rasti agregata M3, se je še dodatno zmanjšal (glej rdeči del stolpcev v grafu 20). Medtem ko so krediti zasebnemu sektorju ostali glavni vir ustvarjanja denarja (glej modri del stolpcev v grafu 20), so zmanjšanje prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev v zadnjem času nadomestili zunanji denarni tokovi (glej rumene dele stolpcev v grafu 20). Naraščanje prispevka neto tuje aktive je posledica večjega interesa tujih vlagateljev za vrednostne papirje, izdane v euroobmočju.

Graf 20

M3 in protipostavke

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

- M3
- neto tuja aktiva
- družni dolžniški vrednostni papirji v imetju Eurosistema
- krediti DFI razen Eurosistema širše opredeljeni državi
- krediti zasebnemu sektorju
- prilivi iz dolgoročnejših finančnih obveznosti in druge protipostavke



Vir: ECB.

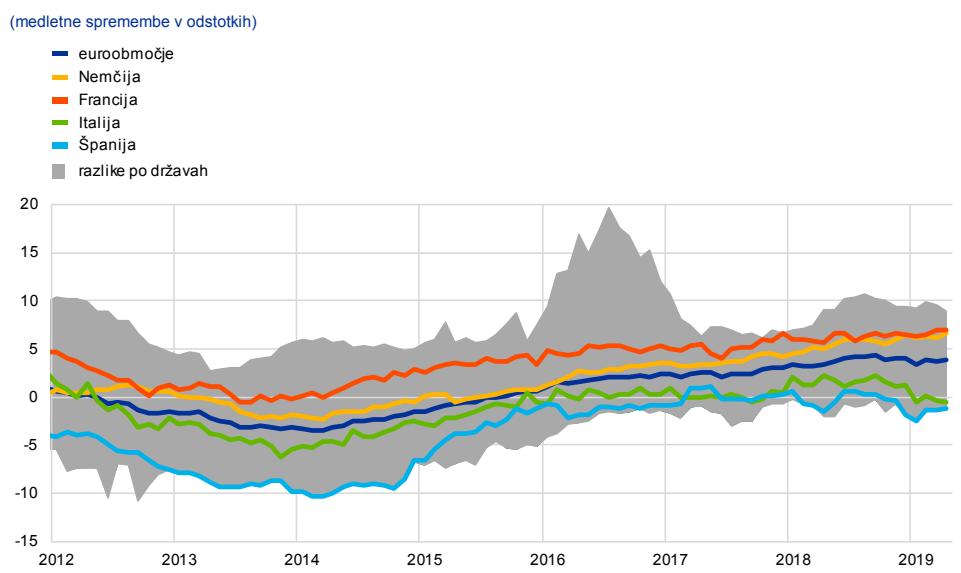
Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zaseben nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih sektorjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Rast posojil je na splošno sledila upočasnitvi gospodarske aktivnosti, vendar se je aprila nekoliko okreplila. Aprila se je medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) povečala na 3,4% (v primerjavi s 3,2% v marcu) (glej graf 19). To je bilo predvsem posledica povečanja medletne stopnje rasti posojil nefinančnim družbam, in sicer s 3,6% v marcu na 3,9% v aprilu.

Gledano onkraj kratkoročne volatilnosti se je rast posojil nefinančnim družbam nekoliko umirila, vendar je ostala sorazmerno blizu najvišje vrednosti (4,3%), dosežene septembra 2018. To sovпадa s cikličnim vzorcem zaostajanja za realno gospodarsko aktivnostjo in z upočasnitvijo skupnega povpraševanja v letu 2018. Upočasnitev je bila večinoma posledica zmanjševanja povpraševanja po posojilih zaradi manjših potreb podjetij po financiranju. Razmere na področju bančnih posojil in trgov obveznic so bile še naprej ugodne (glej spodaj), kar kaže, da ponudba ne obremenjuje kreditne dinamike, saj je denarna politika zelo spodbujevalno naravnana. Rast posojil podjetjem so zaznamovale precejšnje razlike med državami (glej graf 21). Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je aprila rahlo povečala, in sicer s 3,3% v marcu na 3,4% v aprilu, pri čemer so bile med državami velike razlike (glej graf 22). Splošno postopno rast posojil gospodinjstvom so še naprej spodbujala potrošniška in stanovanjska posojila, pri čemer so slednja, zgodovinsko gledano, neto zmerno rasla v celotnem euroobmočju. Hkrati so bila gibanja rasti stanovanjskih posojil in cen nepremičnin po državah zelo različna.

Graf 21

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

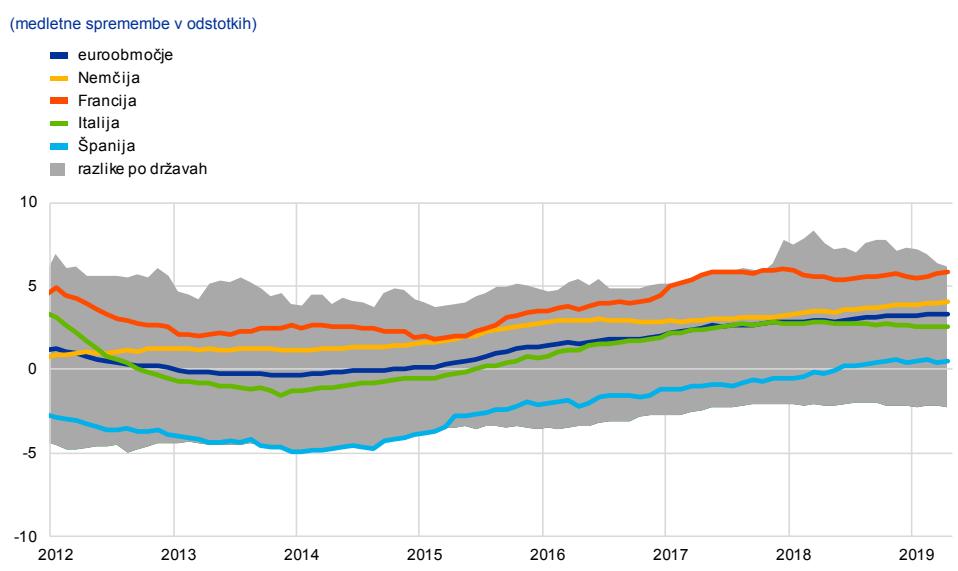


Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Graf 22

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja



Vir: ECB.

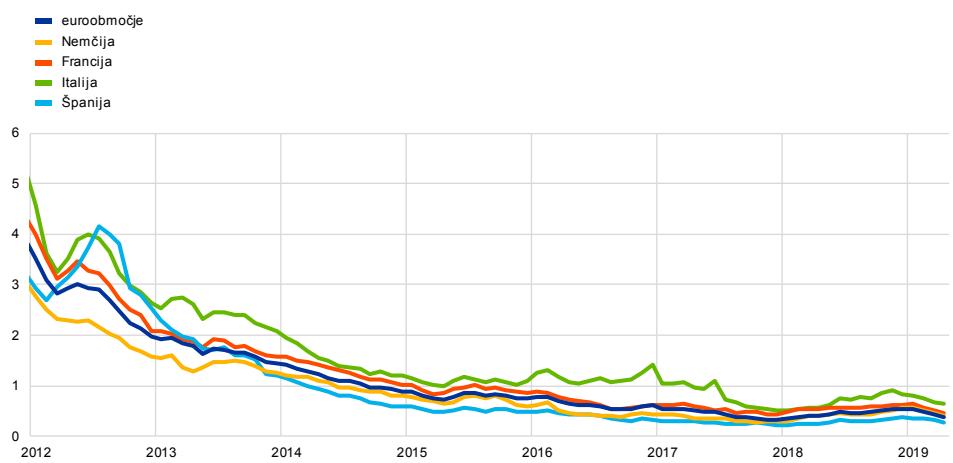
Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Pogoji dolžniškega financiranja so se za banke še dodatno izboljšali. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so se aprila še dodatno zmanjšali, saj so se z zadnje najvišje vrednosti, dosežene januarja 2019, vrnila na raven iz februarja 2018 (glej graf 23). To je bilo zlasti posledica precejšnjega znižanja donosnosti bančnih obveznic. V primerjavi z vlogami pa so bančne obveznice vseeno ostale dražji vir financiranja, ki je predstavljal majhen delež v okviru skupnega bančnega dolžniškega financiranja. Poleg tega so ostale obrestne mere za vloge v bankah euroobmočja aprila na splošno stabilne. Izboljšanje na področju stroškov bančnega dolžniškega financiranja je bilo na splošno zabeleženo v vseh največjih državah euroobmočja. Medtem ko so ostale obrestne mere za vloge v teh državah na splošno nespremenjene, se je donosnost bančnih obveznic aprila precej znižala. Banke v euroobmočju so v odgovorih na anketo ECB o bančnih posojilih poročale o boljšem dostopu do financiranja v prvem četrletju 2019, zlasti zaradi dostopa do financiranja z dolžniškimi vrednostnimi papirji. Hkrati je bila raven stroškov financiranja za banke v največjih državah euroobmočja raznolika. Aprila se je v bankah euroobmočja nekoliko zmanjšala razlika med posojilnimi in depozitnimi obrestnimi merami pri novih poslih. Istočasno se razlika med posojilnimi in depozitnimi obrestmi zmanjšuje v državah, kjer prevladujejo predvsem posojilne pogodbe s fiksno obrestno mero, kar kaže, da se obrestne mere v starih posojilnih pogodbah postopno nadomeščajo z novimi, nižjimi obrestnimi merami. Z zmanjševanjem razlike med posojilnimi in depozitnimi obrestnimi merami se znižuje dobičkonosnost bank, kar pa odtehta pozitiven vpliv nizkih ali celo negativnih obrestnih mer na kreditno kvaliteto (s čimer se znižujejo stroški rezervacij) in obseg posojil. Pogoji financiranja za banke v euroobmočju so še naprej večinoma ugodni zaradi spodbujevalno naravnane denarne politike ECB in krepitve bančnih bilanc. Hkrati kljub napredku bank na področju konsolidiranja svojih bilanc, na primer z zmanjševanjem obsega nedonosnih posojil, ostaja stopnja dobičkonosnosti bank v euroobmočju nizka.

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.

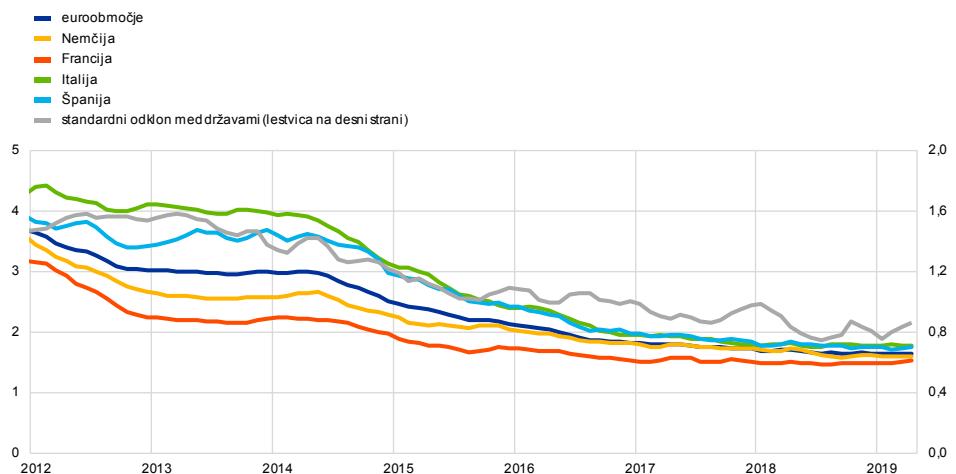
Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile še naprej najnižje do zdaj. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 24) so se aprila 2019 zmanjšale na 1,62% in ponovno dosegle najnižjo raven iz maja 2018. Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so zavirali ugodnejši stroški bančnega financiranja in še naprej močni konkurenčni pritiski. Obrestne mere je na nizki ravni zadrževalo tudi nizko kreditno tveganje nefinančnih družb v celoti, kot kaže nizka pričakovana pogostost neizpolnjevanja obveznosti odplačevanja. Skupne obrestne mere bank za stanovanjska posojila so se aprila zmanjšale na 1,75% in dosegle novo najnižjo raven (glej graf 25). Obrestne mere bank za posojila gospodinjstvom v euroobmočju so zavirali konkurenčni pritiski in ugodnejši stroški bančnega financiranja. Od napovedi ukrepov ECB za sprostitev kreditnih razmer junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom na splošno precej znižale. Od maja 2014 do aprila 2019 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 130 bazičnih točk, za posojila gospodinjstvom pa za okoli 115 bazičnih točk. Znižanje obrestnih mer bank za posojila nefinančnim družbam in tudi za posojila malim podjetjem (ob predpostavki, da se zelo nizka posojila do 0,25 milijona EUR odobravajo predvsem malim podjetjem) je bilo še zlasti pomembno v tistih državah euroobmočja, ki jih je finančna kriza bolj prizadela. To nakazuje bolj enotno transmisijo ukrepov denarne politike na obrestne mere za bančna posojila med državami euroobmočja in podjetji različnih velikosti.

Graf 24

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



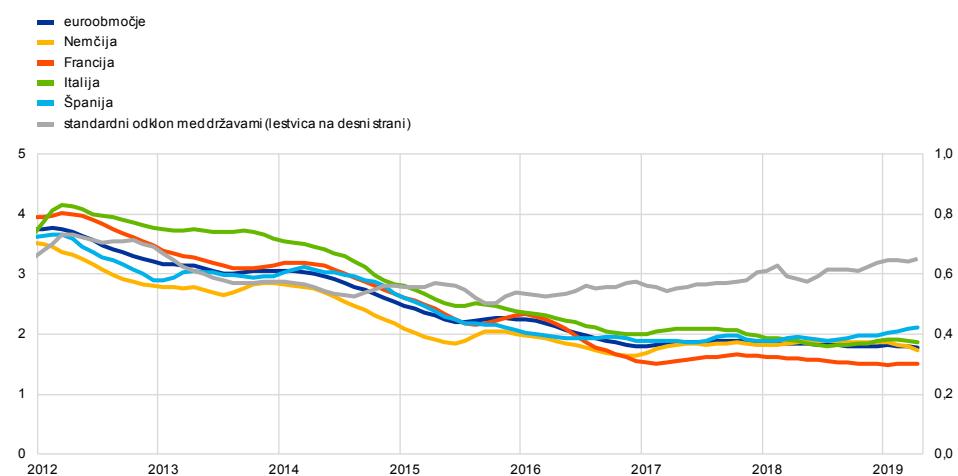
Vir: ECB.

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 fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Graf 25

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2019.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

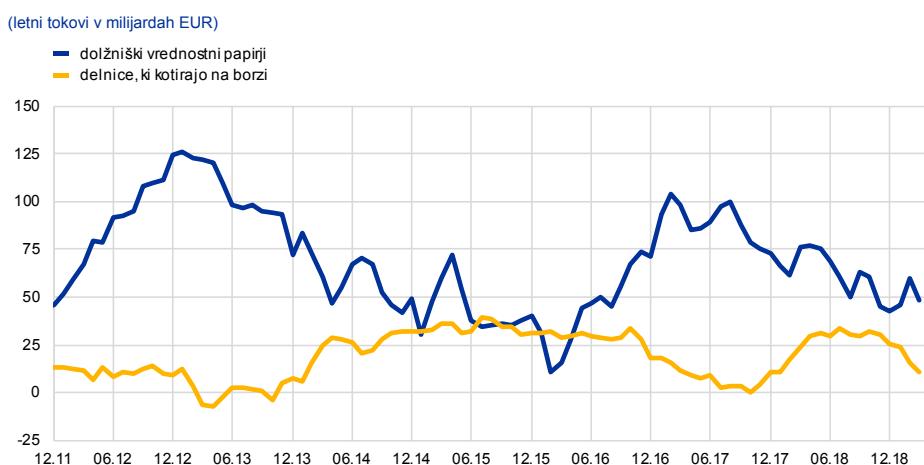
euroobmočja so se v prvem četrtletju 2019 po ocenah umirili. To je bilo posledica umirjanja bančnih posojil in še naprej nizkega izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi, medtem ko je bilo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev sorazmerno močno. Vseeno so bili v primerjavi s prejšnjo upočasnitvijo rasti v obdobju 2015–2016 tokovi dolžniškega financiranja v nefinančne družbe (na podlagi posojil DFI, izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in posojil nedenarnih sektorjev) višji. To je skladno z ugodnimi pogoji dolžniškega financiranja in trdnejšimi bilancami podjetij. Na splošno je

glede na običajno zaostajanje odziva zunanjega financiranja nefinančnih družb na gospodarsko aktivnost novejše umirjanje zunanjega financiranja nefinančnih družb skladno s slabitvijo gospodarske aktivnosti leta 2018 in posledično z manjšimi potrebami podjetij po financiranju.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je v prvem četrtletju 2019 močno poraslo z negativne ravni, zabeležene v zadnjem četrtletju 2018. Pozitivne neto tokove dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih nefinančne družbe izdale v prvem četrtletju 2019, je najverjetneje povzročilo odloženo izdajanje v zadnjem četrtletju 2018, kar je bilo povezano s poslabšanjem gospodarskih obetov in povečanjem razmikov v donosnosti obveznic, ki so jih izdale nefinančne družbe, zaradi večje nenaklonjenosti tveganju na trgu. Hitro zmanjšanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja od konca leta 2018 dalje je spodbudilo okrevanje neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb. Z dolgoročnejšega vidika so medletni tokovi neto izdajanja marca 2019 presegali tiste iz decembra 2018, ko so bili od maja 2016 najnižji (glej graf 26), in so skladni s postopno stabilizacijo, ki se je začela na začetku leta 2019. Tržni podatki kažejo, da je bilo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani izdajateljev naložbenega razreda in izdajateljev visoko donosnih obveznic aprila in maja 2019 veliko bolj umirjeno kot v prvem četrtletju 2019. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je v prvem četrtletju 2019 še naprej slabelo zaradi vrste negativnih neto mesečnih tokov, ki so se začeli novembra 2018.

Graf 26

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev in delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb v euroobmočju



Vir: ECB.

Opombe: Mesečni podatki temeljijo na 12-mesečnem tekočem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2019.

Stroški financiranja za nefinančne družbe so se aprila 2019 še dodatno zmanjšali v primerjavi z ravnijo, doseženo konec leta 2018, in dosegli najnižjo vrednost do zdaj. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so aprila znašali 4,4%. To je sedem bazičnih točk manj kakor marca 2019 in nova najnižja vrednost. Čeprav so se po ocenah stroški

financiranja maja rahlo povečali, ostajajo bistveno nižji od ravni, dosežene sredi leta 2014, ko so se začela na trgu pojavljati pričakovanja glede uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

Rezultati zadnje ankete o dostopu podjetij do financiranja kažejo, da so mala in srednje velika podjetja (MSP) v euroobmočju še naprej pozdravljala spodbujevalne pogoje financiranja, hkrati pa so izrazila določeno zaskrbljenost glede preteklih gibanj v poslovнем okolju. Kljub pozitivni pripravljenosti bank, da odobrijo kredite, je o povečanju razpoložljivosti zunanjih virov financiranja poročalo manj MSP. Poleg tega je večji delež MSP v večini držav euroobmočja občutil makroekonomske obete kot oviro za dostop do zunanjega financiranja. Kljub temu je bil, enako kot v prejšnji anketi, dostop do financiranja zanje najmanj pomembna težava, čeprav še vedno obstajajo razlike med državami. Delež MSP v težavah ostaja v euroobmočju na splošno nespremenjen in znaša okoli 3%, kar je daleč od največjega deleža, ki je v drugi polovici leta 2012 znašal 14%. V celoti gledano se zmanjšuje število MSP, ki so poročala o večjem prometu in nespremenjenem dobičku, vendar je še vedno precejšnje. Na dobiček so verjetno vplivali konkurenca, težave pri iskanju strank ter naraščanje stroškov dela in drugih stroškov (material, energija in izdatki za obresti).

6

Javnofinančna gibanja

Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila po napovedih še naprej rahlo ekspanzivna, tako da bo podpirala gospodarsko aktivnost. Hkrati morajo močno zadolžene države še naprej vzpostavljati fiskalne blažilnike, vse države pa bi morale povečati prizadevanja v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ. Obenem ostaja transparentno in dosledno izvajanje okvira Evropske unije za javnofinančno in ekonomsko upravljanje v času in med državami ključno za krepitev odpornosti gospodarstva euroobmočja.

Po lanskem zmanjšanju naj bi se javnofinančni primanjkljaj euroobmočja v letu 2019 povečal in nato v naslednjih dveh letih ostal približno stabilen.⁴ Stopnja javnofinančnega primanjkljaja je v euroobmočju leta 2018 znašala 0,5% BDP, v primerjavi z 1,0% leta 2017. Zmanjšanje v letu 2018 je predvsem posledica ugodnih cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti ter se bo letos zaradi precej nižjega ciklično prilagojenega primarnega salda verjetno izničilo. Večji primanjkljaj naj bi vztrajal tudi v naslednjih dveh letih (glej graf 27).

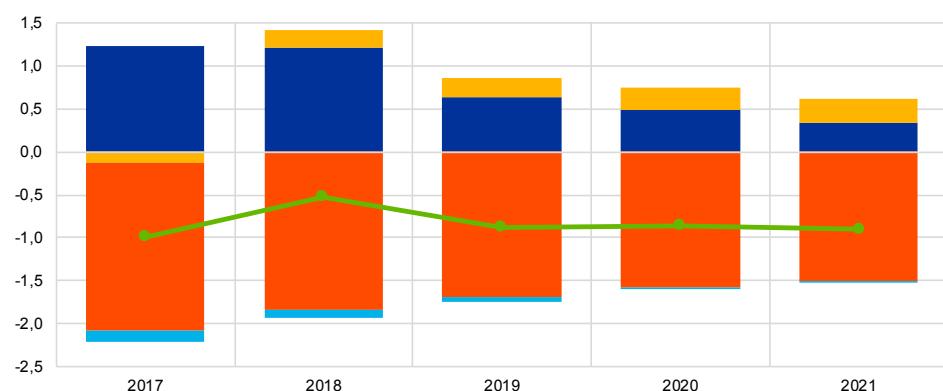
Obeti glede javnofinančnega primanjkljaja euroobmočja so se v celotnem obdobju projekcij malenkostno izboljšali v primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB. Manjši primanjkljaj je predvsem posledica manjšega poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)

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



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

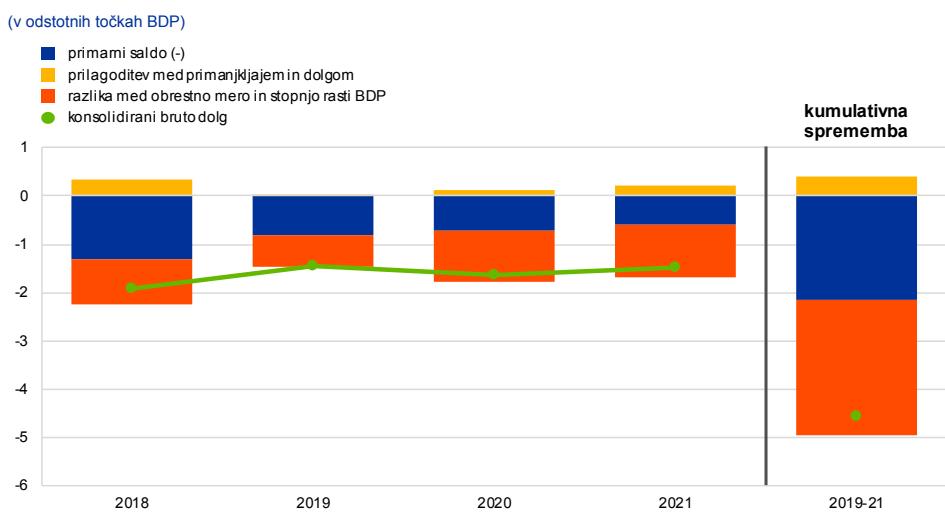
Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju.

⁴ Glej Junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, objavljene 6. junija 2019 na spletnem mestu ECB.

Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila v letu 2018 po ocenah nevtralna, od leta 2019 pa bo po napovedih rahlo ekspanzivna.⁵ Na to vpliva predvsem zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v Nemčiji in Franciji, je pa tudi posledica razmeroma dinamične rasti odhodkov v več drugih državah.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal, vendar počasneje. Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP s 85,1% leta 2018⁶ na 80,6% leta 2021. K predvidenemu zmanjšanju stopnje javnega dolga naj bi prispevala negativna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP⁷ ter vztrajni primarni presežek (glej graf 28), čeprav naj bi nekatere od teh učinkov izravnala prilagoditev med primanjkljajem in dolgom. V obdobju projekcij naj bi se delež javnega dolga v vseh državah euroobmočja zmanjševal ali se le počasi povečeval, vendar bo v številnih državah še naprej precej večji od referenčne vrednosti 60% BDP. V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami se pričakuje, da bo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP nekoliko izrazitejše, pri čemer je predvideni delež za leto 2021 popravljen navzdol za 0,5 odstotne točke. K temu prispeva predvsem rahlo višji predvideni primarni presežek v povezavi z manjšimi popravki navzdol pri prilagoditvi med primanjkljajem in dolgom.

Graf 28
Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

⁵ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih institucij na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot ciklično prilagojeni primarni saldo brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »*The euro area fiscal stance*«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

⁶ Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

⁷ Več informacij je v okvirju z naslovom »*Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter gibanje javnega dolga*«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, marec 2019.

Države morajo zagotoviti, da je njihova fiskalna politika v celoti skladna s Paktom za stabilnost in rast. Tako morajo močno zadolžene države začeti zmanjševati svoj dolg, hkrati pa bi morale vse države povečati prizadevanja v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ.

Okvirji

1

Zmanjšanje neto finančnih odlivov iz euroobmočja v letu 2018: upad neposrednih tujih naložb in upočasnitev rasti portfeljskih naložb

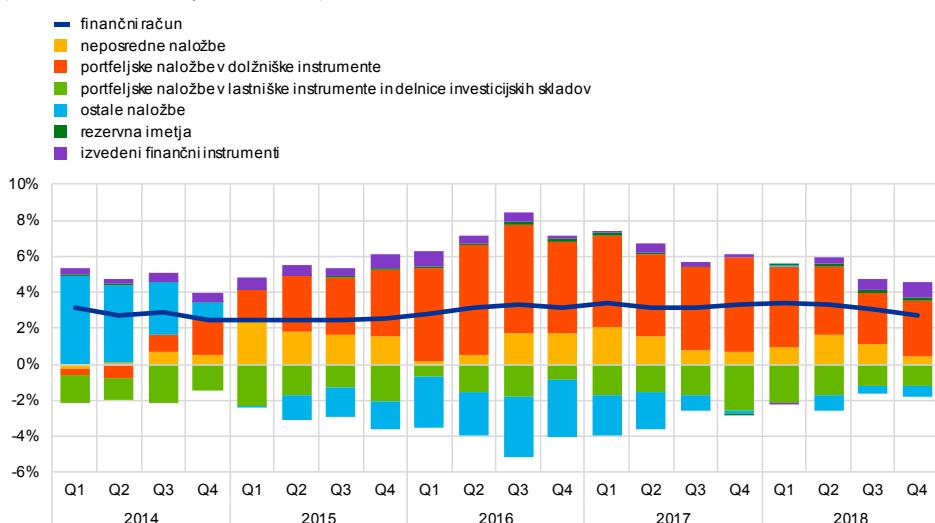
Pripravila Michael Fidora in Martin Schmitz

Finančni račun plačilne bilance euroobmočja je v letu 2018 zabeležil neto odlive v višini 2,7% BDP euroobmočja (glej graf A). Zmanjšanje neto finančnih odlivov s 3,4% BDP v letu 2017 je skladno z zmanjšanjem presežka tekočega računa euroobmočja v letu 2018 ter je delno posledica postopnega zmanjševanja neto nakupov v okviru Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev. K neto odlivom so še naprej prispevale portfeljske naložbe v dolžniške vrednostne papirje ter v manjši meri izvedeni finančni instrumenti, neposredne tuje naložbe in rezervna imetja. Hkrati so bili v euroobmočju zabeleženi neto prilivi portfeljskih naložb v lastniške instrumente in neto prilivi ostalih naložb (ki jih večinoma sestavljajo gotovina, posojila in vloge).

Graf A

Glavne postavke finančnega računa euroobmočja

(drseča vsota štirih četrletij; v odstotkih BDP)



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Positivna (negativna) številka kaže neto odlive (prilive) iz euroobmočja (v euroobmočje). Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2018.

Zmanjšanje stanja na finančnem računu je sovpadalo s splošnim upadom čezmejnih finančnih tokov v letu 2018 (glej graf B). Na strani imetij so se neto portfeljski nakupi dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih zunaj euroobmočja, ki so jih opravili rezidenti euroobmočja, v letu 2018 več kot prepolovili, saj so se glede na leto 2017 zmanjšali s 4,1% BDP na 1,4% BDP, medtem ko so se neto portfeljski nakupi lastniških vrednostnih papirjev, izdanih zunaj euroobmočja, zmanjšali na 0,2% BDP (z

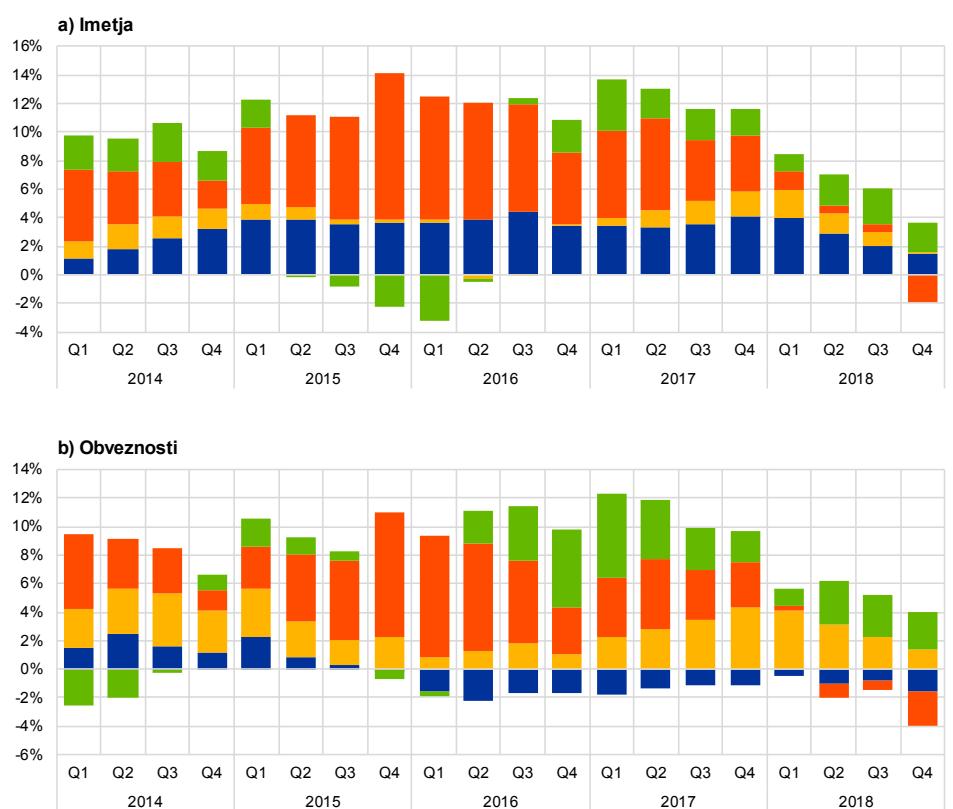
1,8% BDP leta 2017). Do največje spremembe je prišlo pri neposrednih tujih naložbah, saj so rezidenti euroobmočja v državah zunaj euroobmočja neto dezinvestirali v višini 1,9% BDP (v letu 2017 so po drugi strani neto investirali v višini 3,9% BDP). Podobna gibanja so bila zabeležena tudi na strani obveznosti, pri čemer so nerezidenti neto dezinvestirali v višini 2,4% BDP euroobmočja (potem ko so leto prej neto investirali v višini 3,2% BDP). Poleg tega so vlagatelji zunaj euroobmočja rahlo povečali neto portfeljske prodaje dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja na 1,6% BDP, neto portfeljske nakupe lastniških instrumentov euroobmočja pa zmanjšali na 1,4% BDP (s 4,3% BDP leta 2017).⁸ Upad portfeljskih naložb in transakcij v zvezi z neposrednimi tujimi naložbami je bilo v euroobmočju leta 2018 večinoma skladno z zmanjšanjem takih naložb in transakcij v drugih visoko razvitih gospodarstvih.⁹

Graf B

Izbrane postavke finančnega računa euroobmočja

(drseča vsota štirih četrtletij; v odstotkih BDP)

- portfeljski dolžniški vrednostni papirji
- portfeljski lastniški vrednostni papirji
- neposredne tujih naložbe
- ostale naložbe



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih instrumentov t.j. (izdanih zunaj euroobmočja) s strani vlagateljev iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) instrumentov euroobmočja s strani vlagateljev zunaj euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2018.

⁸ »Ostale naložbe« so bile razmeroma stabilne, saj so se tokovi imetij in obveznosti povečali na 2,0% oziroma 2,7% BDP (z 1,9% oziroma 2,1% BDP leta 2017).

⁹ Glede na niz podatkov, zbranih v McQuade, P., in Schmitz, M., »America First? A US-centric view of global capital flows«, Working Paper Series, št. 2238, ECB, februar 2019.

Na portfeljske naložbe v finančno premoženje zunaj euroobmočja, zlasti dolžniške vrednostne papirje, je v letu 2018 še naprej vplival Eurosistemov program nakupa vrednostnih papirjev.¹⁰ Od začetka izvajanja razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev v prvem četrletju 2015 so rezidenti euroobmočja vztrajno neto kupovali tuje dolgoročne dolžniške vrednostne papirje zaradi negativnih razlik v obrestnih merah med euroobmočjem in drugimi visoko razvitimi gospodarstvi (glej graf B). Sestavo svojih portfeljev so tako prilagodili v korist državnih obveznic drugih visoko razvityh gospodarstev, zlasti državnih obveznic ZDA, saj se te uporabljajo kot najbližji nadomestek za vrednostne papirje, primerne za nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Obenem so bili rezidenti euroobmočja še naprej tudi neto kupci tujih lastniških instrumentov.¹¹ Leta 2018 so vlagatelji iz euroobmočja še naprej neto kupovali ameriške dolžniške vrednostne papirje, medtem ko so z neto nakupi dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdali rezidenti Japonske in Združenega kraljestva, večinoma prenehali, kar je prispevalo k splošnemu upadu neto nakupov dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih zunaj euroobmočja. Tako kot v prejšnjih letih so »finančne družbe razen denarnih finančnih institucij (DFI)« – ki vključujejo investicijske in pokojninske sklade ter zavarovalnice – tudi v letu 2018 predstavljale največji delež neto portfeljskih nakupov tujih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih opravili rezidenti euroobmočja, drugi največji delež pa so predstavljale DFI brez Eurosistema (glej graf C).

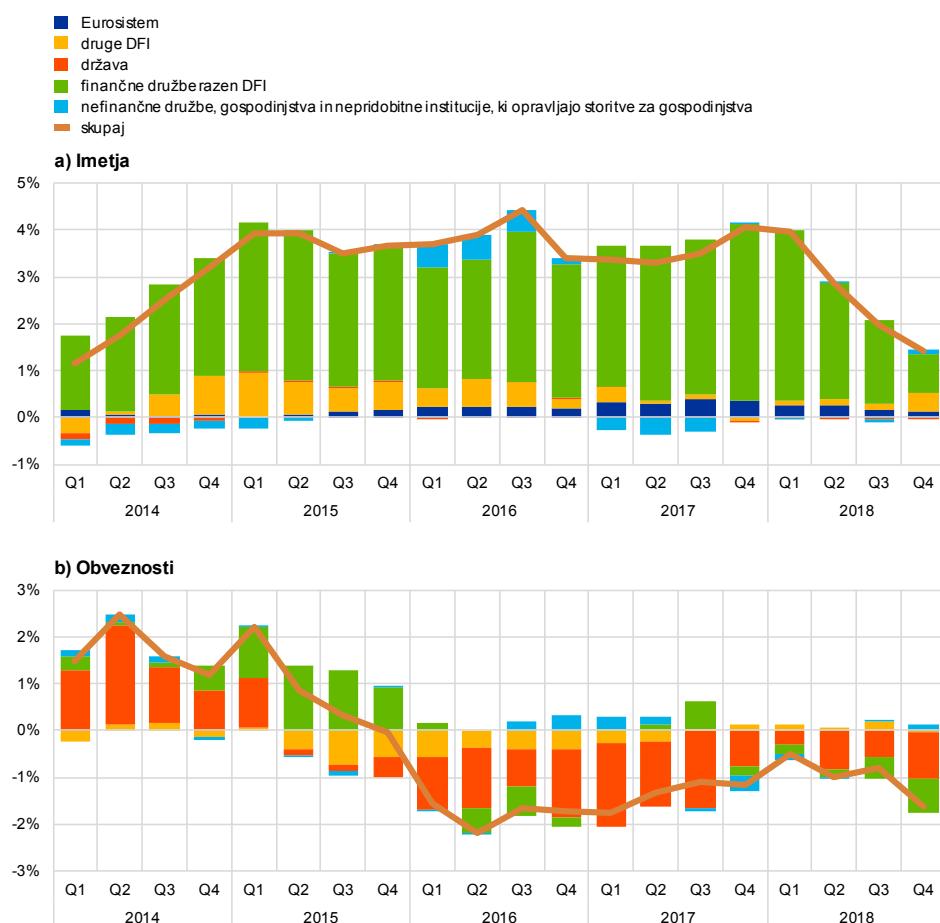
¹⁰ Eurosistem je med 9. marcem 2015 in 19. decembrom 2018 izvajal neto nakupe vrednostnih papirjev javnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, ki je del razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Več podrobnosti je na [spletнем mestu ECB](#).

¹¹ Glej Cœuré, B. »[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)«, govor na zasedanju kontaktne skupine za devize (Foreign Exchange Contact Group), 11. julij 2017, ter Bergant, K., Fidora, M., in Schmitz, M., »[International capital flows at the security level – evidence from the ECB's asset purchase programme](#)«, *ECMI Working Papers*, št. 7, Centre for European Policy Studies, 2018.

Graf C

Portfeljske transakcije z dolžniškimi vrednostnimi papirji euroobmočja po glavnih institucionalnih sektorjih

(drseča vsota štirih četrtletij; v odstotkih BDP)



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih instrumentov (tj. izdanih zunaj euroobmočja) s strani vlagateljev iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) instrumentov euroobmočja s strani vlagateljev zunaj euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2018.

Kar zadeva portfeljske naložbe v euroobmočju, je bila ključna značilnost finančnih tokov v euroobmočju od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev tudi to, da so nerezidenti vztrajno neto prodajali državne dolžniške vrednostne papirje euroobmočja. To je mogoče pripisati predvsem pomembni vlogi nerezidentov kot nasprotnih strank v razmerju do Eurosistema pri izvajaju programu nakupa vrednostnih papirjev.¹² Skladno s tem je bil obseg neto prodaj državnih obveznic euroobmočja, ki so jih opravili nerezidenčni vlagatelji, še posebno velik v štirih četrtletjih do prvega četrtletja 2017 (graf C), tj. v obdobju, ko je povprečni znesek Euroistemovih mesečnih neto nakupov vrednostnih papirjev dosegal najvišjo raven 80 milijard EUR. Zatem so nerezidenti postopno zmanjševali neto prodaje državnih dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja. Po vsej verjetnosti je bilo to povezano s postopnim zmanjševanjem obsega Euroistemovih

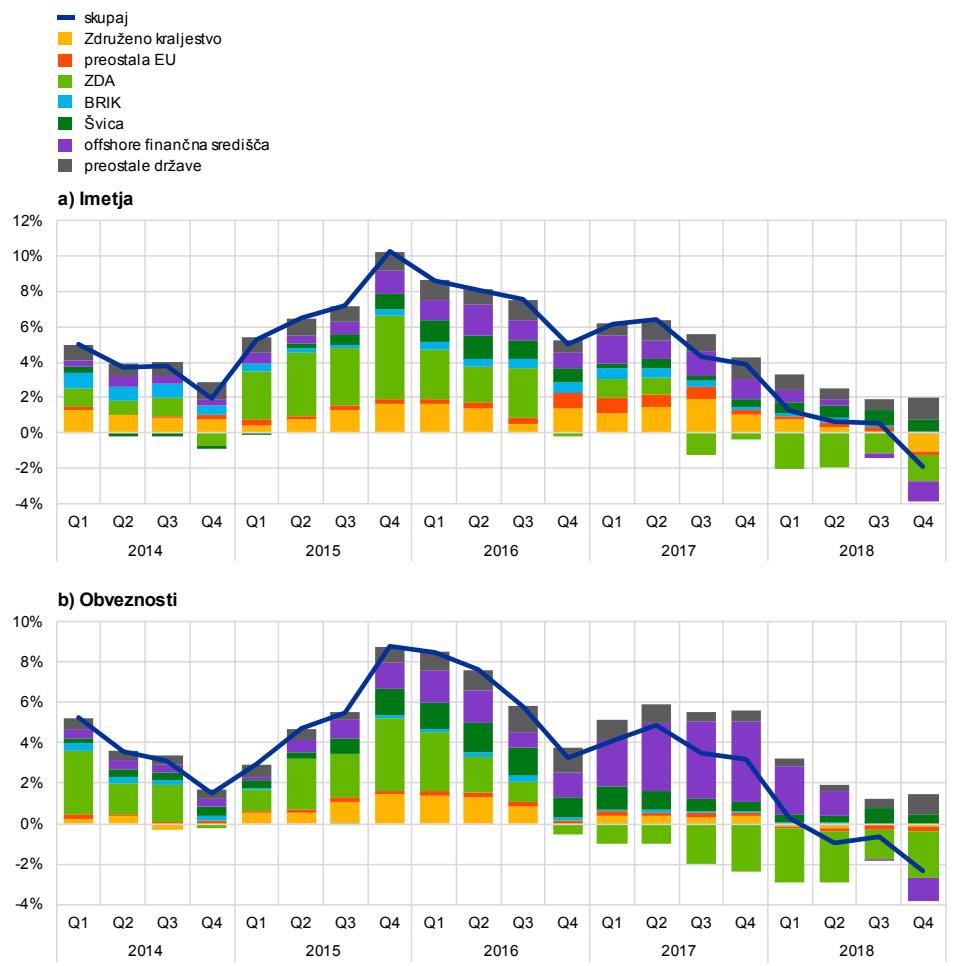
¹² Glej okvir z naslovom »[Kateri sektorji so prodajali državne vrednostne papirje, ki jih je kupoval Eurosystem?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2017.

neto nakupov do konca leta 2018.¹³ Vlagatelji zunaj euroobmočja so bili leta 2018 tudi neto prodajalci dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja, ki so jih izdale finančne družbe razen DFI, postali pa so neto kupci dolžniških vrednostnih papirjev DFI razen Eurosistema (glej graf C).

Graf D

Transakcije v zvezi z neposrednimi tujimi naložbami euroobmočja po geografski lokaciji nasprotne stranke

(drseča vsota štirih četrtletij; v odstotkih BDP)



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih instrumentov (tj. izdanih zunaj euroobmočja) s strani vlagateljev iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) instrumentov euroobmočja s strani vlagateljev zunaj euroobmočja. »Preostala EU« obsegata države članice EU in institucije EU zunaj euroobmočja, razen Združenega kraljestva. Države »BRIK« so Brazilija, Rusija, Indija in Kitajska. »Preostale države« obsegata vse države in skupine držav, ki niso navedene v legendi, ter nerazporejene postavke. zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2018.

Upad neposrednih tujih naložb v letu 2018 je bil predvsem posledica transakcij v razmerju do ZDA, ki so bile deloma povezane z davčno reformo v ZDA (glej graf D). V letu 2018 so rezidenti ZDA neto dezinvestirali iz neposrednih tujih naložb v euroobmočju v višini 2,3% BDP euroobmočja, najizraziteje v prvi polovici leta. To je mogoče vsaj delno pripisati učinku zakona o davčnih olajšavah, ki ga je ameriška

¹³ Glej Cœuré, B., »The international dimension of the ECB's asset purchase programme: an update«, govor na konferenci z naslovom »Exiting Unconventional Monetary Policies«, ki so jo organizirali Euro 50 Group, CF40 Forum in CIGI, Pariz, 26. oktober 2018.

zvezna vlada sprejela decembra 2017 in je prispeval k temu, da so v ZDA stacionirane matične družbe multinacionalnih podjetij repatriirale akumulirani dobiček, ustvarjen v tujini.¹⁴ Poleg tega so rezidenti offshore finančnih središč predstavljali neto dezinvesticije iz neposrednih tujih naložb v euroobmočju v višini 1,2% BDP euroobmočja, verjetno tudi zaradi vpliva davčne reforme v ZDA prek posredniških subjektov, rezidenčnih v teh jurisdikcijah. Možno je, da so k temu prispevale tudi spremembe v mednarodnih davčnih politikah, katerih cilj je odpraviti prakse prelivanja dobička, ki jih izvajajo multinacionalna podjetja. Po drugi strani so imeli leta 2018 največje neto neposredne tuje naložbe v euroobmočju (0,5% BDP euroobmočja) rezidenti Švice. Kar zadeva neposredne tuje naložbe rezidentov euroobmočja v tujini, so ti dezinvestirali predvsem iz ZDA (v višini 1,5% BDP euroobmočja) in iz offshore finančnih središč (v višini 1,1% BDP euroobmočja). V teh primerih je k temu verjetno prispevala tudi omenjena davčna reforma v ZDA, saj multinacionalna podjetja svoje interne finančne transakcije pogosto usmerjajo prek podjetij za posebne namene, od katerih so nekatera rezidenčna v euroobmočju.¹⁵ Poleg tega so v letu 2018 rezidenti euroobmočja prvič po letu 2008 dezinvestirali iz neposrednih tujih naložb v Združenem kraljestvu (v višini 1,1% BDP).

¹⁴ Glej »[FDI in Figures](#)«, OECD, april 2019, in Emter, L., Kennedy, B., in McQuade, P., »[US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics](#)«, *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, april 2019.

¹⁵ »[FDI in Figures](#)«, OECD, april 2019.

2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 30. januarja do 16. aprila 2019

Pripravili Iwona Durka in Annette Kamps

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019, ki sta trajali od 30. januarja do 12. marca 2019 oziroma od 13. marca do 16. aprila 2019. V navedenih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprtou ponudbo mejnega posojila in odprtou ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma -0,40%. Hkrati je Eurosistem nadaljeval fazo ponovnega investiranja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, pri čemer je ponovno investiral glavnico zapadnih vrednostnih papirjev javnega sektorja, kritih obveznic, listinjenih vrednostnih papirjev in vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.496,4 milijarde EUR, kar je za 15,1 milijarde EUR manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018). Rahlo zmanjšanje likvidnostnih potreb je bilo predvsem posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov, in sicer za 16,2 milijarde EUR na 1.368,3 milijarde.

Zmanjšanje neto avtonomnih dejavnikov je bilo posledica povečanja dejavnikov povečevanja likvidnosti, ki je bilo močnejše od rasti dejavnikov umikanja likvidnosti. K rasti na strani povečevanja likvidnosti je največ prispevala neto aktiva v eurih, ki se je v povprečju povečala za 43,2 milijarde EUR na 196,6 milijarde EUR. To pomeni, da se je zmanjšanje neto aktive v eurih za 46,7 milijarde EUR v prejšnjem obravnavanem obdobju, ki je bilo posledica sezonske dinamike ob koncu leta, skoraj v celoti izničilo. K povečanju dejavnikov povečevanja likvidnosti je prispevalo tudi zvišanje vrednosti neto tuje aktive v povprečju za 32,2 milijarde EUR. Med dejavniki umikanja likvidnosti so se bankovci v obtoku v povprečju povečali za 2,2 milijarde EUR na 1.212,2 milijarde EUR, vloge države za 27,2 milijarde EUR na 263,3 milijarde EUR in drugi avtonomni dejavniki za 29,9 milijarde EUR na 760,6 milijarde EUR.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva – likvidnostne potrebe

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 30. januar–16. april 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018– 29. januar 2019	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. januar–12. marec	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.236,1 (+59,3)	2.224,6 (+31,2)	2.249,9 (+25,3)	2.176,8 (+12,0)		
Bankovci v obtoku	1.212,2	(+2,2)	1.209,2	(−9,6)	1.215,8	(+6,6)
Vloge države	263,3	(+27,2)	257,3	(+26,0)	270,5	(+13,2)
Drugi avtonomni dejavniki	760,6	(+29,9)	758,1	(+14,8)	763,6	(+5,5)
Tekoči računi	1.371,3 (+13,7)	1.364,8 (+32,7)	1.379,0 (+14,2)	1.357,6 (−0,5)		
Instrumenti denarne politike	757,6 (−7,3)	765,5 (−1,8)	748,0 (−17,5)	764,9 (−14,8)		
Obvezne rezerve ¹	128,1	(+1,1)	127,9	(+0,5)	128,4	(+0,5)
Odprta ponudba mejnega depozita	629,4	(−8,4)	637,6	(−2,3)	619,6	(−18,0)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Aktiva – ponudba likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 30. januar–16. april 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018– 29. januar 2019	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. januar–12. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni likvidnostni dejavniki	868,1 (+75,4)	852,4 (+71,2)	886,9 (+34,4)	792,7 (-39,2)		
Neto tuja aktiva	671,4 (+32,2)	665,5 (+9,7)	678,6 (+13,2)	639,2 (+7,4)		
Neto aktiva v eurih	196,6 (+43,2)	187,0 (+61,5)	208,2 (+21,3)	153,5 (-46,7)		
Instrumenti denarne politike	3.369,1 (-10,8)	3.375,0 (-9,7)	3.362,0 (-13,0)	3.379,8 (+35,7)		
Operacije odprtega trga	3.369,0 (-10,7)	3.374,9 (-9,7)	3.361,9 (-13,0)	3.379,7 (+35,7)		
Avkijski postopki	727,7 (-4,9)	729,1 (-2,6)	726,0 (-3,1)	732,5 (-6,6)		
Operacije glavnega refinanciranja	5,9 (-1,5)	6,0 (-1,9)	5,7 (-0,3)	7,3 (+2,5)		
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	3,9 (-0,7)	4,3 (-0,7)	3,5 (-0,7)	4,7 (+0,1)		
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	717,9 (-2,7)	718,8 (-0,0)	716,7 (-2,1)	720,5 (-3,7)		
Dokončni portfelji	2.641,3 (-5,9)	2.645,8 (-7,1)	2.635,9 (-9,9)	2.647,2 (+42,2)		
Prvi program nakupa kritih obveznic	4,1 (-0,2)	4,2 (-0,1)	3,9 (-0,3)	4,3 (-0,2)		
Drugi program nakupa kritih obveznic	3,9 (-0,1)	4,0 (-0,0)	3,8 (-0,2)	4,0 (-0,0)		
Tretji program nakupa kritih obveznic	262,2 (-0,1)	262,4 (-0,2)	261,9 (-0,5)	262,3 (+3,9)		
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	65,3 (-7,7)	67,4 (-5,7)	62,8 (-4,7)	73,0 (-1,2)		
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	26,2 (-1,5)	26,4 (-1,2)	25,9 (-0,5)	27,6 (+0,3)		
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.101,6 (+2,9)	2.103,3 (+0,1)	2.099,7 (-3,6)	2.098,7 (+30,9)		
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	178,0 (+0,9)	178,1 (-0,1)	177,9 (-0,2)	177,1 (+8,4)		
Mejno posojilo	0,1 (-0,1)	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)	0,1 (+0,0)		

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 30. januar–16. april 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018– 29. januar 2019	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. januar–12. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Agregatne likvidnostne potrebe	1.496,4 (-15,1)	1.500,4 (-39,6)	1.491,7 (-8,6)	1.511,5 (+51,8)		
Avtonomni dejavniki ²	1.368,3 (-16,2)	1.372,5 (-40,1)	1.363,3 (-9,2)	1.384,5 (+51,4)		
Presežna likvidnost	1.872,5 (+4,3)	1.874,5 (+29,9)	1.870,1 (-4,4)	1.868,2 (-16,1)		

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 30. januar–16. april 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018– 29. januar 2019	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. januar–12. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Odperta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Odperta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,367 (-0,00)	-0,367 (-0,00)	-0,367 (-0,00)	-0,367 (+0,00)	-0,363 (-0,00)	-0,363 (-0,00)

Vir: ECB.

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

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

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

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

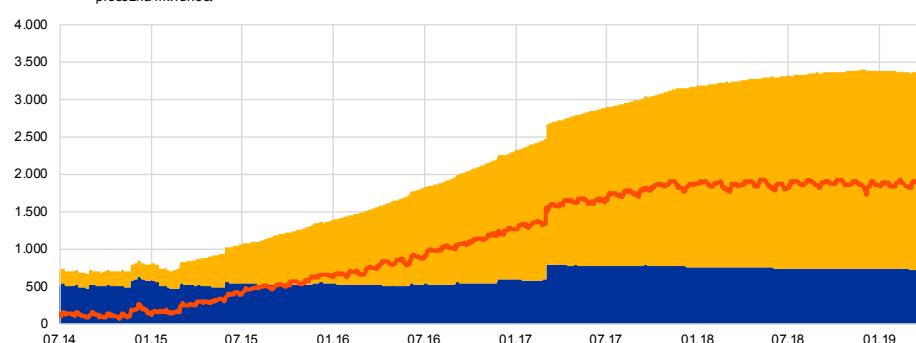
Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkcijskimi postopki in portfelji denarne politike) se je zmanjšal za 10,8 milijarde EUR na 3.369,1 milijarde EUR (glej graf A). K zmanjšanju sta prispevala manjše povpraševanje v avkcijskih postopkih in manjša likvidnostna injekcija iz portfeljev denarne politike, kar je bilo zlasti posledica unovčenja vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtrega trga, in presežna likvidnost

(v milijardah EUR)

- avkcijski postopki
- portfelji denarne politike
- presežna likvidnost



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 4,9 milijarde EUR na 727,7 milijarde

EUR. K temu je prispevalo predvsem zmanjšanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, in sicer v povprečju za 2,7 milijarde EUR kot posledica prostovoljnih predčasnih odplačil. Poleg tega se je zaradi manjšega povpraševanja znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, v povprečju zmanjšal za 1,5 milijarde EUR na 5,9 milijarde EUR, znesek likvidnosti, zagotovljene s 3-mesečnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, pa v povprečju za 0,7 milijarde EUR na 3,9 milijarde EUR.

Predvsem zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa nakupa vrednostnih papirjev se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi portfelji denarne politike, zmanjšal za 5,9 milijarde EUR na 2.641,3 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v portfelju prvih dveh programov nakupa kritih obveznic je znašalo 8,0 milijarde EUR. Kar zadeva portfelje programa nakupa vrednostnih papirjev, je ta program od 1. januarja 2019 v fazi ponovnega investiranja. Medtem ko so se neto nakupi vrednostnih papirjev končali, naj bi se ponovno investiranje glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru omenjenega programa, nadaljevalo še daljše obdobje po datumu, ko bo Svet ECB začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika. Pri ponovnem investiranju se z nemotenim in fleksibilnim izvajanjem upošteva načelo tržne nevtralnosti. V fazi ponovnega investiranja se lahko zaradi operativnih razlogov pri skupnem obsegu in sestavi programa nakupa vrednostnih papirjev pojavijo manjša začasna odstopanja.¹⁶ Nominalna vrednost portfelja programa nakupa vrednostnih papirjev ostaja stabilna, saj se je v obravnavanem v povprečju zvišala le za 2,1 milijarde EUR na 2.567,9 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem rahlo povečala za 4,3 milijarde EUR na 1.872,5 milijarde EUR (glej graf A). K povečanju so prispevali manjši neto avtonomni dejavniki, ki jih je delno odtehtala rahlo manjša likvidnost, zagotovljena z Eurosistemovimi avkijskimi postopki in portfelji denarne politike. Portfelj programa nakupa vrednostnih papirjev je ostal stabilen, kar je posledica dejstva, da je program 1. januarja 2019 vstopil v fazo ponovnega investiranja. Kar zadeva razporeditev imetij presežne likvidnosti med tekoče račune in odprto ponudbo mejnega depozita, so se povprečna imetja na tekočih računih malenkostno zvišala za 13,7 milijarde EUR na 1.371,3 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa se je zmanjšala za 8,4 milijarde EUR na 629,4 milijarde EUR.

¹⁶ Glej članek z naslovom »[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala $-0,367\%$, kar je rahlo manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA se je gibala med najnižjo vrednostjo na ravni $-0,372\%$ 26. februarja in 5. marca ter najvišjo vrednostjo na ravni $-0,356\%$ 29. marca (konec četrletja). Na zavarovanem denarnem trgu se je razmik med povprečnimi repo obrestnimi merami čez noč pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev na trgu GC Pooling¹⁷ rahlo povečal. V primerjavi s prejšnjim obdobjem se je povprečna repo obrestna mera čez noč pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižala za okrog 1 bazično točko na $-0,425\%$, pri razširjeni košarici pa je ostala približno nespremenjena na ravni $-0,408\%$.

¹⁷ Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

3

Opredelitve in značilnosti obdobjij začasne upočasnitve v euroobmočju

Pripravili Mattia Duma, Magnus Forsells in Neale Kennedy

Gospodarska rast, ki je bila v letu 2017 izredno močna, se je v letu 2018 upočasnila, kar sproža vprašanje, ali je šlo le za obdobje začasne upočasnitve ali bi bilo treba to razumeti kot znak daljšega obdobja šibke rasti. Izraz »obdobje začasne upočasnitve« (*soft patch*) se v medijih in drugje uporablja za opis začasnega obdobja počasnejše rasti v času ekspanzije, ko so zabeležene višje trendne stopnje rasti.¹⁸ Vendar pa se zdi, da so bila taka obdobja razmeroma malo analizirana, zlasti v zvezi z euroobmočjem.

Gospodarstvo euroobmočja je od začetka 1970-ih let petkrat doseglo vrhunec in dno v gospodarskem ciklu.¹⁹ Koncept obdobja začasne upočasnitve je relevanten le med ekspanzijo, tj. v obdobju med dnom in vrhuncem. Graf A prikazuje pet obdobjij ekspanzije v euroobmočju od začetka 1970-ih let, kot jih je določil odbor CEPR za datiranje gospodarskih ciklov v euroobmočju (pri čemer je dno indeksirano na vrednost 100).²⁰ Pomembno je upoštevati, da se zadnje obdobje ekspanzije, ki se je začelo v prvem četrletju 2013, še ni končalo.²¹ Če pogledamo omenjena obdobja ekspanzije, vključno s sedanjim, lahko vidimo, da so si po trajanju in intenzivnosti precej različna, hkrati pa je njihova skupna značilnost to, da so razmeroma malo volatilna. Kljub temu so v vsakem obdobju ekspanzije krajsa obdobja, v katerih se je rast gospodarske aktivnosti začasno upočasnila.

¹⁸ Glej na primer Draghi, M., »[Monetary policy in the euro area](#)«, govor na konferenci »The ECB and Its Watchers XX«, Frankfurt na Majni, 27. marec 2019.

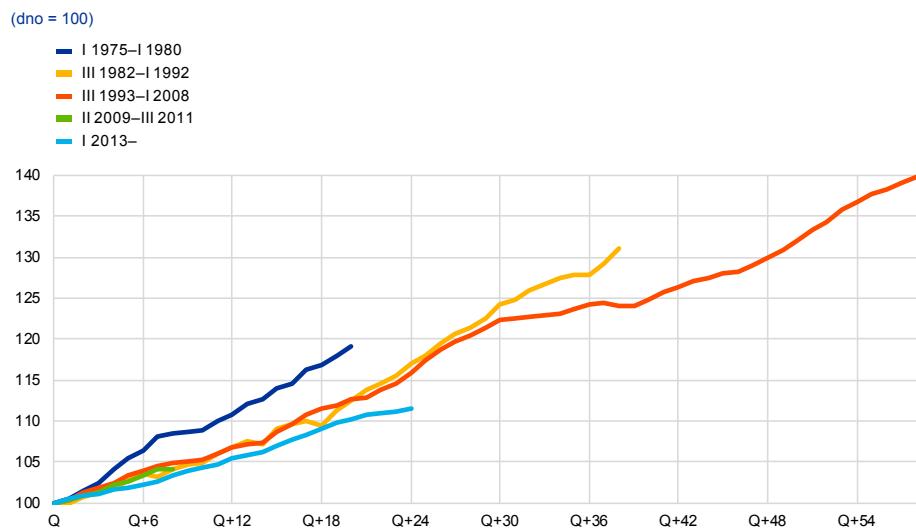
¹⁹ Podatki o BDP so pridobljeni iz podatkovne zbirke modela za celotno euroobmočje. Glej Fagan, G., Henry, J., in Mestre, R., »[An area-wide model \(AWM\) for the euro area](#)«, *Working Paper Series*, št. 42, ECB, januar 2001.

²⁰ Več informacij o tem odboru (Euro Area Business Cycle Dating Committee) je na [spletнем mestu](#) centra za raziskovanje ekonomskih politik (Centre for Economic Policy Research, CEPR).

²¹ Glej na primer okvir z naslovom »[The measurement and prediction of the euro area business cycle](#)«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2011.

Graf A

Obdobja okrevanja v euroobmočju



Viri: Eurostat, podatkovna zbirka modela za celotno euroobmočje in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje pet obdobj ekspanzije v euroobmočju od začetka 1970-ih let (kot jih je določil CEPR). Črte se začnejo z dnem (indeksiranim na vrednost 100) in končajo z vrhuncem. Zadnje obdobje ekspanzije, ki se je začelo v prvem četrletju 2013, se še ni končalo.

Natančne opredelitve obdobja začasne upočasnitve ni. Obdobje začasne upočasnitve se ponavadi razume kot eno ali več četrтletij upočasnjevanja četrтletne rasti BDP. Za namene analize v tem okvirju je potrebna natančnejša opredelitev. Kot je prikazano v tabeli A, so upoštevane štiri alternativne opredelitve obdobja začasne upočasnitve.²² O obdobju začasne upočasnitve govorimo, kadar so stopnje rasti BDP v dveh ali treh zaporednih četrтletijih nižje kot v četrтletijih pred tem (opredelitev 1 oziroma 2) ali – da se izognemo temu, da je določitev obdobja začasne upočasnitve odvisna od morebitne izjemo visoke stopnje rasti v katerem od četrтletij – kadar so stopnje rasti BDP v dveh ali treh zaporednih četrтletijih nižje od povprečne stopnje rasti v dveh četrтletijih pred tem (opredelitev 3 oziroma 4).²³

Število obdobj začasne upočasnitve se precej razlikuje glede na natančno opredelitev takega obdobja. V tabeli A je prikazano število obdobj začasne upočasnitve za vsako obdobje ekspanzije v gospodarskem ciklu euroobmočja glede na različne opredelitve. Navedene vrednosti so število četrтletij, v katerih naj bi se v skladu z zadevno opredelitvijo pojavilo obdobje začasne upočasnitve. Po tej metodi se daljša obdobja začasne upočasnitve evidentirajo kot več zaporednih krajsih obdobj začasne upočasnitve (pri čemer se njihovo število razlikuje glede na uporabljeno opredelitev). Druga možnost, ki v tej analizi ni upoštevana, bi bila, da se zaporedna obdobja začasne upočasnitve štejejo kot eno samo obdobje začasne upočasnitve. S

²² Izjema je Anderson, R. G., in Liu, Y., »On the Road to Recovery, Soft Patches Turn Up Often«, *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, januar 2012. Prvi dve opredelitvi obdobja začasne upočasnitve sta skladni s to zgodnejšo analizo.

²³ Drug možni pristop, ki ga tu ne upoštevamo, bi bil, da se upošteva trendna stopnja rasti v obdobju ekspanzije ter da se obravnavajo zaporedne medčetrтletne stopnje rasti, ki so nižje od trendne. Ena od pomankljivosti tega pristopa je povezana z negotovostjo glede ocene trendne rasti, zlasti proti koncu vzorčnega obdobja.

takim štetjem bi bilo število obdobjij začasne upočasnitve manjše pri vseh uporabljenih opredelitvah.²⁴

Tabela A

Število obdobjij začasne upočasnitve glede na različne opredelitve

(število obdobjij začasne upočasnitve)				
Obdobje ekspanzije v gospodarskem ciklu	Opredelitev 1	Opredelitev 2	Opredelitev 3	Opredelitev 4
II 1970–III 1974	7	5	6	6
I 1975–I 1980	5	3	4	2
III 1982–I 1992	12	8	8	3
III 1993–I 2008	20	18	20	16
II 2009–III 2011	2	1	2	0
I 2013–I 2019	7	3	6	3
Skupaj	53	38	46	29

Viri: Eurostat, CEPR in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Prvo obdobje ekspanzije (II 1970–III 1974) je nepopolno, ker podatki niso na voljo.

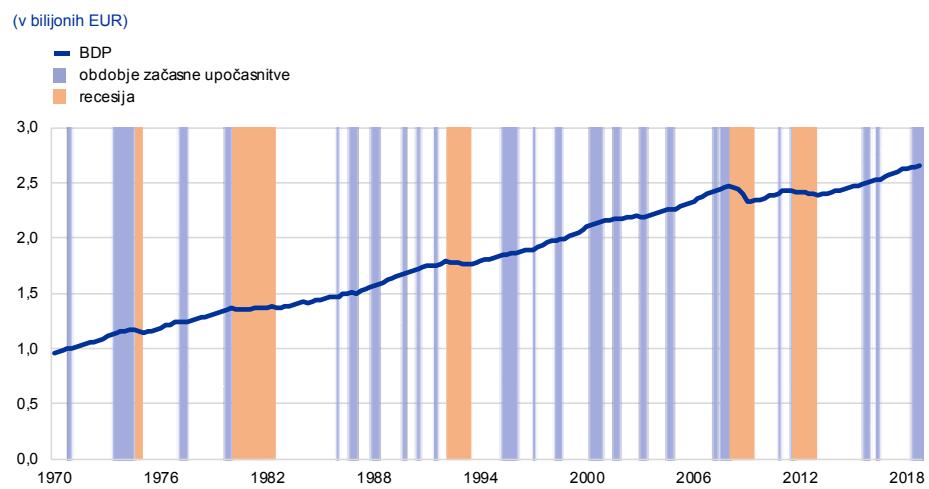
Obdobja začasne upočasnitve v ekspanzivni fazi gospodarskega cikla so dokaj pogosta in niso zanesljiv vodilni kazalnik recesij. V grafu B je to ponazorjeno tako, da je raven BDP euroobmočja prikazana skupaj z obdobjji začasne upočasnitve (po opredelitvi 3) in obdobji recesije. Na podlagi te ugotovitve, ki velja tudi za ZDA, je mogoče sklepati, da ni preprosto priti do kakšnih zanesljivih zaključkov glede skorajšnjega preobrata. Čeprav je z analizo, predstavljeno v tem okvirju, ugotovljenih več obdobjij začasne upočasnitve, ki so se pojavila tik pred recesijo, so se številna obdobja začasne upočasnitve pojavila, ne da bi gospodarstvo v naslednjem letu vstopilo v recesijo.²⁵

²⁴ Da bi bila določitev obdobjij začasne upočasnitve zanesljivejša in manj občutljiva na malenkostne razlike, so izračuni narejeni na podatkih, ki so zaokroženi na eno decimalno mesto.

²⁵ Kar zadeva izdatkovno strukturo BDP, so v preteklosti k obdobjem začasne upočasnitve ponavadi prispevale vse izdatkovne komponente, najbolj pa naložbe in zasebna potrošnja. Odpornost teh komponent v zadnjem obdobju začasne upočasnitve v letu 2018 je potrdila oceno, da je bilo to obdobje dejansko obdobje začasne upočasnitve.

Graf B

Obdobja začasne upočasnitve in recesije od leta 1970



Viri: Eurostat, CEPR in podatkovna zbirka modela za celotno euroobmočje.
Opomba: Osenčena polja označujejo recesijo/obdobje začasne upočasnitve.

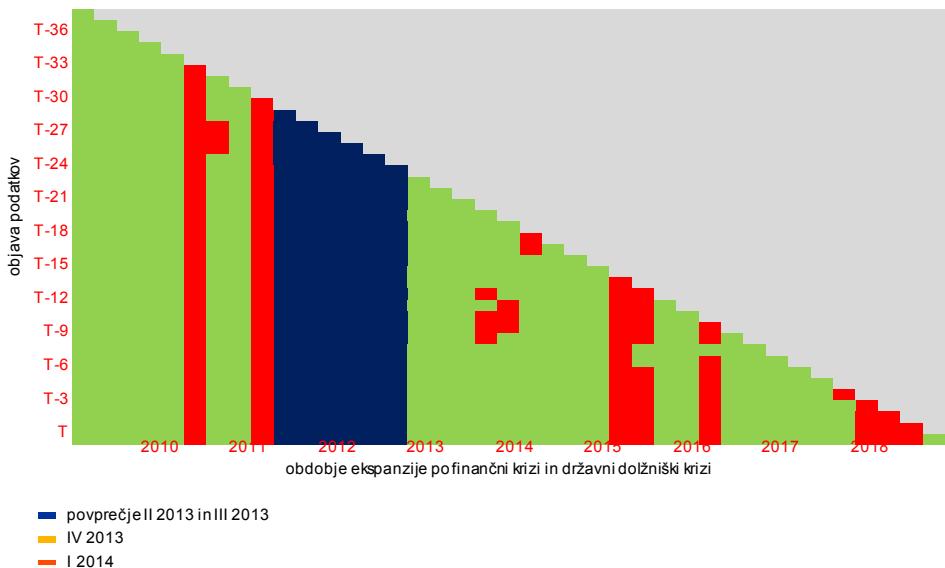
Pomemben pridržek se nanaša na revizije podatkov, ki lahko spremenijo

časovno določitev obdobja začasne upočasnitve. To je ponazorjeno v grafu C, kjer sta na zgornji sliki prikazani ekspanzivni fazi, ki sta se začeli v drugem četrtletju 2009 in v prvem četrtletju 2013, na podlagi različnih objav podatkov (zeleno označena polja ponazarjajo »normalno« rast v obdobju ekspanzije, rdeče označena polja »obdobje začasne upočasnitve« po opredelitvi 3, modro označena polja pa recesijo, ki je sledila državni dolžniški krizi med tretjim četrtletjem 2011 in prvim četrtletjem 2013). Spodnja vrstica (T) ponazarja zadnje podatke z objavo nacionalnih računov za prvo četrtletje 2019, medtem ko zgornje vrstice ponazarjajo zgodnejše objave podatkov. Spodnja slika prikazuje vpliv revizij podatkov na oceno obdobja začasne upočasnitve, ki se je pojavilo ob prelomu iz leta 2013 v leto 2014 (po opredelitvi 3). Na podlagi prve in zadnje objave podatkov ni bilo ugotovljeno nobeno obdobje začasne upočasnitve. Na podlagi objav podatkov o BDP proti koncu leta 2015 oziroma pozneje na podlagi objav podatkov proti koncu leta 2016 pa je dejansko bilo ugotovljeno obdobje začasne upočasnitve (kot ponazarjata sivo označeni polji). To kaže, da so revizije v pozneje objavljenih podatkih dejavnik, ki lahko spremeni oceno v realnem času glede najnovejšega cikličnega položaja.

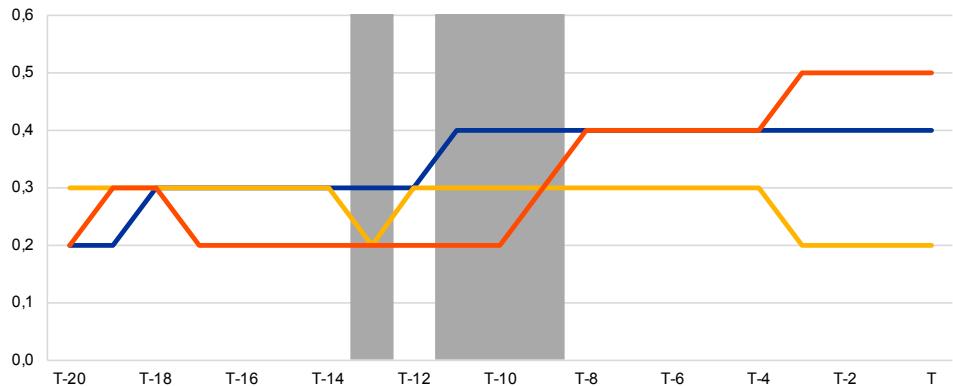
Graf C

Vpliv revizij podatkov na obdobja začasne upočasnitve

a) Obdobji ekspanzije, ki sta se začeli v II 2009 in I 2013



b) Gibanje obdobja začasne upočasnitve v I 2014



Viri: Eurostat in makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB/Eurosistema.

Opombe: Na zgornji sliki zeleno označena polja ponazarjajo »normalno« rast v obdobju ekspanzije, rdeče označena polja »obdobje začasne upočasnitve« po opredelitvi 3, modro označena polja pa recesijo, ki je sledila državni dolžniški krizi med tretjim četrtletjem 2011 in prvim četrtletjem 2013. Spodnja vrstica (T) ponazarja zadnje podatke z objavo nacionalnih računov za prvo četrtletje 2019, medtem ko zgornje vrstice ponazarjajo zgodnejše objave podatkov. Spodnja slika prikazuje vpliv revizije podatkov na četrtletno rast BDP za prvo četrtletje 2014, za zadnje četrtletje 2013 ter za povprečje drugega in tretjega četrtletja 2013. Sivo označeni polji ponazarjata obdobji, v katerih je bila ugotovljena začasna upočasnitev. Stopnje rasti BDP so zaokrožene na eno decimalno mesto.

Na splošno obdobja začasne upočasnitve niso zanesljiv pokazatelj bližajočega se preobraza v gospodarskem ciklu. Dober primer za to je upočasnitev rasti v letu 2018, saj se je rast v prvem letošnjem četrtletju ponovno okrepila. To je skladno z ugotovitvijo, da so obdobja začasne upočasnitve precej pogostejša kot recesije. Splošneje gledano je pri analizi obdobij začasne upočasnitve in informacij, ki jih je mogoče izluščiti iz njih, potrebna previdnost, saj so rezultati ob uporabi alternativnih opredelitev obdobja začasne upočasnitve drugačni, revizije podatkov pa lahko povzročijo precejšnje spremembe v oceni trenutnega cikličnega položaja gospodarstva.

Zaupanje in naložbe

Pripravila Malin Andersson in Benjamin Mosk

Zaupanje gospodarskih subjektov in gibanja v realnem gospodarstvu so medsebojno bistveno povezani.²⁶ Obdobja visokega zaupanja bi lahko sama po sebi spodbudila gospodarsko aktivnost, medtem ko bi lahko zaradi trenutno nižjega zaupanja sedanje upočasnjevanje gospodarske rasti v euroobmočju postalo obsežnejše in vztrajnejše. Z vidika izdatkovnih komponent BDP spremembe v zaupanju in negotovosti še posebej vplivajo na podjetniške naložbe, saj bodo podjetja v času velike negotovosti najbrž odložila svoje naložbene načrte ter se odločila za pristop »počakajmo in bomo videli«.²⁷ V tem okvirju je obravnavano morebitno širjenje vpliva nižjega zaupanja na naložbe v zadnjem obdobju.

Po daljšem obdobju izboljševanja gospodarske klime se gospodarsko zaupanje v euroobmočju od konca leta 2017 poslabšuje. Poslabševanje gospodarske klime ni le posledica pričakovanj glede šibkejših gospodarskih temeljev, temveč tudi večje negotovosti, povezane z geopolitičnimi dejavniki, nevarnostjo naraščanja protekcionizma, brexitom in ranljivostjo v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vključno s Kitajsko. Zaupanje med drugim ponazarjajo kazalniki, kot je kazalnik gospodarske klime, ki ga uporablja Evropska komisija. Kazalnik gospodarske klime je sestavljen kazalnik, ki meri zaupanje v sektorjih industrije, storitev, gradbeništva in trgovine na drobno ter med potrošniki.²⁸ Od konca leta 2017 se je v večjih državah euroobmočja in euroobmočju kot celoti precej znižal, čeprav je še vedno višji od dolgoročne povprečne vrednosti 100 (glej graf A). V euroobmočju se je zaupanje zmanjšalo v vseh sektorjih (glej graf B).

²⁶ Glej na primer »Confidence indicators and economic developments«, *Monthly Bulletin*, ECB, januar 2013.

²⁷ Poenostavljeno povedano, gospodarsko »zaupanje« predstavlja pričakovanja glede obetov (prvi trenutek), gospodarska »negotovost« pa se nanaša na varianco ali disperzijo takih pričakovanj (drugi trenutek).

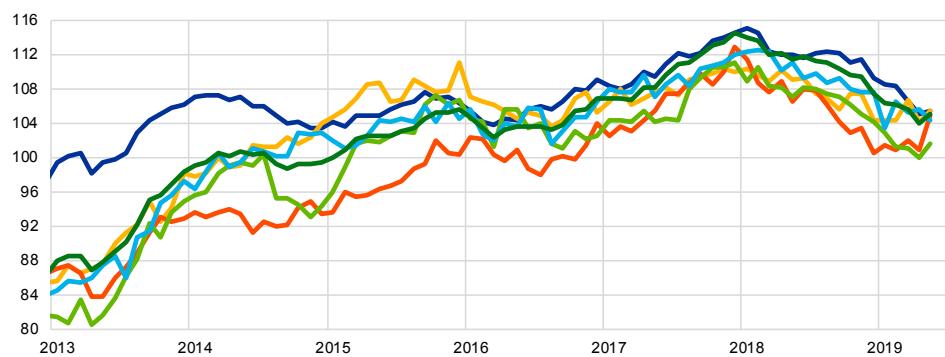
²⁸ Kazalnik je zasnovan tako, da njegovo dolgoročno povprečje znaša 100, njegov standardni odklon pa 10, tako da vrednosti, višje od 100, pomenijo nadpovprečno gospodarsko klimo. Glej »The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide«, Evropska komisija, 2016 (ažurirano januarja 2019).

Graf A

Kazalniki gospodarske klime za izbrane države

(indeks: dolgoročno povprečje = 100)

- Nemčija
- Španija
- Francija
- Italija
- Nizozemska
- euroobmočje



Vir: Evropska komisija.

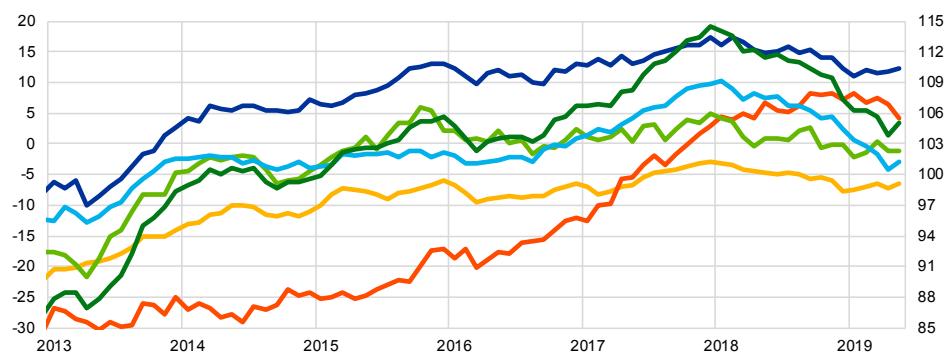
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2019.

Graf B

Kazalnik gospodarske klime v posameznih sektorjih

(ravnotežje; indeks: dolgoročno povprečje = 100)

- storitve (lestvica na levi strani)
- potrošniki (lestvica na levi strani)
- gradbeništvo (lestvica na levi strani)
- trgovina na drobno (lestvica na levi strani)
- predelovalne dejavnosti (lestvica na levi strani)
- kazalnik gospodarske klime (lestvica na desni strani)



Vir: Evropska komisija.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2019.

Zaupanje je večinoma odraz širših gospodarskih razmer, vendar lahko včasih postane tudi samostojen vir nihanj v gospodarskem ciklu. Kazalniki zaupanja se navadno sogibajo z drugimi ekonomskimi podatki, saj predstavljajo pričakovanja glede temeljnih makroekonomskih spremenljivk. Hkrati bi bilo mogoče na podlagi teh kazalnikov dobiti dodatne informacije, ki jih drugi statistični kazalniki ne zajemajo in se lahko uporabijo za ocenjevanje makroekonomskih gibanj.²⁹ Zaupanje se lahko denimo zmanjša med strim gospodarskim upadom, vendar gre lahko pri tem še

²⁹ Glej na primer Angeletos, G.M., et al., »Quantifying Confidence«, *Econometrica*, letnik 86, št. 5, 2018, str. 1689–1726.

vedno za pozitiven šok na strani zaupanja, če bi bila lahko zaradi prevladujočih gospodarskih razmer raven zaupanja še nižja. Taki šoki na strani zaupanja bi bili lahko ključna podlaga za strokovno presojo, s katero bi se dopolnjevale projekcije na podlagi modelov.

Iz informacij na podlagi modelov je razvidno, da so šoki na strani zaupanja v zadnjih dveh letih na splošno pozitivno vplivali na rast naložb, v letu 2019 pa negativno. V novem večdržavnem modelu,³⁰ tj. glavnem modelu ECB za makroekonomske napovedi,³¹ zaupanje ni izrecno vključeno, vendar pa je model mogoče nadgraditi z mehanizmom za merjenje vpliva strukturnih šokov na strani zaupanja. Zaupanje se v model uvede v dveh korakih. Najprej se z modelom strukturne vektorske avtoregresije, ki vključuje spremenljivke iz investicijske enačbe v novem večdržavnem modelu, opredelijo šoki na strani zaupanja.³² Nato se ti šoki uvedejo v novi večdržavni model. Modelske ostanke pri investicijski enačbi, ki zajemajo razliko med rezultati modela in dejanskimi gospodarskimi rezultati, je mogoče delno pojasniti s šoki na strani zaupanja.^{33,34} Na podlagi teh empiričnih rezultatov se z navedenim modelom pretekla rast naložb razčleni na dejavnik zaupanja in druge dejavnike, kar pokaže, da je v letih 2017 in 2018 zaupanje v povprečju precej in pozitivno vplivalo na rast naložb (glej graf C). To analizo je mogoče na podlagi predpostavk glede prihodnjih kazalnikov zaupanja in na podlagi razlage podatkov iz napovedi strokovnjakov Eurosistema z vidika novega večdržavnega modela razširiti tudi na napovedi.³⁵ Ob predpostavki, da bo kazalnik gospodarske klime za euroobmočje ostal na ravni iz maja 2019, modelske simulacije kažejo, da bo zaupanje negativno, toda skromno prispevalo k rasti naložb v letu 2019, s čimer se bodo delno izničili dejavniki, ki podpirajo gospodarsko rast v euroobmočju, kot so ugodni pogoji financiranja, nadaljnje povečevanje zaposlenosti in zviševanje plač ter nadaljnja – čeprav nekoliko počasnejša – rast svetovne gospodarske aktivnosti.

Iz kvantitativne analize je torej razvidno, da bi lahko šoki na strani zaupanja precej vplivali na naložbe.

³⁰ Glej Dieppe, A., González-Pandiella, A., in Willman, A., »The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations«, *Economic Modelling*, letnik 29, številka 6, 2012, str. 2597–2614; ter Dieppe, A., González-Pandiella, A., Hall, S., in Willman, A., »Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model«, *Economic Modelling*, letnik 33, 2013, str. 808–825.

³¹ Glej »A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises«, ECB, julij 2016.

³² Šoki na strani zaupanja so določeni s pomočjo Choleskyjeve strukturne dekompozicije, pri čemer je kazalnik gospodarske klime za euroobmočje zadnji v Choleskyjevi strukturni razvrstitvi. To odraža konceptualno predpostavko, da se zaupanje sočasno (v enem četrletju) odzove na gibanja drugih statističnih podatkov, medtem ko šoki na strani zaupanja na druge spremenljivke (npr. stroške uporabe kapitala) ne vplivajo sočasno.

³³ Z linearno regresijo ostankov investicijske enačbe iz novega večdržavnega modela na odložene strukturne šoke na strani zaupanja dobimo statistično značilne koeficiente, kar pomeni, da je pojasnjevalna moč strukturnih šokov na strani zaupanja precejšnja.

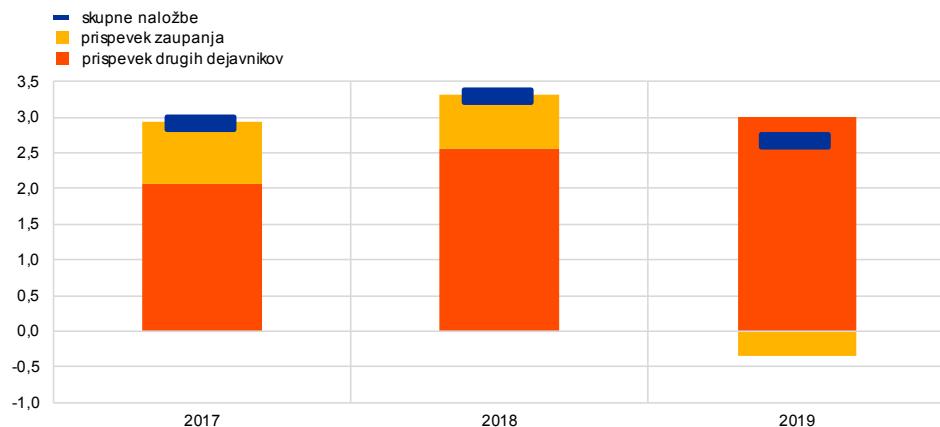
³⁴ Za primerjavo, ostanki pri zasebnih potrošnjih in zaposlenosti izkazujejo precej šibkejšo povezavo z zaupanjem. Za namene te analize je za odzivanje na šoke na strani zaupanja nadgrajena le investicijska enačba, medtem ko ti na zasebno potrošnjo in zaposlenost vplivajo le posredno prek prenosa negativnih učinkov.

³⁵ Makroekonomske projekcije strokovnjakov iz junija 2019 so skupna napoved Eurosistema. Podatki iz projekcij so obrnjeni z uporabo novega večdržavnega modela, da bi dobili z modelom skladno razčlenitev naložb na dejavnik zaupanja in druge dejavnike.

Graf C

Rast skupnih naložb in vpliv zaupanja

(medletne spremembe v odstotkih; v odstotnih točkah)



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

Opombe: Analiza, ki jo je opravila ECB, temelji na novem večdržavnem modelu. Strukturni šoki na strani zaupanja so ustvarjeni z modelom strukturne vektorske avtoregresije, ki vključuje (i) kazalnik gospodarske klime za euroobmočje in (ii) spremenljivke iz investicijske enačbe v novem večdržavnem modelu. Podatki za leta 2017 in 2018 se nanašajo na dejanske rezultate, medtem ko so podatki za leto 2019 pridobljeni na podlagi napovedi. V analizi se predpostavlja, da bo kazalnik gospodarske klime do konca leta 2019 ostal na ravni iz maja 2019.

5

Rast stanovanjskih najemnin v euroobmočju po krizi

Pripravil Moreno Roma

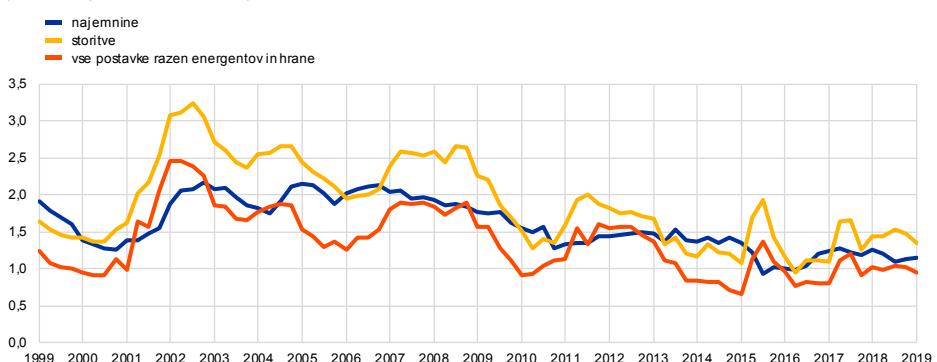
Rast stanovanjskih najemnin je v zadnjem času bolj krepila kot slabila še vedno razmeroma umirjena gibanja cen storitev in osnovne inflacije v euroobmočju.

Stopnja rasti najemnin, ki se od januarja 2018 giblje na ravni okrog 1¼%, je na splošno ostala nižja od stopnje rasti cen vseh storitev (glej graf A). Čeprav je bilo to značilno za večino predkriznega obdobja,³⁶ se zdaj to zdi bolj presenetljivo, saj rast najemnin navadno velja za odpornejšo komponento inflacije, ki je v obdobjih, ko so druge komponente inflacije ponavadi nizke, relativno visoka. Omenjena gibanja so zanimiva tudi v kontekstu javnih razprav v številnih državah euroobmočja o močnem zvišanju najemnin ter glede na vztrajno rast cen stanovanj v euroobmočju v zadnjih letih. V tem okvirju so nedavna gibanja rasti najemnin v euroobmočju obravnavana s širšega zornega kota. Ker se stanovanjski in najemniški trgi med državami še vedno razlikujejo, so v tem okvirju obravnavana tudi gibanja v posameznih državah euroobmočja.

Graf A

Inflacija brez energentov in hrane ter rast cen storitev in najemnin v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrlejje 2019. Medletne stopnje rasti cen storitev za leto 2015 so izkrivljene navzgor, ker je bila januarja 2019 uvedena nova metodologija izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji.

V pokriznem obdobju se rast najemnin in prispevek te skupine k rasti cen

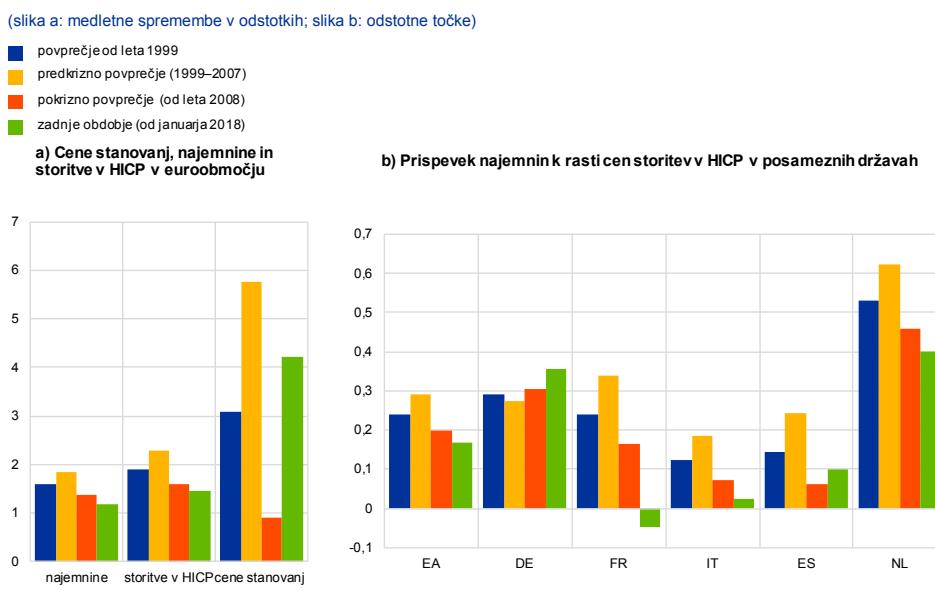
storitev v euroobmočju zmanjšujeta. Medletna rast v skupini najemnin v indeksu HICP euroobmočja je v predkriznem obdobju v povprečju znašala 1,8%, v pokriznem obdobju pa se je znižala na 1,4% (glej graf B, slika a). Nizka rast najemnin je bila povezana s postopnim zmanjševanjem prispevka najemnin k rasti cen storitev v HICP euroobmočja, ki se je med predkriznim in pokriznim obdobjem zmanjšal za tretjino (glej graf B, slika b). Takšno gibanje je bilo prisotno v vseh večjih državah euroobmočja, razen v Nemčiji, kjer se je prispevek najemnin k rasti cen storitev v HICP v pokriznem obdobju povečal. Na gibanja v posameznih obdobjih pa lahko vplivajo tudi dejavniki, značilni za posamezne države. V Franciji je denimo negativni prispevek najemnin k rasti cen storitev v HICP od januarja 2018 posledica znižanja najemnin za

³⁶ Z izrazom »predkrizno obdobje« označujemo obdobje med januarjem 1999 in decembrom 2007, z izrazom »pokrizno obdobje« pa obdobje od januarja 2008.

socialna stanovanja med letom 2018.³⁷ V Nemčiji bi lahko k razmeroma nizki rasti najemnin v zadnjih letih delno prispevala večja utež zasebnih gospodinjstev v vlogi najemodajalcev v statističnem vzorcu od leta 2015, saj so zasebni najemodajalci svoje najemnine ponavadi zviševali v manjšem obsegu kot na primer lokalne oblasti, stanovanjska združenja in zasebna podjetja.³⁸

Graf B

Cene stanovanj, najemnine in storitve v HICP



Viri: Eurostat, ECB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2019 za vse spremenljivke, razen cen stanovanj, za katere se zadnji podatki nanašajo na zadnje četrtekje 2018.

Zmanjšanje prispevka najemnin k rasti cen storitev v HICP je predvsem

posledica upada rasti najemnin. Na prispevek najemnin k rasti cen storitev v HICP ne vpliva le stopnja rasti najemnin, temveč tudi utež najemnin v storitvah v HICP, ki se med državami euroobmočja precej razlikuje (glej graf C, slika a). Izmed petih največjih držav euroobmočja imajo najemnine v Nemčiji in na Nizozemskem večjo utež od povprečja euroobmočja, v Španiji in Italiji pa manjšo. K temu med drugim prispeva to, kolikšen je v posameznih državah delež stanovalcev lastnikov v primerjavi z deležem najemnikov (glej graf C, slika b), saj lastniška stanovanja niso zajeta v indeksu HICP.³⁹ Na ravni euroobmočja znaša od januarja 2018 utež najemnin v storitvah v HICP 14,5%, kar je rahlo manj od povprečne vrednosti 15,1% za obdobje, ki se je začelo leta 1999. To, da so se uteži najemnin v storitvah v HICP euroobmočja sčasoma spremenile, na prispevek najemnin k rasti cen storitev v HICP torej ni bistveno vplivalo.

³⁷ Najemnine za socialna stanovanja so bile znižane junija 2018, in sicer v skupnem znesku 800 milijonov EUR, znižanje pa je sovpadlo z znižanjem stanovanjskih dodatkov najemnikom. V Franciji je delež znižanih ali brezplačnih najemnin leta 2017 znašal 16,4%, kar je več od povprečja euroobmočja, ki je znašalo 10,3% (glej graf C, slika b).

³⁸ Glej razpravo v »*Hintergrundpapier zur Revision des Verbraucher-preisindex für Deutschland 2019*«.

³⁹ Glej razpravo v okvirju z naslovom »*Ocenjevanje vpliva stanovanjskih stroškov na inflacijo*«, *Ekonomski bilten*, ECB, številka 8, 2016.

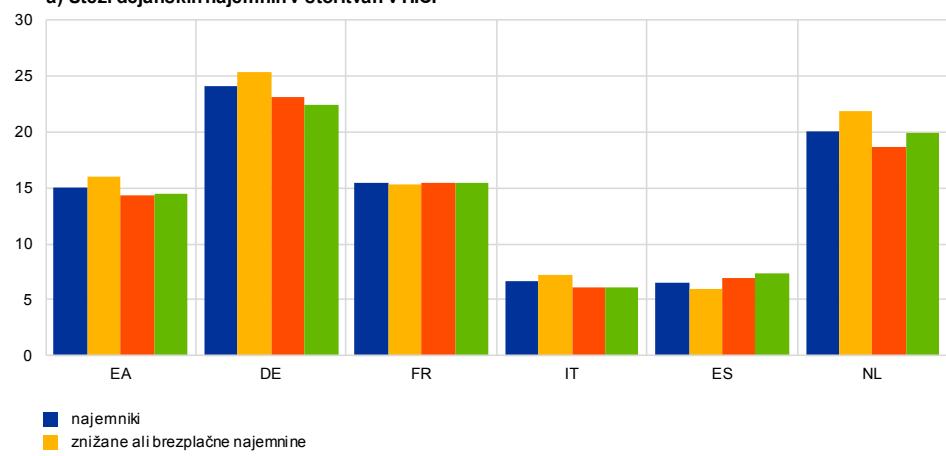
Graf C

Uteži dejanskih najemnin v storitvah v HICP in struktura najemnikov v državah euroobmočja

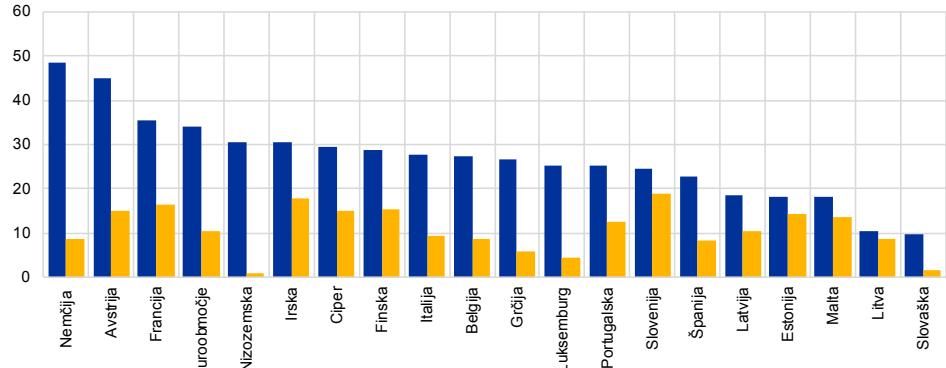
(v odstotkih)

- povprečje od leta 1999
- povprečje v obdobju 1999–2007
- povprečje od leta 2008
- zadnje obdobje (od januarja 2018)

a) Uteži dejanskih najemnin v storitvah v HICP



b) Struktura najemnikov v državah euroobmočja leta 2017



Viri: Eurostat, EU-SILC, ECB in izračuni ECB.

Močno gibanje cen stanovanj ni nujno povezano z visoko rastjo najemnin. Na splošno je povezava med obema kazalnikoma omejena,⁴⁰ kar se je pokazalo tudi v zadnjem obdobju umirjene rasti najemnin, ko je rast cen stanovanj presegala 4% (glej graf B, slika a). Kadar stanovanjske nepremičnine obravnavamo kot premoženje, bi morale biti višje cene stanovanj, če ostane vse drugo nespremenjeno, posledica višje diskontirane vrednosti prihodnjih denarnih tokov iz najemnin (razumljenih kot približek pripadajočih dividend). Omejen prenos med cenami stanovanj in najemninami je mogoče pojasniti z več dejavniki, vključno z regulacijo najemnin, ukrepi fiskalne politike v zvezi s stanovanji ter s spremembami preferenc in pogojev financiranja. Vsi ti dejavniki lahko oslabijo teoretično dolgoročno razmerje med cenami stanovanj in najemninami.

⁴⁰ Glej razpravo v okvirjih z naslovom »House prices and the rent component of the HICP in the euro area«, *Monthly Bulletin*, ECB, avgust 2014, in »Recent house price increases and housing affordability«, *Economic Bulletin*, ECB, številka 1, 2018.

Na oblikovanje najemnin lahko vpliva več dejavnikov, vključno s stroški vzdrževanja, hipotekarnimi obrestnimi merami in razmerami na strani povpraševanja. Prvič, navadno je mogoče pričakovati, da se bodo stroški, ki jih imajo lastniki stanovanj z vzdrževanjem in popravilom stanovanj, delno ali v celoti prenesli na najemnike prek višjih najemnin. V praksi je bila v večini od petih največjih držav euroobmočja rast najemnin v pokriznem obdobju nižja od rasti cen vzdrževanja in popravila stanovanj,⁴¹ iz česar je mogoče sklepati, da si lastniki z najemnimi le delno povrnejo stroške vzdrževanja. Drugič, na oblikovanje najemnin vplivajo tudi hipotekarne obrestne mere: če je nakup nepremičnine z namenom oddajanja financiran s hipoteko, bodo višji stroški financiranja pomenili tudi višjo najemnino, ki jo bo lastnik zahteval od najemnika. V zvezi s tem je mogoče umirjeno gibanje najemnin delno pojasniti z nižjimi stroški financiranja v pokriznem in najnovejšem obdobju. Hkrati je zaradi prevladujočega okolja nizke donosnosti dana donosnost oddajanja nepremičnin privlačnejša (tudi ob omejenem zvišanju najemnin) v primerjavi z donosnostjo alternativnih naložb na delniških ali obvezniških trgih.⁴² Poleg tega bi moralo na oblikovanje najemnin načeloma vplivati tudi povpraševanje po stanovanjih, zlasti v nekaterih jurisdikcijah ali v mestnih območjih, kjer je ponudba lahko omejena. Večje povpraševanje po stanovanjih bi lahko lastnikom omogočilo, da zvišajo najemnine in zmanjšajo nekatera tveganja, povezana z dejstvom, da lahko nepremičnina postane nezasedena, če se najemnik po zvišanju najemnine izseli. Kljub temu je na najemniških trgih več institucionalnih značilnosti, ki lahko preprečijo prosto odzivanje najemnin na stroške in povpraševanje.

Gibanje najemnin je lahko omejeno zaradi indeksacije. Določeno obliko indeksacije poznajo v številnih državah euroobmočja. Kar zadeva največje države, je v Španiji zvišanje najemnin, vsaj v začetnem obdobju, ponavadi omejeno s stopnjo rasti indeksa cen živiljenjskih potrebščin. V Franciji in Italiji se najemnine praviloma ne smejo zvišati za več, kot znaša referenčni indeks rasti najemnin, ki ga vsako četrletje objavi *Institut national de la statistique et des études économiques* ter temelji na indeksu cen živiljenjskih potrebščin brez tobaka in najemnin, oziroma indeks cen živiljenjskih potrebščin za gospodinjstva zaposlenih. Na Nizozemskem je največje dovoljeno letno zvišanje najemnin med drugim vezano na stopnjo inflacije in dohodkovni položaj gospodinjstev. V Nemčiji so nekatere najemne pogodbe indeksirane na nemški indeks cen živiljenjskih potrebščin, druge vnaprej določajo dvige najemnine, ki se lahko opravijo med trajanjem pogodbe, večina pogodb pa ne vsebuje izrecne določbe glede zvišanja najemnine. Pri teh se lahko najemnina zviša denimo ob prenovi stanovanja⁴³ ali kadar je ta nižja od lokalne povprečne najemnine za primerljive nepremičnine. Na splošno zasebni lastniki pogosto nočajo zvišati najemnine, saj želijo zmanjšati tveganje, da bi stanovanje ostalo prazno, če se najemnik izseli.⁴⁴ V celoti gledano sta določena oblika indeksacije pogodb na stopnjo

⁴¹ Stroški vzdrževanja in popravila stanovanj zajemajo izdatke, ki jih imajo najemniki in stanovalci lastniki zaradi vzdrževalnih del in popravil.

⁴² Primerjava je v članku z naslovom »The state of the housing cycle in the euro area«, *Economic Bulletin*, ECB, številka 7, 2018.

⁴³ Vendar pa se nominalno zvišanje najemnin zaradi prenove stavb ne bo nujno pokazalo v uradnih statističnih podatkih, saj je indeks najemnin prilagojen glede na kakovost.

⁴⁴ V Nemčiji se denimo najemnine navadno zvišajo, kadar se najemniki zamenjajo, kar se v povprečju zgodi po približno desetih letih trajanja najemnega razmerja. Glej »Hintergrundpapier zur Revision des Verbraucherpreisindex für Deutschland 2019«.

inflacije in majhna fluktuacija najemnikov pomembna dejavnika, ki preprečujeja prosto zviševanje najemnin.

Razmeroma umirjena rast najemnin v euroobmočju je predvsem posledica nizke inflacije in majhne fluktuacije najemnikov. S temo dejavnikoma je mogoče pojasniti precej zmeren prispevek najemnin k rasti cen storitev in osnovne inflacije v euroobmočju ter nepovezanost med najemninami in gibanjem cen stanovanj. Če bosta omenjena dejavnika vztrajala, bo rast najemnin še naprej razmeroma zmerno prispevala k rasti cen storitev in osnovne inflacije.

Članka

1 The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve

Prepared by Agostino Consolo and António Dias da Silva

In this article we look at the euro area labour market using the framework underlying the Beveridge curve, which captures the negative relationship between the unemployment rate and the job vacancy rate. The Beveridge curve shows that, at a given moment in time, there are jobs vacant and people unemployed, while the shape and the position of the curve provide important information about the functioning of the labour market. There are two key concepts associated with the Beveridge curve: labour market tightness and matching efficiency. Labour market tightness is the number of vacant posts per each unemployed person and matching efficiency reflects the market's ability to match individuals to jobs. We analyse the importance of these two concepts for wage developments using a simple version of the search and matching model, where unemployment, wages and vacancies are jointly determined and the Beveridge curve features prominently.⁴⁵ First, we derive two aggregate measures that encapsulate the changes in the vacancy -unemployment space: labour market tightness and matching efficiency. Second, we look at the information content behind market tightness and job matching efficiency to analyse the euro area labour market and its cyclical conditions. Third, aggregate measures of labour market tightness and efficiency are used in a standard wage Phillips curve equation to measure their marginal impact. The results support the view that labour market tightness and labour market efficiency both play a role in explaining wage developments. However, the quantitative implications for wages differ only marginally from those of the standard Phillips curve approach. Overall, labour market efficiency provides an important qualitative margin of labour market functioning that is not captured in standard wage Phillips curve specifications.

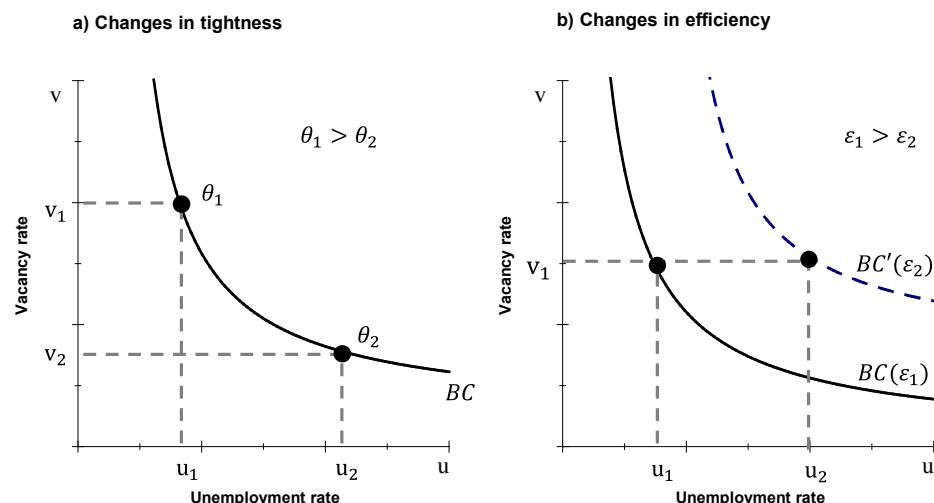
1 Introduction

The Beveridge curve captures the relationship between the unemployment rate and the job vacancy rate. The underlying intuition behind the negatively sloped curve is that as vacancies (vacant job positions) increase, the number of people unemployed decreases. Figure 1 illustrates the main concepts associated with the Beveridge curve. Movements in the vacancy-unemployment space are usually related to labour market tightness and labour market efficiency. Labour market tightness, θ , is defined as the ratio of vacancies to unemployment and captures movements along the

⁴⁵ A simple description of this framework is presented in Chapter 1 of Pissarides, C. A., *Equilibrium unemployment theory*, 2nd edn., The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2000.

curve. Matching efficiency⁴⁶, ε , relates to the number of people that find jobs given a certain level of the vacancy-unemployment ratio. In this context, labour market efficiency is not directly observable and has to be estimated (see Section 3).

Figure 1
Beveridge curve – labour market tightness and efficiency



Source: Authors' elaboration.

Notes: This figure provides a visual example of movements along, and side-to-side shifts of, the Beveridge curve. The example in the right-hand panel also includes a change in market tightness, which is not described here for simplicity.

Movements along the Beveridge curve are usually associated with changes in market tightness, as measured by the vacancy-unemployment ratio. For instance, during an economic recession the vacancy rate decreases because firms post fewer job openings, which, in turn, is associated with higher unemployment rates. In Figure 1.a this is represented by a movement from θ_1 to θ_2 along the curve, which reflects a decrease in market tightness. Following the work by Blanchard and Diamond⁴⁷, movements along the Beveridge curve, BC , as depicted in Figure 1.a have usually been interpreted as business cycle fluctuations.

Shifts of the Beveridge curve are related to labour market efficiency. Figure 1.b shows an outward shift of the Beveridge curve, BC . This reflects a situation in which number of vacancies remains the same but the unemployment rate is higher. The Beveridge curves, BC and BC' , reflect two labour market situations in which the efficiency of the job matching process – allocating unemployed workers to job openings – differs. Therefore, the further away the Beveridge curve from the origin, the lower the labour market efficiency. The efficiency of the matching process, and thus the position of the Beveridge curve in relation to the origin, depends on a number of factors. For instance, an increase in the share of long-term unemployment has been found to lower the search effort and reduce the propensity of employers to fill their

⁴⁶ In this article two concepts of efficiency will be used, almost interchangeably. Matching efficiency is strictly related to the efficiency of the matching process (derived from the matching function – see Section 3 and Box 2). Labour market efficiency is a broader concept that includes matching efficiency and relates to side-to-side shifts of the Beveridge curve.

⁴⁷ Blanchard, O.J. and Diamond, P., "The Beveridge Curve", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1989, No 1, 1989, Washington DC, pp. 1-76.

vacancies.⁴⁸ Another factor that can reduce efficiency is the geographical dispersion of unemployment and vacancies as result of idiosyncratic shocks within local labour markets.

A comprehensive analysis of the cyclical changes in the vacancy-unemployment space hinges on both labour market tightness and labour market efficiency.

A common interpretation is that structural changes in the labour market are responsible for inward or outward shifts of the Beveridge curve. However, this interpretation may not always be accurate. First, it is normal for there to be an outward shift of the curve at the beginning of periods of recovery as the process of posting vacancies is faster than that of matching unemployed workers to jobs. Second, as pointed out by Elsby et al.⁴⁹, the distinction between business cycle shifts and structural shifts is only relevant for constant job separation rates, which is not the case for euro area data. Additionally, Barnichon and Figura⁵⁰ and Şahin et al.⁵¹ provide theoretical and empirical evidence on the cyclicity of matching efficiency. In this article we take a broader view and do not rule out that efficiency may also have cyclical features.

The job finding rate can be described by a quantitative margin (tightness) and a qualitative margin (efficiency). The matching function is an important concept in search and matching models⁵² that determines the flow from unemployment to employment, i.e. the job finding rate.⁵³ The job finding rate is related to a quantitative margin and a qualitative margin. The quantitative margin is the level of market tightness (vacancy -unemployment ratio), while the qualitative margin is related to the efficiency of the matching process⁵⁴. For example, two labour markets with the same level of tightness may have different hiring rates owing to differences in the efficiency of the matching process (see also Figure 1.b).

The empirical information from the Beveridge curve complements standard measures of labour market slack based on the Phillips curve. The unemployment gap and the vacancy-unemployment ratio both tend to capture cyclical conditions in the labour market from a quantitative perspective by balancing out the effects of labour demand and supply. A measure of labour market efficiency extracted from the Beveridge curve analysis adds a qualitative margin to the labour market analysis. It provides an additional margin to describe how the labour market is functioning for any

⁴⁸ Bova, E., Jalles, J.T. and Kolerus, C., "Shifting the Beveridge curve: What affects labour market matching?", *International Labour Review*, Vol. 157, No 2, 2018, pp. 267-306.

⁴⁹ Elsby, M.W.L., Michaels, R. and Ratner, D., "The Beveridge curve: a survey", *Journal of Economic Literature*, Vol. 53, No 3, 2015, pp. 571-630.

⁵⁰ Barnichon, R. and Figura, A., "Labor Market Heterogeneity and the Aggregate Matching Function", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 7, No 4, 2015, pp. 222-249.

⁵¹ Şahin, A., Song, J., Topa, G. and Violante, G.L., "Mismatch Unemployment", *American Economic Review*, Vol. 104, No 11, 2004, pp. 3529–3564.

⁵² See the work by Petrongolo, B. and Pissarides, C.A., "Looking into the Black Box: A Survey of the Matching Function", *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No 2, 2001, pp. 390-431.

⁵³ The counterbalancing flow to the job finding rate is the job separation rate, which measures the outflows from employment to unemployment.

⁵⁴ Here, the concept of job matching efficiency is similar to the concept of efficiency of the production function, as measured by total factor productivity.

given amount of slack and is consistent with the recent work by Crump et al. that compares both approaches⁵⁵.

2 A look into the data

One of the major challenges in analysing the euro area Beveridge curve is the quality of the data. Vacancy data series are relatively short and there is significant cross -country heterogeneity in the coverage of vacancies within small firms.⁵⁶ Moreover, if not corrected, statistical and measurement breaks in the series of some countries could lead to spurious conclusions. To this end, the job vacancy rates depicted here have been corrected for breaks in the job vacancy statistics using information provided by Eurostat.⁵⁷ As the heterogeneity across countries and the breaks in the time series could affect the euro area Beveridge curve, we re -compute the aggregated euro area job vacancy rate by aggregating the rates of the five largest euro area countries (EA-5) adjusted for breaks and scale.⁵⁸ The derived EA -5 Beveridge curve is displayed in Chart 1.⁵⁹ Correcting breaks helps to ensure that the conclusions drawn are based on movements in vacancies and not on changes in the measurement of vacancies or other statistical issues.

A look at the Beveridge curve aggregated over the five largest euro area countries shows a significant outward shift during the crisis. As mentioned earlier, distinguishing between cyclical and structural shifts of the Beveridge curve is not straightforward, especially as some cyclical episodes, such as an increase in job separation, can shift the Beveridge curve to the right. Therefore, this section provides a factual description of the Beveridge curve without characterising the nature of apparent shifts. The Beveridge curves in Chart 1 are robust for use as an indicator of labour market shortages as an alternative measure to job vacancies. In fact, the survey indicator “labour as a factor limiting production” gives scatterplots with similar shapes to those using job vacancy rates like in Chart 1. This occurs across countries and at the aggregate euro area level.⁶⁰ The same Beveridge curve patterns are also

⁵⁵ See Crump, R.K., Eusepi, S., Giannoni, M. and Şahin, A., “A Unified approach to measuring u^* ”, *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA conference drafts, 2019.

⁵⁶ The short length of the job vacancy rate series in the euro area means that a longer-term Beveridge curve, such as that for the US labour market in Box 1, cannot be produced.

⁵⁷ Eurostat provides information and the dates on which national statistics offices changed their statistical methodology for measuring vacancies.

⁵⁸ The job vacancy rates adjusted for statistical breaks were standardised by their respective historical average and standard deviation. The aggregation of the country series is weighted by the share of GDP. As a robustness check, the share of the labour force has also been considered, but it had no impact on the overall results of the EA-5 Beveridge curve.

⁵⁹ For presentational reasons we mainly focus on the five largest euro area countries. This is sufficient to illustrate some relevant heterogeneity in the aggregate euro area data.

⁶⁰ Similar data on labour shortages have been used for Beveridge curve analyses in other works, namely in Anderton, R. et al., “Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets”, *Occasional Paper Series*, No 159, ECB, Frankfurt am Main, February 2015; and Bonthuis, B., Jarvis, V. and Vanhala, J., “What’s going on behind the euro area Beveridge Curve?”, *Working Paper Series*, No 1586, ECB, Frankfurt am Main, September 2013.

observed if a broader measure of unemployment, such as the U6,⁶¹ or long-term unemployment are used instead of the unemployment rate.

The aggregated Beveridge curve is a combination of different country-specific dynamics. Outward shifts of the curve are more pronounced in France, Italy and Spain, although Spain features a quicker inward movement after a very significant outward shift. In these cases, it could also be the case that there is simply a medium -term loop around the Beveridge curve. However, in the case of Italy and France the curve has steepened significantly since 2016, indicating that more and more vacancies are needed for a small decrease in unemployment to occur. By contrast, in Germany the Beveridge curve was very flat between 2005 and 2013 and has since steepened. It is not clear if the Beveridge curve for Germany has shifted inward. The Beveridge curve for the Netherlands shows a typical anticlockwise movement characterised by an increase in vacancies that is faster than the decrease in the unemployment rate during the recovery phase.

The Beveridge curve for the United States has not shown large outward shifts such as those in the euro area. Diamond and Şahin⁶² analysed the behaviour of the US Beveridge curve since the 1950s and concluded that shifts in the Beveridge curve are common occurrences (see also Box 1). According to the data, the outward shift of the US Beveridge curve occurred towards the end of 2009 and since then there has been a steady improvement in labour market efficiency and reduced elasticity (flattening of the Beveridge curve) between unemployment and vacancies.

The main cause of the outward shift of the euro area Beveridge curve appears to be a decrease in the job finding rate. During the crisis the job separation rate increased and the job finding rate decreased. However, when the Beveridge curve shifted in 2011, the decrease in the job finding rate was more pronounced than the increase in the separation rate (see Chart 2), thus largely contributing to the outward shift of the Beveridge curve.⁶³ The weakness in the finding rate can be explained by lower matching efficiency (see Section 3). Overall, the analysis of job flows shows that inward or outward shifts of the Beveridge curve can have a business cycle component, as described in Elsby et al.⁶⁴

⁶¹ The U6 is a broader measure of unemployment that includes all individuals falling under one of the following categories: unemployed, available but not seeking work, seeking work but not available, and working part-time but would prefer more hours (underemployed workers).

⁶² Diamond, P. and Şahin, A., "Shifts in the Beveridge curve", *Research in Economics*, Vol. 69, No 1, 2015, pp. 18-25.

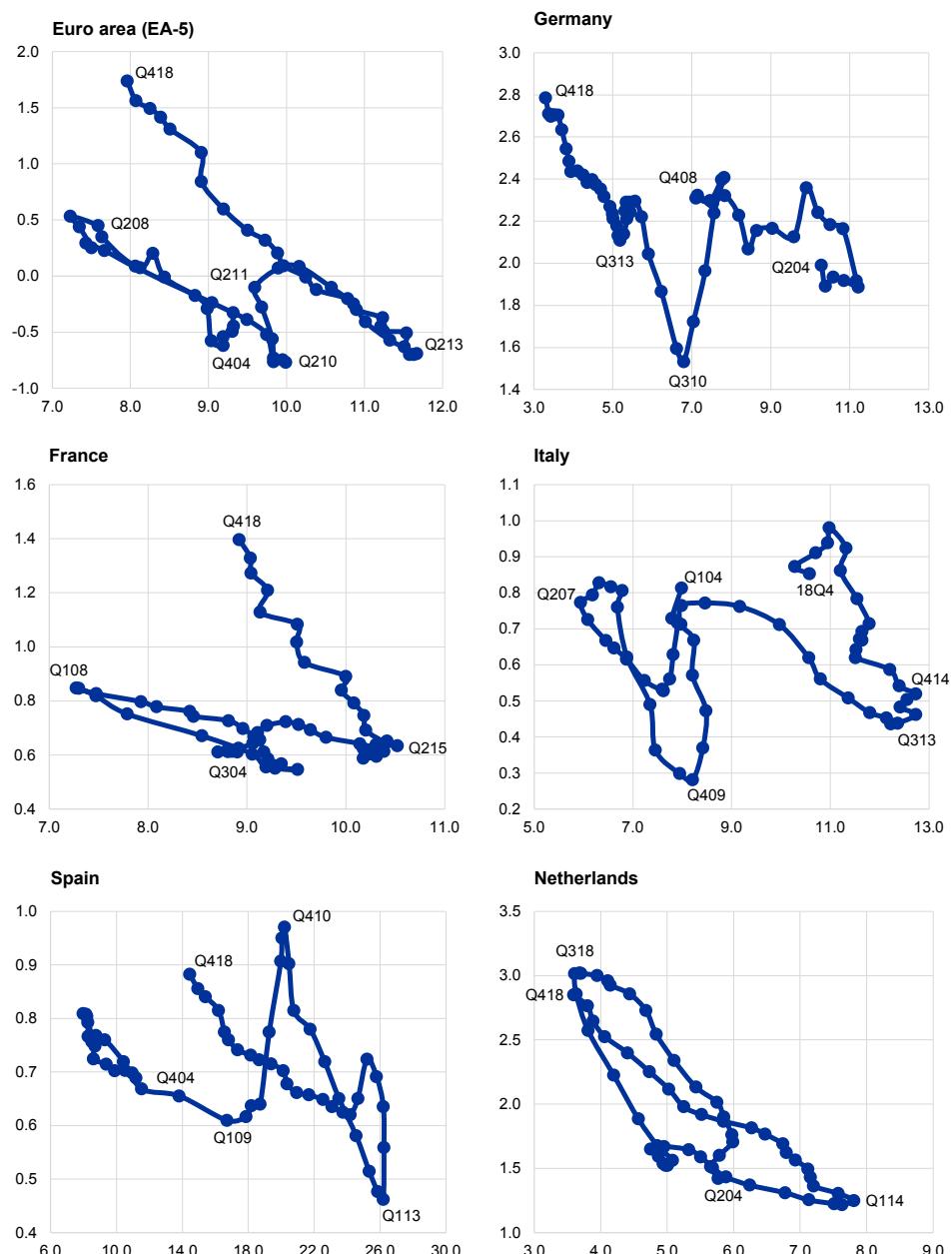
⁶³ Elsby, Hobijn and Şahin find that variation in the job finding rate explains 85% of the overall variation in the unemployment rate for Anglophone countries, while for continental European countries they estimate that only 55% of the overall variation in the unemployment rate is accounted for by the variation in the job finding probabilities – see Elsby, M.W.L., Hobijn, B. and Şahin, A., "Unemployment Dynamics in the OECD", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No 2, 2013, pp. 530–48. Robert Shimer instead finds that job finding probability accounted for three-quarters of the fluctuations in the unemployment rate in the United States during the period 1948–2010 – see Shimer, R., "Reassessing the ins and outs of unemployment", *Review of Economic Dynamics*, Vol 15, No 2, 2012, pp. 127–148.

⁶⁴ Elsby, M.W.L., Michaels, R. and Ratner, D., op. cit.

Chart 1

The Beveridge curve for the euro area and for the five largest euro area countries

(x-axis: unemployment rate; y-axis: job vacancy rate)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: For the euro area the job vacancy rate series is standardised by its mean and standard deviation. For each of the countries the job vacancy rates are adjusted for statistical breaks. All six series are four-quarter moving averages.

Chart 2

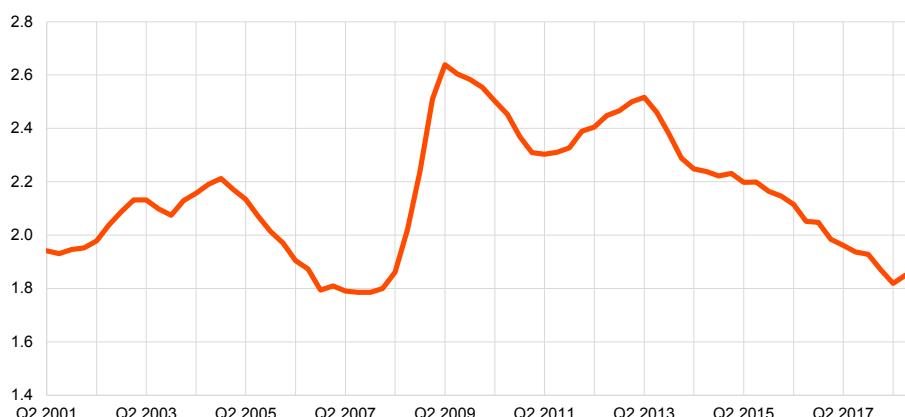
Labour market flows

(finding rate: as a percentage of the unemployed; separation rate: as a percentage of the employed)

a) Finding rate



b) Separation rate



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Labour market flows are computed based on Shimer in that movements to and from unemployment are estimated based on information on unemployment duration – see Shimer, R., ‘The Cyclical Behaviour of Equilibrium Unemployment and Vacancies’, *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, 2005, pp. 25-49. Flows to and from inactivity are assumed constant. The latest observations are for the third quarter of 2018. Eurostat has published data on flows since the second quarter of 2010 (data are available for the five largest euro area countries except Germany). The analysis of these data shows that there have not been significant changes in the flows from unemployment to inactivity, while flows from inactivity to unemployment increased in Italy and France, but decreased in Spain.

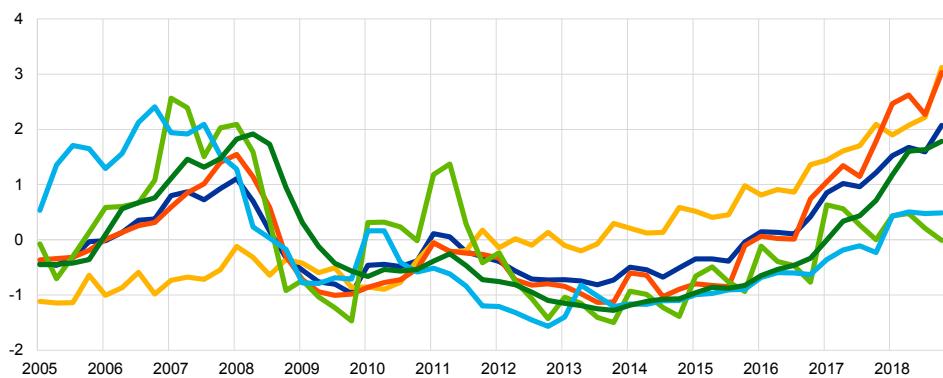
Job vacancy rates are at a very high level, while the finding rate is yet to reach previous peaks and unemployment remains above previous lows. This suggests both increased tightness and lower efficiency in the labour market. Labour market tightness at the aggregate euro area level is substantially higher than before the crisis, but there is large heterogeneity across countries (Chart 3). In Germany, the vacancy-unemployment ratio has quadrupled since 2006 and is the major determinant of the labour market tightness observed at the aggregate euro area level. In addition, in France labour market tightness is higher than before the crisis and has increased rapidly in the last two years. On the contrary, in Spain and Italy labour market tightness is significantly below previous peaks. At the aggregate euro area level, labour market tightness has been above pre-crisis levels since the third quarter of 2017. Meanwhile, labour market tightness in the United States reached pre-crisis highs in the second quarter of 2015.

Chart 3

Labour market tightness

(standardised values of the ratio of vacant posts to unemployed persons)

- Euro area
- Germany
- France
- Italy
- Spain
- Netherlands



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

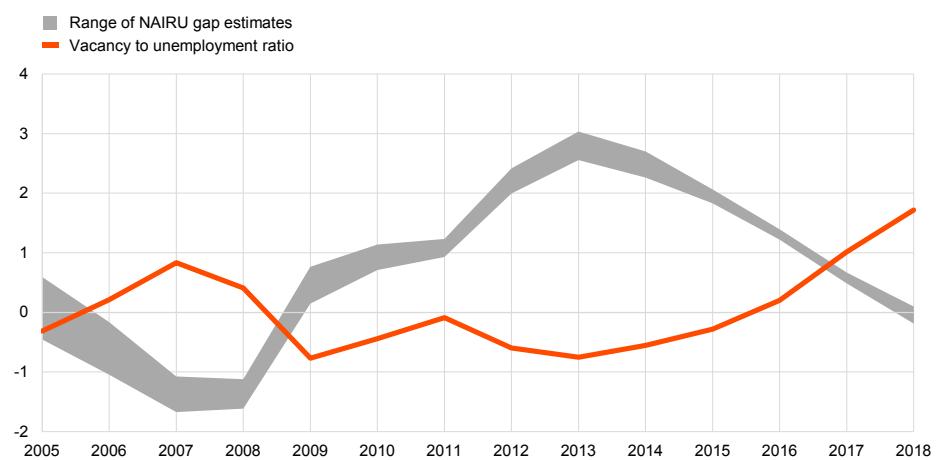
Note: The latest observation is for the fourth quarter of 2018.

The vacancy-unemployment ratio provides similar information to standard measures of labour market slack. The vacancy-unemployment ratio tends to capture cyclical conditions in the labour market from a quantitative perspective by balancing out the effects of labour demand and supply. This measure is similar to other commonly used measures of the unemployment gap derived using the Phillips curve framework (see Chart 4 for a comparison). In the wage Phillips curve, the derived non-accelerating wage rate of unemployment (NAWRU) is assumed to implicitly embed labour market mismatch. The information content extracted from the analysis of the Beveridge curve, on the other hand, can disentangle labour market tightness from efficiency. In doing so, job matching efficiency complements labour market tightness with a qualitative margin (see Section 3) and thus may provide richer information on the dynamics of wages.

Chart 4

Labour market tightness and the non-accelerating inflation rate of unemployment (NAIRU) gaps

(annual averages; range of NAIRU gap estimates are in percentage points; tightness is measured as the z-score)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Tightness refers to the aggregation of the five largest countries in the euro area. The NAIRU gap estimates used are those computed by the European Commission, the IMF and the OECD and are defined as the difference between the actual unemployment rate and the respective NAIRU estimates.

Box 1

The Beveridge curve for the US labour market

Prepared by Ramon Gomez Salvador

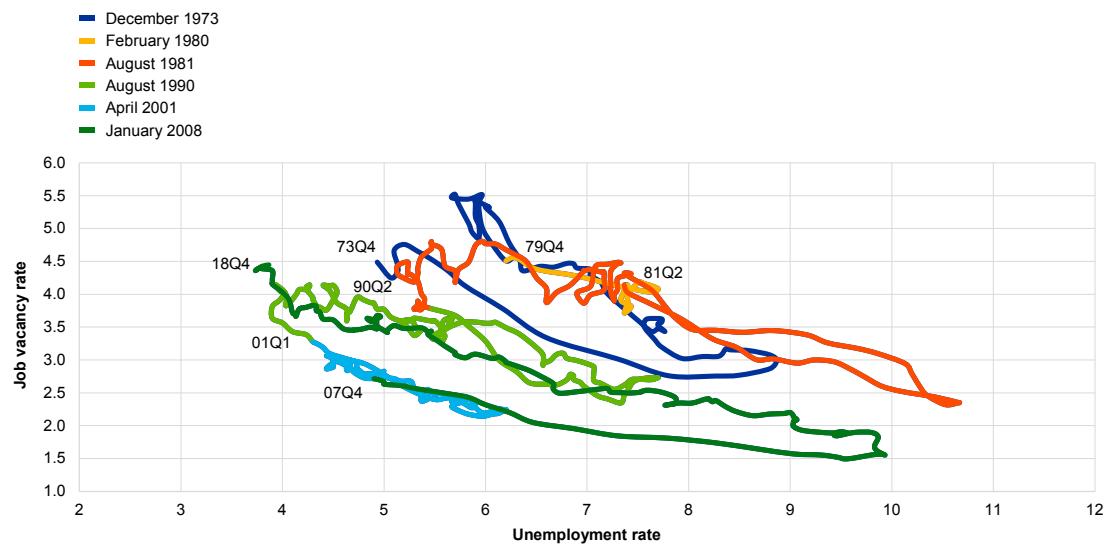
This box looks at unemployment rate developments in the United States from the perspective of the relationship between the unemployment rate and the vacancy rate, which is represented by the Beveridge curve. The unemployment-vacancy relationship appears to be an informative tool, given that it can give a broad indication of whether changes in the unemployment rate are caused solely by cyclical developments in economic activity or by more permanent or structural factors.

Developments in the US Beveridge curve since the 1970s point to efficiency gains as the dominant factor in the unemployment-vacancy relationship. Past developments in the US Beveridge curve illustrate the presence of both activity shocks and structural shocks (see Chart A). Anticlockwise loops reflecting activity shocks can be clearly identified starting (following the recessions) in 1973, 1981, 1990 and 2008, with much shorter ones in 1980 and 2001. In all cases, the vacancy rate followed a downward pattern in the recessionary part of the cycle, while the unemployment rate grew, with the reverse occurring in the expansionary phase. However, it is worth noting that, together with activity shocks, shifts in the unemployment-vacancy relationship have taken place since the 1970s. In particular, an initial outward shift between 1973 and 1980 was more than compensated for by an inward shift between the 1980s and the 2000s, which points to the dominant role of positive structural shocks in the US labour market, i.e. shocks leading to an increase in the effectiveness of the job matching process.

Chart A

The US Beveridge curve

(as a percentage of the civilian labour force; three-month moving averages)



Source: FRED database.

Notes: Different colours refer to different cycles, starting from NBER-dated recessions. JOLTS vacancy data are extended using the composite Help-Wanted Index constructed in Barnichon R., "Building a composite Help-Wanted Index", Economics Letters, Vol. 109, No 3, 2010, pp. 175 -178. The latest observation is for December 2018.

Developments since the global financial crisis point primarily to cyclical shocks. A very deep recession brought the unemployment rate to levels not seen since the early 1980s and the vacancy rate to historical lows. This was followed by a particularly long and slow expansion in historical terms. From the labour market perspective this implied less-smooth changes in both the unemployment rate and the vacancy rate compared with previous cycles, although the unemployment rate still reached record lows at the end of 2018 and the vacancy rate was close to historical highs. There has been some discussion as to whether the Beveridge curve has shifted slightly in the current business cycle, particularly at the early stages of the recovery, but there is a broad consensus that some friction in the matching process after recessions is visible in most recovery phases without implying a sustained rise in structural unemployment.⁶⁵ Indeed, most estimates point to a decline in structural unemployment in the United States over the last few years.⁶⁶

3 Measuring labour market efficiency

In this section we derive measures of labour market efficiency for the euro area to further the analysis of the labour market and wage dynamics. As discussed in the previous sections, the Beveridge curve framework requires labour market tightness to be complemented with a measure of efficiency to provide a more comprehensive picture of the euro area labour market. In this section the assessment of the cyclical position of the labour market will therefore require information derived from labour market tightness and labour market efficiency. These two measures are

⁶⁵ For a discussion on the interpretation of outward shifts of the Beveridge curve, see Diamond, P. and Şahin, A., op. cit.

⁶⁶ From 5.1% in 2011 to 4.6% in 2018 according to Congressional Budget Office estimates.

important for assessing the overall strength of the labour market and for understanding how they jointly affect wage developments.

Two empirical measures of labour market efficiency can be derived from the Beveridge curve and the job finding rate. In the simple theoretical framework presented in Box 2, the matching efficiency affecting the job finding rate is the only underlying factor generating a shift of the Beveridge curve. In practice, the Beveridge curve may also shift for reasons other than matching efficiency. Therefore, measures of efficiency based on the Beveridge curve and measures of efficiency based on the finding rate (matching function) may ultimately differ. Comparing these two approaches helps to increase the robustness of the exercise. This empirical exercise comes with a number of caveats as data on vacancies and job flows have a relatively short time span and, in the context of the euro area, there are no micro data available for a more granular analysis of the labour market (as in Şahin et al.⁶⁷). Nevertheless, this is a useful exercise as it may provide a more comprehensive view of labour market adjustment in the euro area and highlight new implications for euro area wage dynamics.

A first measure of matching efficiency can be derived by recalling the aggregate matching function and using the job finding rate. Following the work of Petrongolo and Pissarides⁶⁸, the matching function is specified as a constant returns to scale Cobb-Douglas function of the vacancy rate and the unemployment rate. The aggregate matching function can be estimated by looking at the quarterly job finding probabilities (JFP_t) and the vacancy-unemployment ratio (market tightness).⁶⁹ The outflows from unemployment (JFP_t) are measured following Shimer⁷⁰, while market tightness is derived using the break-adjusted vacancy rate.⁷¹ The matching efficiency (ε_t) is therefore defined as the residual from estimating a reduced-form matching function⁷²

$$JFP_t = \alpha + \beta \left(\frac{v_t}{u_t} \right) + \varepsilon_t^{MF} \quad (1)$$

where the vacancy-unemployment ratio is usually defined as labour market tightness, (θ_t).

An alternative measure of job matching efficiency can be derived by estimating the elasticity between vacancies and unemployment. Such a measure directly reflects the shifts in the Beveridge curve while also accounting for the negative relationship implied by the vacancy to unemployment ratio (i.e. market tightness), specified as follows:

⁶⁷ Şahin, A., Song, J., Topa, G. and Violante, G.L., op. cit.

⁶⁸ Petrongolo, B. and Pissarides, C.A., op. cit.

⁶⁹ See also Arpaia, A., Kiss, A. and Turrini, A., "Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis", *European Economy – Economic Papers*, No 527, European Commission, September 2014.

⁷⁰ See Shimer, R., *The Cyclical Behaviour of Equilibrium Unemployment and Vacancies*, op. cit.

⁷¹ In the same way as for the vacancy rate, job vacancies have also been adjusted following the description of structural breaks related to statistical changes in the measurement of job vacancies provided by Eurostat.

⁷² The estimation has been performed using the ordinary least squares (OLS) and generalised method of moments (GMM) methods on the logs of the Cobb-Douglas matching function. For the GMM method, lags of the vacancy and unemployment rate have been used as instruments.

$$v_t = \kappa + \gamma u_t + \varepsilon_t^{BC} \quad (2)$$

Empirically, such a crude measure of labour market efficiency features both an outward shift and a steepening of the slope. As shown in Chart 1, the euro area Beveridge curve has also become steeper following the post-2011 outward shift.⁷³ The derived residual after estimating a constrained regression⁷⁴ between the vacancy rate and the unemployment rate provides a time series for labour market efficiency which can proxy the side-shifts of the Beveridge curve between the second quarter of 2004 and the first quarter of 2018.

According to these measures, matching efficiency deteriorated during the crisis (see Chart 5). These two efficiency measures are closely related but they do display some differences. The matching efficiency derived from the Beveridge curve (equation 2) tends to be more comprehensive than that derived using the matching function (equation 1). While the method based on the matching function directly captures the matching process, the Beveridge curve efficiency measure also captures the dynamics of job separations as well as potential labour force movements from inactivity to the labour market. Overall, the correlation between these two measures is relatively high and the information content is consistent. These two measures indicate that labour market efficiency has not fully recovered compared with pre-crisis times. According to the search and matching model sketched in Box 2, the information on the functioning of the labour market (efficiency) complements the purely quantitative indicator of labour market tightness. In the pre-2008 period matching efficiency and tightness were positively correlated (see Chart 5), a situation which, all other things being equal, can lead to higher wages. By contrast, more recently efficiency and tightness have been moving in opposite directions, leading to counterbalancing effects on wages.

⁷³ Such an equation is also estimated by imposing a coefficient restriction which finds the average of the slope of the Beveridge curve before and after 2011.

⁷⁴ For robustness, the average elasticity between vacancies and unemployment before and after 2011 is used. The derived matching efficiency measure is on the whole robust to statistically small changes.

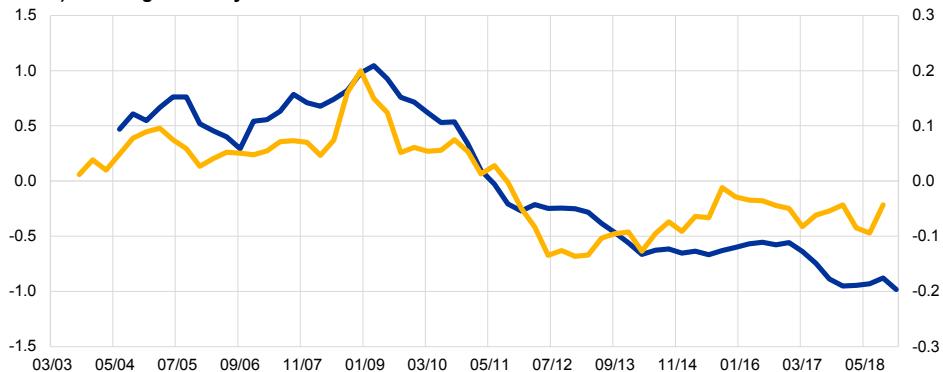
Chart 5

Measures of matching efficiency

(a) measures of labour market efficiency (LME) are in percentage points; b) labour market tightness is the z-score of the vacancy-unemployment ratio

- LME-Beveridge curve (left-hand scale)
- LME-Matching function (right-hand scale)

a) Matching efficiency



b) Labour market tightness



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

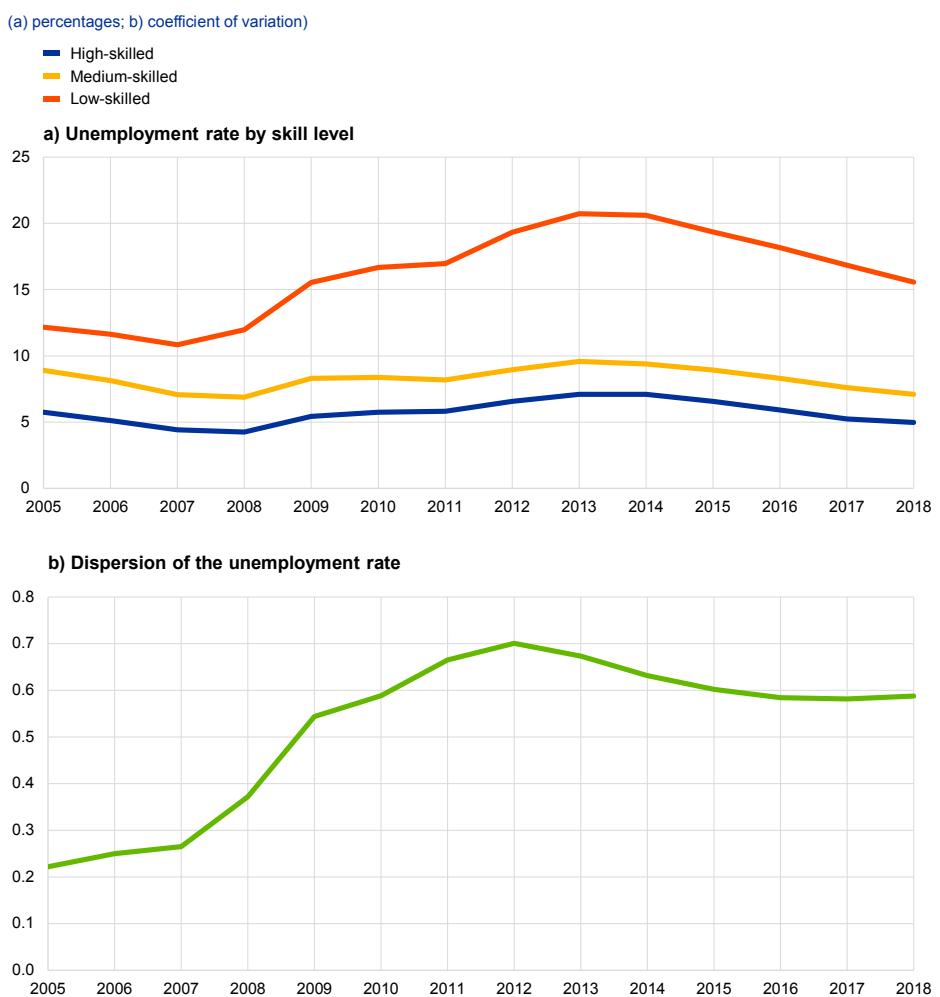
Notes: Measures of labour market efficiency are based on equations (1) and (2) respectively. Labour market tightness is the ratio of the GDP-weighted aggregate vacancies for the five largest euro area countries to the respective seasonally adjusted unemployment rate. Vacancies are break-adjusted and standardised by their country-specific mean and standard deviation.

The heterogeneity of the unemployment pool and the dispersion of unemployment across countries may have had a negative impact on matching efficiency. During the crisis the unemployment pool became more heterogeneous. The unemployment rate of low-skilled workers also grew significantly and still remains far above the unemployment rate of medium and high-skilled workers (see panel (a) of Chart 6). This type of imbalance between skill supply and skill demand causes the unemployment rate and the job vacancy rate to rise simultaneously, shifting the Beveridge curve to the right. At the same time, the dispersion of the unemployment rate increased across countries (see panel (b) of Chart 6). The geographical dispersion in unemployment and vacancies has led to a situation in which there is a high number of vacancies in some local labour markets at the same time as high unemployment in other labour market segments, which reduces the response of unemployment to vacancies. Barnichon and Figura⁷⁵ show that matching efficiency declines when the average characteristics of the unemployed deteriorate

⁷⁵ Barnichon, R. and Figura, A., op. cit.

substantially, or when dispersion in labour market conditions increases markedly. These two factors occurred in the euro area during the crisis: not only did low-skilled unemployment rates increase substantially, the dispersion of the unemployment rate also increased.⁷⁶

Chart 6 Composition and dispersion of the unemployment rate



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The unemployment rate by skill level is based on the aggregation of unemployment rates across the five largest euro area countries. The coefficient of variation is computed for the five largest euro area countries.

Box 2

Labour market efficiency in a search and matching model

Prepared by Agostino Consolo

This box provides an overview of the Beveridge curve and how it is derived from a simple search and matching model. This framework allows for the joint determination of an unemployment

⁷⁶ Beyer and Smets show that labour mobility is a less important adjustment channel in response to shocks, with the unemployment rate playing a more persistent role – see Beyer, R.C.M. and Smets, F., “Labour market adjustments in Europe and the US: How different?”, *Economic Policy*, Vol. 30, No 84, 2015, pp. 643-682.

rate, a vacancy rate and a real wage that are mutually consistent. In fact, an analysis of the Beveridge space (the vacancy-unemployment diagram) in itself does not provide enough information to pin down the dynamics of wages, productivity and labour demand and has to be enriched with (i) a firm job creation condition and (ii) a wage setting mechanism. We therefore follow a simpler version of the model developed by Mortensen and Pissarides⁷⁷ to provide a coherent narrative of the fluctuations in unemployment, vacancies and wages.⁷⁸

This framework offers a simple yet coherent tool to analyse possible movements in the Beveridge space. Changes in the Beveridge space can reflect movements in market tightness and shifts in job matching efficiency. Market tightness movements are characterised by a negative relationship between vacancies and unemployment, and shifts in job market efficiency by a positive relationship. Both market tightness and matching efficiency can play an important role in the determination of wages. The framework introduced in this box can account for the driving forces behind changes in the Beveridge curve and can also be helpful in rationalising the effects on wages.⁷⁹

Equilibrium conditions from a search and matching model

A simple description of the search and matching model with constant (exogenous) job destruction rates – following Pissarides⁸⁰ – can be summarised by three equilibrium conditions for the main variables of interest: unemployment rate, u , vacancy rate, v , and real wages, w :

$$(BC): \quad u = \frac{\delta}{\delta + \theta q(\theta, \varepsilon)}$$

$$(JC): \quad w = p - \frac{(r + \delta)pc}{q(\theta, \varepsilon)}$$

$$(NW): \quad w = (1 - \beta)b + \beta p(1 + c\theta)$$

with exogenous destruction rates, δ , search costs, c , bargaining power of the worker, β , unemployment benefits, b , productivity, p , and the discount rate, r . The variable $\theta = v/u$ is usually defined as market tightness as it reflects the relative strength between labour demand and labour supply factors, which are proxied by the number of vacancies and the number of people searching for a job, respectively. The function $q(\theta)$ is a transformation of the matching function.⁸¹

The first equation (BC) is the Beveridge curve, which describes the relationship between the vacancy rate and the unemployment rate and is derived from a steady-state condition on job flows in and out of the unemployment pool.⁸² The second equation (JC) refers to the job creation condition based on the assumption that firms will keep posting vacancies as long as the marginal job has a non-negative present discount value. The third equation (NW) refers to the Nash solution to the wage bargaining problem of sharing the surplus generated by the job match between a worker and a

⁷⁷ Mortensen, D.T. and. Pissarides, C.A., "Job Creation and Job Destruction in the Theory of Unemployment", *The Review of Economic Studies*, Vol. 61, No 3, 1994, pp. 397-415.

⁷⁸ For a theoretical overview, see Pissarides, C.A., *Equilibrium Unemployment Theory*, op. cit.

⁷⁹ See Elsby, M.W.L., Michaels, R. and Ratner, D., op. cit.; and Shimer, R., "Mismatch", *American Economic Review*, Vol. 97, No 4, 2007, pp. 1074-1101.

⁸⁰ Pissarides, C. A., op. cit.

⁸¹ The matching function is defined as $m(\theta) = v^\alpha u^{1-\alpha} + \epsilon$ where ϵ is matching efficiency and $\theta = v/u$, $\theta q(\theta) = m/u$ and $q(\theta) = m/v$.

⁸² The current model specification does not account for flows in and out the inactivity pool of the working age population.

firm. Both BC and JC depend on the matching function $m(\theta)$, which is not the case for the NW equation.⁸³

Figure A.1 and A.2 display these three equations to provide a visual representation of the behaviour of θ, v, u and w . These three equations jointly provide a simple yet consistent framework for analysing the dynamics of the Beveridge curve and wages. As these equations show, all three theoretical relationships are needed and it is not possible to consider the implications for wages using the Beveridge space alone. Figure A.1 shows the $w - \theta$ space and the equilibrium arising from the intersection between the job creation condition, JC , and the Nash wage equation, NW , point A. Figure A.2 shows the $v - u$ space and the equilibrium arising from the intersection between the Beveridge curve BC and market tightness line $v = \theta_A u$ where θ_A is derived from Figure A.1.

The model can account for the following possible exogenous drivers of labour market fluctuations: (i) productivity, (ii) job matching efficiency, (iii) worker's outside option and bargaining power, and (iv) job-posting search costs.

Job matching efficiency

In view of the empirical analysis undertaken in Section 3 of this article, the focus will be on providing a theoretical description of a job matching efficiency shock under the search and matching framework. Such a diagrammatical description can also be viewed as a simple description of an impulse response function in a theoretical macro model of equilibrium unemployment.

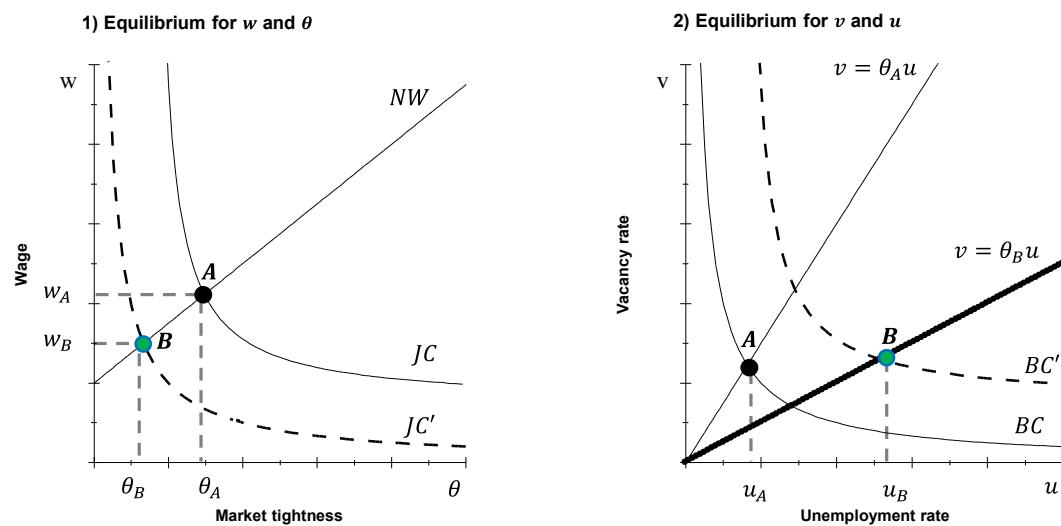
In this framework, a job matching efficiency shock affects the JC curve and the BC curve via the matching function. Figure A.1 shows the $w - \theta$ space that includes the job creation condition JC and the Nash wage equation NW . The intersection point A is the equilibrium (w_A, θ_A) . An exogenous shift in efficiency generates a downward translation of the job creation conditions curve JC' . For instance, if efficiency were to decrease, both $m(\theta)$ and $q(\theta)$ would decrease and the ratio $\frac{(r+\delta)pc}{q(\theta)}$ would increase. All other things equal, wages and θ would decrease.⁸⁴ An extension of the model with endogenous job destruction rates – in which δ depends on the level of productivity of the job match – would suggest an even larger increase in this ratio as lower productivity matches will feature higher destruction rates. This would further compress the wage offered in the job creation condition. This discussion highlights that there may be an important labour demand channel when accounting for the effects of job matching efficiency. In a more general set-up, a higher skills mismatch in the labour market could affect the productivity of a job match and drive down the wages firms are willing to offer.

⁸³ This means that the NW curve does not shift following a job matching efficiency shock.

⁸⁴ This ratio can be interpreted as the average expected search cost of posting a vacancy. If firms keep posting vacancies and the market (the matching function) does not make enough job matches, firms will have to bear higher search costs or increase the search effort to fill their vacancies. In net present value terms, these higher costs from search and matching will negatively affect the strength of labour demand and the wage offered.

Figure A

A basic search and matching model



Source: Author's elaboration.

Note: Based on Pissarides, C.A., op. cit.

Turning to Figure A.2, the upward linear curve follows the definition of tightness $v = \theta_A u$ and has the slope θ_A which is determined in Figure A.1. The downward-sloping curve is the BC equation. A shift in job matching efficiency will affect both curves. The Beveridge curve will shift outward because of the lower job finding probability. The linear curve will flatten following the reduction in the tightness from θ_A to θ_B shown in Figure A.1. This implies that the change in the unemployment rate is amplified by the change in θ .

To conclude, a negative efficiency shock will lead to lower market tightness, θ , lower wages and higher unemployment. The effect on the vacancy rate remains undefined and depends on the final parameterisation of the full model.

Box 3

Labour market tightness and efficiency in the wage Phillips curve

Prepared by Mario Porqueddu

This box aims to clarify whether the combination of labour market tightness and matching efficiency can help to explain wage growth in the euro area in an augmented Phillips curve. It is still unclear as to why wages grew only moderately from 2013 to 2017 despite a notable reduction in the unemployment rate of the euro area. The original Phillips curve suggested a simple inverse relationship between wage growth and the unemployment rate, i.e. the lower the unemployment rate, the higher the rate of wage growth.⁸⁵ More recent specifications of the wage Phillips curve, as, for

⁸⁵ Phillips, A.W., "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, New Series, Vol. 25, No 100, 1958, pp. 283-299.

example, in Galí⁸⁶, are more complex; they suggest that nominal wage growth is determined by the cyclical stance of the economy, inflation expectations and productivity growth developments. The equilibrium conditions of a simple version of the search and matching model suggest that an additional factor is necessary to fully describe the changes in the vacancy-unemployment space. Job market efficiency measures should therefore be included in the wage Phillips curve given that, empirically, labour market tightness and efficiency may produce different information over the business cycle.

The precise functional form of the wage Phillips curve (for example in terms of lag structure or linearity vs non-linearity) and the chosen determinants remain subject to discussion. One way to hedge against such model uncertainty is to use a large set of proxies for the labour market cycle, inflation expectations and productivity growth.⁸⁷ This box shows the results for a set of wage Phillips curves that alternate 18 slack measures (including unemployment rate, unemployment gap from various institutions (ECB, IMF, OECD), and job market tightness), 16 inflation expectations measures (including those collected by Consensus Economics and in the ECB Survey of Professional Forecasters (SPF), and lagged headline inflation) and the measures of job market efficiency.⁸⁸ One-third of the specifications are standard, without a job market efficiency measure, one-third include the job market efficiency measure derived from the Beveridge curve and one-third include the measure derived from the matching function.

Measures of matching efficiency help to explain past moderate wage developments in the euro area. According to a measure of fit (Schwarz info criterion) some of the best specifications include the job market efficiency measures. Chart A shows the range of the paths of compensation per employee obtained using the wage Phillips curve models and conditioning on the path of slack, productivity, and past or expected inflation starting in 2012. When job market efficiency measures are added to the wage Phillips curves there is a marginal downward shift of the range of projections compared to the baseline models that do not include these measures. This suggests that the job market efficiency measures may be useful in explaining the moderate wage growth in the euro area over the last eight years, albeit to a rather limited extent.

⁸⁶ Galí, J., "The Return of the Wage Phillips Curve", NBER Working Papers, No 15758, 2010. The standard New Keynesian model with staggered wage setting implies a simple dynamic relation between wage inflation and unemployment. Galí finds that, even under the strong assumption of a constant natural rate of unemployment, this simple relation accounts reasonably well for the co-movement of wage inflation and the unemployment rate in the United States.

⁸⁷ This thick modelling approach is similar to the one applied for the price Phillips curve in Ciccarelli, M. and Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, No 181, ECB, Frankfurt am Main, January 2017, and in the article entitled "Drivers of underlying inflation in the euro area over time: a Phillips curve perspective" in this issue of the Economic Bulletin.

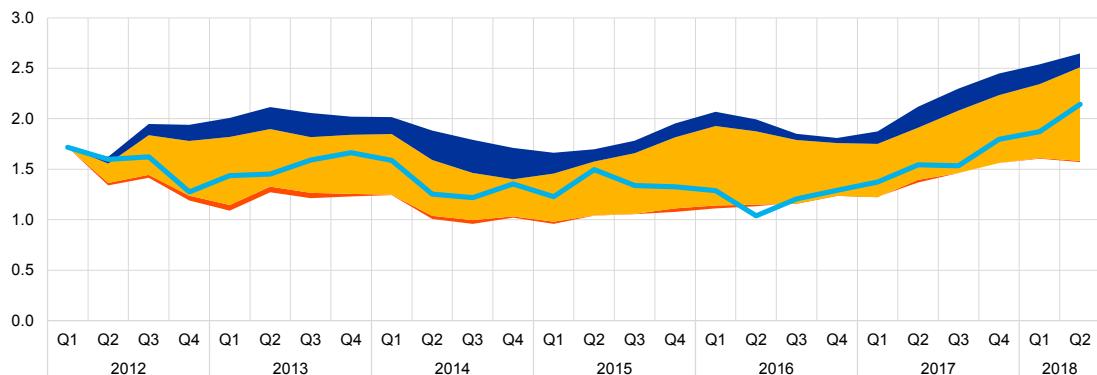
⁸⁸ Wage Phillips curves are specified as a regression of nominal compensation per employee (expressed in terms of annualised quarter-on-quarter growth) on its own lag, the first lag of a measure of labour market slack, productivity growth, a measure of expected inflation, the intercept, and the measures of job market efficiency. We estimate a total of 864 specifications.

Chart A

Euro area: conditional forecast of annual growth of compensation per employee (CPE)

(year-on-year changes)

- CPE
- Range of projections from models without job matching efficiency measures (A)
- Overlapping range of projections (B)
- Range of projections from models with job matching efficiency measures (C)



Source: ECB calculations based on data from Eurostat, the IMF, Consensus Economics and the SPF.

Notes: Results are based on a thick modelling approach that includes a broad range of fixed coefficient specifications of the Phillips curve including or excluding job market inefficiency measures. The parameters are estimated over the sample period 2005Q1-2018Q2. The conditional out-of-sample forecast is carried out for the period 2012Q1-2018Q2. The ranges depict forecasts for the growth of compensation per employee coming from differently specified Phillips curves. The specifications include permutations across the expectation formation (backward or forward-looking), the variables representing slack and the job matching efficiency (JME) measures. In the chart the range of projections of the models without JME measures is represented by the blue and yellow area (A+B) while the range of projections from models that include JME measures is represented by the yellow and red area (B+C).

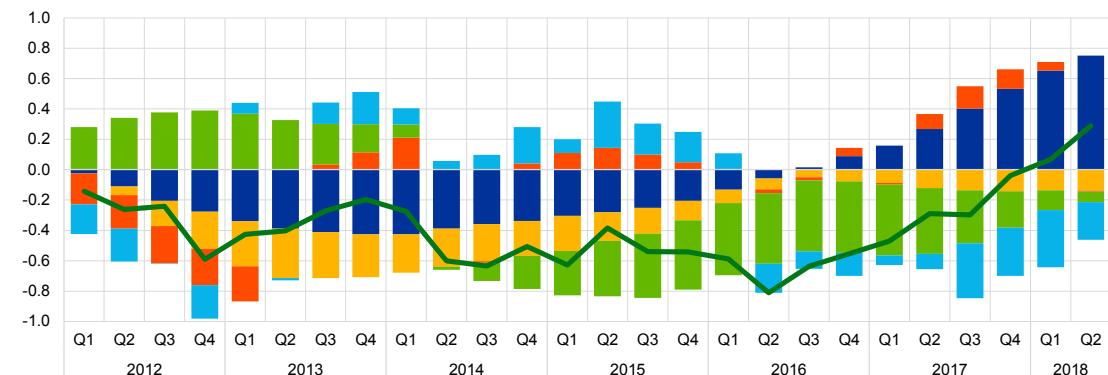
The decomposition of the contribution of the exogenous variables confirms that a decline in job market efficiency has a dampening effect on wages. Chart B shows the contribution of the exogenous variables to wage growth (as a deviation from the long-run mean) for a specification that includes job market tightness and matching efficiency. From 2012 to 2015 cyclical developments measured by job market tightness explain most of the lower-than-average developments in wages, while in 2017 and 2018 the contribution becomes positive. Job market inefficiency has a dampening effect on wages over the full period, and in particular in 2013 and 2014. A very important additional driver of low wage growth is low inflation, particularly in 2016. Similar results can be obtained using only the unemployment rate, with the contribution of this variable corresponding to the combined impact of job market tightness and matching efficiency.

Chart B

Euro area: contribution of different exogenous variables according to a wage Phillips curve

(percentage points)

- Labour market tightness
- Job matching efficiency (flows)
- Productivity
- Past inflation
- Residual
- Compensation per employee



Source: ECB staff calculations.

Notes: The green line shows deviations of year-on-year growth of compensation per employee from its long-run mean. Contributions (including residuals) are also shown as deviations from their long-run mean. Contributions are calculated based on an equation in which compensation per employee (the annualised quarterly growth rate) is regressed against its own lag, a measure of slack (job market tightness), the job matching efficiency measure derived from the residuals of the job market matching function, productivity growth, the four-quarter moving average of headline inflation and a constant. Past developments of these variables impact current compensation per employee through lagged compensation per employee. In the chart these contributions are associated with the single exogenous variables despite showing a generic contribution of lagged compensation per employee.

The results suggest that, despite some caveats, job market efficiency measures help to explain past moderate wage growth in the euro area. The caveats relate to the fact that the analysis does not allow for a structural interpretation of shocks that would explain wage developments, i.e. there is not necessarily a causal relationship between the explanatory variables depicted in Chart B and low wages, as they could simply be reacting to the same common shocks. Also, the reliability of these results is affected by the low number of observations available for these measures and, therefore, the length of the estimation sample. Although this framework provides a useful and complementary perspective for understanding wage developments, and may help to partially explain past moderate wage developments in the euro area, the overall quantitative implications for wages are largely consistent with those of the standard Phillips curve approach.

4 Concluding remarks

The article analyses the main patterns of the Beveridge curve and highlights the importance of both labour market tightness and labour market efficiency.

The Beveridge curve seems to have significantly shifted outwards in the euro area, with the unemployment rate approximately similar to the pre-crisis period and the job vacancy rate currently significantly higher. Our empirical findings show that there has been a significant deterioration in aggregate matching efficiency since the start of the crisis. The deterioration in matching efficiency is not necessarily structural and contains useful cyclical information that can be used to assess the state of the labour market and possible implications for wage developments. We show that lower matching efficiency may have marginally contributed to weaker wage dynamics. This framework therefore helps to enhance our understanding of unemployment and wage

fluctuations. However, the quantitative implications for wages presented in this article differ only marginally from those of the standard Phillips curve approach.

The reasons behind the sharp decline in matching efficiency require further investigation into the heterogeneity and composition of the labour market.

According to recent studies, the two main factors driving the decline in matching efficiency are the increased heterogeneity of the unemployment pool and the increased dispersion of unemployment rates across countries. However, other factors may be at play. First, the dynamics of the labour force and its composition may also affect labour market efficiency. The euro area labour force participation rate has increased steadily since the early 2000s but has grown at a lower than average rate since the crisis. Therefore, in the context of the euro area Beveridge curve analysis, the outward shift in 2011 cannot be linked to the movements of the participation rate. Second, the role of sectoral reallocations may also have contributed marginally to the outward shift of the Beveridge curve as reallocations are usually associated with a significant spike in job separation rates. However, the timing of the outward shift of the Beveridge curve cannot really be linked to the slight change in the euro area job separation rate in 2011.

2

Drivers of underlying inflation in the euro area over time: a Phillips curve perspective

Prepared by Elena Bobeica and Andrej Sokol

In this article we review the evolution of euro area HICP inflation excluding energy and food since the Great Financial Crisis through the lens of the Phillips curve. This period is particularly interesting, as the euro area experienced two recessions (in 2008-2009 and 2011-2014) and a protracted episode of low inflation from 2013 onwards. We estimate a large set of Phillips curve models for the euro area and review the interpretation of inflation developments that they provide over time. We find that our models can account for much of the weakness in underlying inflation between 2013 and mid-2017, but that they cannot account for the weakness in underlying inflation towards the end of our sample.

1 Motivation and overview

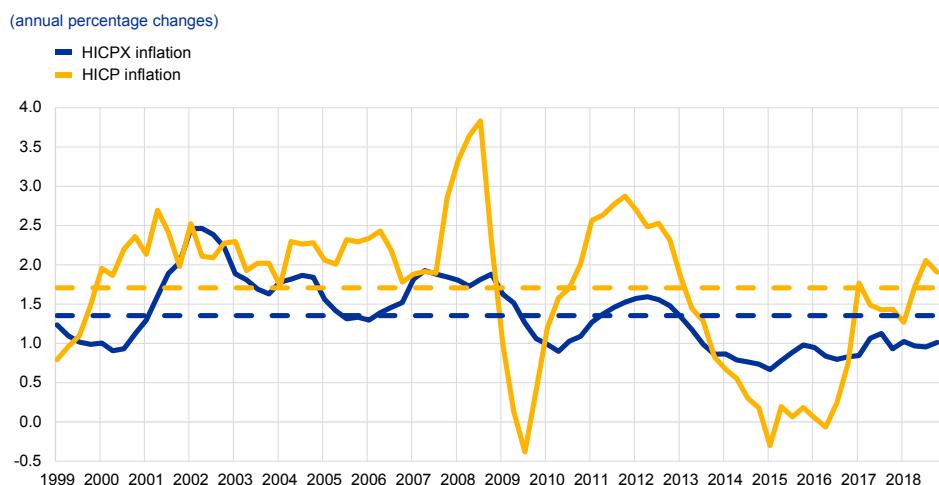
The decade since the onset of the Great Financial Crisis in 2008 is known for a “twin puzzle” in inflation developments across advanced economies. The first years following the crisis are associated with a *missing disinflation* episode, as inflation appeared to fall by less than the ensuing recessions would have led us to expect.⁸⁹ More recently, as most economies gradually recovered, economists have puzzled over *missing inflation*,⁹⁰ with the latter episode being much more prolonged. Taking averages since the launch of the euro as benchmarks, in the euro area both headline HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food (HICPX, henceforth “underlying inflation”) dropped below their respective averages after 2009 (see Chart 1), but the *missing disinflation* view would have predicted an even more marked fall. After a short-lived recovery, inflation rates again fell from 2013 onwards, initiating a protracted period of below-average inflation, which in the case of underlying inflation persists to the present day. The *missing inflation* view finds the latter episode hard to square with a gradual recovery in economic activity in the euro area that has brought the unemployment rate back to pre-crisis levels (see Chart 2).

⁸⁹ Coibion, O. and Gorodnichenko, Y., “Is the Phillips Curve Alive and Well after All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 7(1), 2015, pp. 197-232; Ciccarelli, M. and Osbat, C. (eds.), “Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, *Occasional Paper Series*, No 181, ECB, 2017.

⁹⁰ Constâncio, V., “Understanding Inflation Dynamics and Monetary Policy”, panel remarks at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 29 August 2015; Bobeica, E. and Jarociński, M., “Missing Disinflation and Missing Inflation: A VAR Perspective”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 15(1), 2019, pp. 199-232.

Chart 1

HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food in the euro area

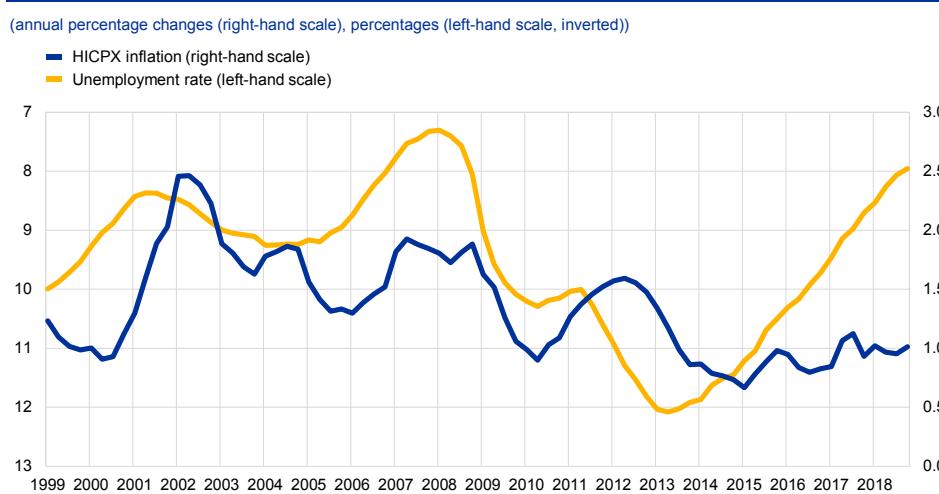


Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The dotted lines represent historical averages since 1999.

Chart 2

HICP inflation excluding energy and food and the unemployment rate in the euro area



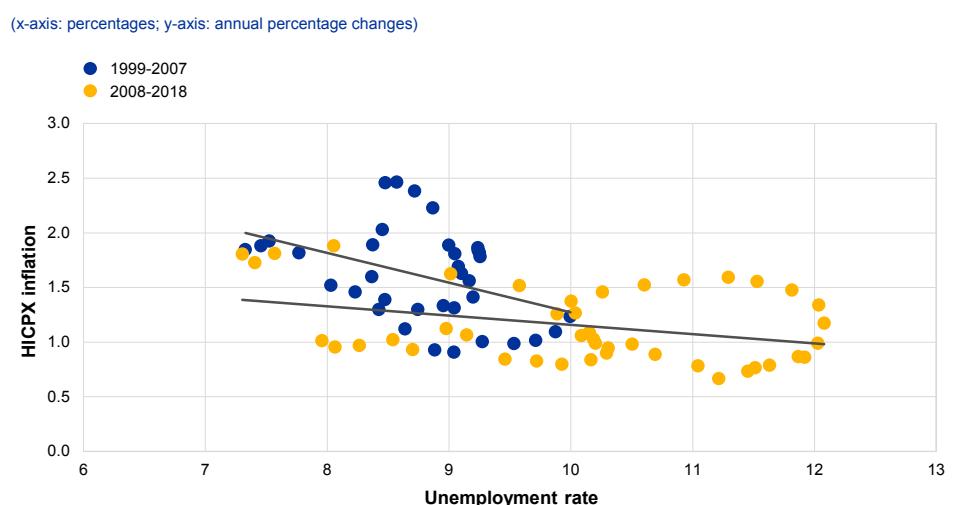
Source: Eurostat.

Both academics and practitioners use versions of the Phillips curve to understand and communicate inflation developments. In the broadest sense, the Phillips curve is an expression of the notion in economic theory that economic activity, and more precisely the degree of excess demand or supply, should have a bearing on price and inflation developments. The relationship is grounded in many popular economic theories, such as the New Keynesian framework, where inflation is primarily linked to firms' marginal costs (often proxied with a measure of economic slack) and forward-looking inflation expectations. Phillips curves have long enjoyed great popularity as an empirical tool, but for that very reason the *missing disinflation* and *missing inflation* episodes have stirred intense debates about the relationship, including whether it is alive or dead (i.e. steep or flat), and linear or non-linear.

Attempts to simply link the behaviour of inflation to the level of economic activity raise some important questions. For instance, a naïve look at the stability of such a relationship (see Chart 3) would suggest that, compared with the pre-crisis period, the link between real activity and inflation might have “flattened” in the following period, which includes the two puzzling episodes. But many economic factors can shift the level of inflation for a given amount of economic slack, blurring the underlying economic relationship when viewed in a scatterplot. For example, inflation expectations and the cost of imported inputs are important elements of price-setting decisions, and their changes can lead to shifts in the Phillips curve relationship without necessarily changing its slope. On the other hand, the behaviour of economic agents could change over time, for example depending on whether the economy is in recession or not, meaning that the slope could vary over different periods. Without appropriately taking into account such considerations, there is a risk of drawing the wrong conclusions about the strength of the link between inflation and economic activity.

Chart 3

HICPX inflation and the unemployment rate in the euro area



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Linear regression lines for the two samples are shown in grey.

The ECB has also relied on Phillips curve models to understand and communicate inflation developments since the Great Financial Crisis.

The Phillips curve is an intuitive yet powerful way of conveying the link between inflation and economic activity, which lies at the heart of monetary policy. Thus, as in other central banks and policy institutions (see Box 1 for some case studies), Phillips curves are one element of the analytical toolkit routinely deployed by the ECB to analyse and communicate inflation (and wage growth)⁹¹ developments. Reduced-form estimates of this relationship remain popular due to their simplicity and transparency. However, they require regular review and scrutiny in order to remain useful for analytical, decision-making and communication purposes. This includes all the important choices that have to be made for their empirical set-up: for instance, whether to focus on

⁹¹ See Box 3 in the article entitled “The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve” in this issue of the Economic Bulletin.

headline inflation, which is more exposed to commodity prices and other external shocks, or on measures of underlying inflation; what is the most appropriate measure of economic activity to use; what other global and/or domestic drivers of inflation besides economy activity should be included; and whether the relationship should be allowed to change in more complex ways, for example depending on the stage of the economic cycle. Section 2 and Box 2 focus on some of these important issues. In Section 3, we then revisit the recent history of inflation in the euro area through the lens of a large set of reduced-form Phillips curve models, and find that estimated Phillips curves can account for much of the weakness in underlying inflation since 2013, imputing the bulk of it to its key determinants, except for the last few outturns, which cannot be explained well by our models.

Box 1

Other countries' experiences with Phillips curves

Prepared by Alexander Al-Haschimi

Major central banks use the Phillips curve to assess and communicate inflation developments. For instance, the Federal Reserve System tracks closely how well Phillips curves estimated using a variety of approaches can explain data on the US economy.⁹² Some results suggest that in the United States, the link between unemployment and inflation has weakened over time. Indeed, in recent years the United States has been experiencing both low unemployment and low inflation concurrently, which is consistent with a flatter Phillips curve. Federal Reserve Chair Jerome Powell has argued that a number of factors have weakened the effect of labour market tightness on inflation.⁹³ One factor cited was a more effective conduct of monetary policy, resulting in a stronger anchoring of inflation expectations. Other factors potentially relate to the internationalisation of production structures and the higher import content of goods consumed, which give exchange rates and global prices a greater role in price determination.⁹⁴

A related question, particularly relevant given the very tight labour markets in some advanced economies, including the United States and Japan, is to what extent the Phillips curve is non-linear. In his remarks at the 2019 US Monetary Policy Forum, John Williams also discussed the possibility that the employment-inflation relationship becomes strong only when unemployment is very low, as suggested by Hooper, Mishkin and Sufi (2019).⁹⁵ This finding would be highly policy-relevant, as it suggests that while thus far a tight labour market has co-existed with low inflation, a further tightening in the US labour market may lead to inflation rising above target. Williams pointed out that the results

⁹² See Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015.

Yellen, J.L., "Inflation, Uncertainty and Monetary Policy", speech at the 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Cleveland, Ohio, 26 September 2017.

⁹³ Powell, J., "Monetary Policy and Risk Management at a Time of Low Inflation and Low Unemployment", speech at the 60th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, 2 October 2018.

⁹⁴ Williams, J.C., "Discussion of 'Prospects for Inflation in a High Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or Is It Just Hibernating?' by Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi", remarks at the 2019 US Monetary Policy Forum, Federal Reserve Bank of New York, 22 February 2019.

⁹⁵ Williams (2019), op. cit.; and Hooper, P., Mishkin, F.S. and Sufi, A., "Prospects for Inflation in a High Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or is It Just Hibernating?", paper presented at the 2019 US Monetary Policy Forum, February 2019. For a theoretical derivation of a non-linear Phillips curve, see Benigno, P. and Ricci, L., "The Inflation-Output Trade-Off with Downward Wage Rigidities", *American Economic Review*, Vol. 101(4), 2011, pp. 1436-1466; for an empirical review of the evidence, see, e.g., Albuquerque, B. and Baumann, U., "Will US inflation awake from the dead? The role of slack and non-linearities in the Phillips curve", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 39(2), 2017, pp. 247-271.

for this type of non-linearity in the Phillips curve are often not robust, but their existence would significantly alter the policy trade-offs a central bank is facing.⁹⁶

In Japan, the linearity of the Phillips curve has also been questioned.⁹⁷ Japan has also been experiencing a tight labour market and low inflation, which could be an indication of a flatter Phillips curve. There are a number of potential explanations for why the country's low unemployment rate does not feed through more strongly to wage and price inflation. Some factors cited are structural, and relate in part to worker preferences for employment stability over wage increases, as well as hidden labour market slack arising from involuntary part-time workers who are not fully captured by the unemployment rate. However, as in the United States, there is a debate as to when the low and falling unemployment rate should lead to stronger increases in wages and prices. Harada (2018) recently discussed this issue within a Phillips curve framework. He showed estimates suggesting that inflation becomes more responsive to the labour market when the unemployment rate falls below 3%, and concluded that this could imply that the unemployment rate needed to decline further for inflation to reach its target of 2% (see Chart A).⁹⁸

⁹⁶ This result, and the accompanying caveat, parallels some of the findings on the potential non-linearity of the Phillips curve relationship in the euro area discussed in Box 2.

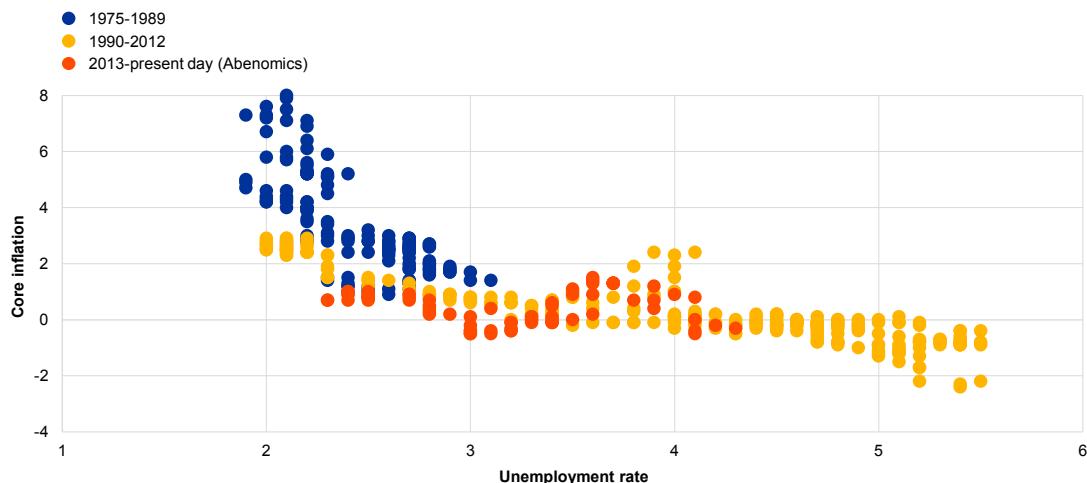
⁹⁷ See, for example, Iwasaki, Y., Muto, I. and Shintani, M., "Missing Wage Inflation? Downward Wage Rigidity and the Natural Rate of Unemployment", *Bank of Japan Research Laboratory Series*, No 18-E-3, 2018; Hara, N., Kazuhiro, H. and Ichise, Y., "Changing Exchange Rate Pass-Through in Japan: Does It Indicate Changing Pricing Behavior?", *Bank of Japan Working Paper Series*, No 15-E-4, 2015.

⁹⁸ Harada, Y., "Economic Activity, Prices and Monetary Policy in Japan," speech, Ishikawa, Japan, 4 July 2018.

Chart A

Phillips curve for Japan

(x-axis: percentages; y-axis: annual percentage changes)



Sources: Japanese Ministry of Internal Affairs and Communications and Haver Analytics.

Notes: Core inflation in year-on-year percentage changes, measured as the consumer price index for all items excluding fresh food, non-alcoholic beverages, and energy and adjusted for changes in consumption tax. "Abenomics" refers to the economic policies of Japanese Prime Minister Shinzō Abe.

2 Phillips curve models for euro area underlying inflation: what are the choices?

We follow a “thick modelling” approach and bring a large number of reduced-form single-equation Phillips curve models to the data. As emphasised in ECB (2014),⁹⁹ there are countless – similarly plausible – empirical specifications of the Phillips curve, reflecting various choices, such as the variables to be included, the functional form and the estimation strategy. One way to mitigate some of this model uncertainty is to choose a generic specification, and estimate different versions of it, changing how we measure each variable – an approach referred to as “thick modelling”.¹⁰⁰ The general specification is the following:

$$\pi_t = c + \gamma \cdot \pi_{t-1} + \alpha \cdot \pi_t^e + \beta \cdot x_{t-1} + \gamma \cdot Z_{t-l} + \varepsilon_t$$

where π_t is inflation, π_t^e is a measure of inflation expectations, x_t is a measure of economic activity or “slack” and Z_{t-l} captures external price shocks, which in some specifications are allowed to enter the equation with a longer lag l to allow for a slower pass-through to domestic prices. The choice of functional form and estimation strategy addresses tractability and simplicity concerns, but also reflects the proven ability of such models to fit euro area data reasonably well.¹⁰¹ Effectively, the model is an empirical version of a hybrid New Keynesian Phillips curve, where inflation is driven by forward-looking inflation expectations (proxied here by survey measures), past

⁹⁹ “The Phillips curve relationship in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, July 2014.

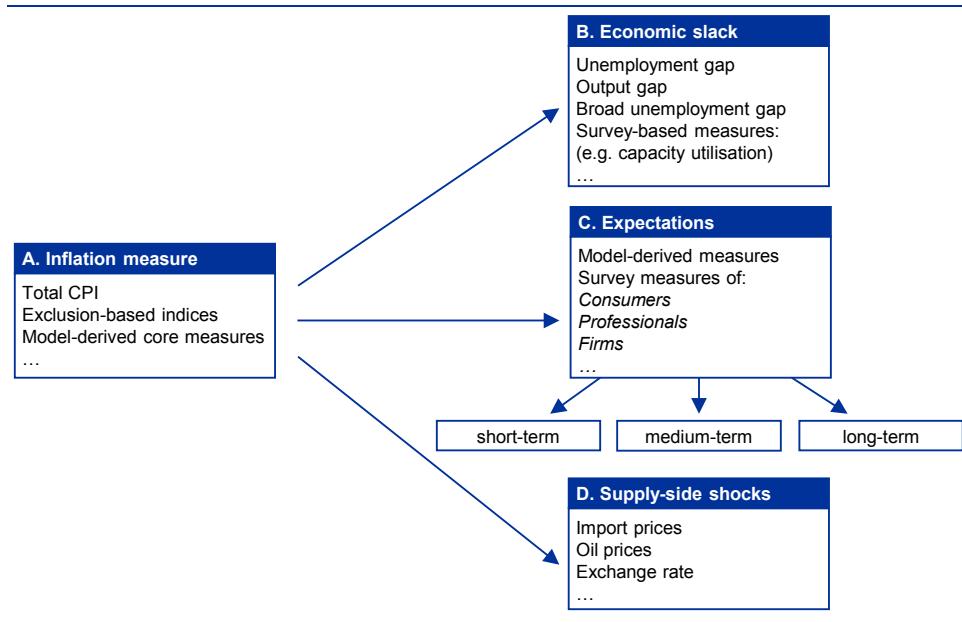
¹⁰⁰ Granger, C.W.J. and Jeon, Y., “Thick modeling”, *Economic Modelling*, Vol. 21(2), 2004, pp. 323-343.

¹⁰¹ For a discussion of this specification, see Ciccarelli and Olsbat, eds. (2017), op. cit. Phillips curve relationships are also part of richer structural models; in this article we focus on reduced-form evidence, mainly for the sake of simplicity of exposition.

inflation is allowed to play a role as well (to capture backward-looking expectations and other sources of persistence in price setting) and firms' marginal costs are proxied by measures of slack or economic activity. External variables are included to control for an important source of supply-side shocks. Figure 1 offers a synopsis of the main specification choices, without aiming to be exhaustive on all possible counts.

Figure 1

Stylised decision tree for the specification of a reduced-form Phillips curve model



Source: ECB.

While the objective of the ECB is unambiguously defined in terms of headline HICP inflation, in this article we focus on measures of underlying inflation, which are less volatile and can help to identify and illustrate the key drivers of price developments (see Figure 1, panel A). Developments in total consumer price index (CPI) inflation may be temporarily influenced by factors that are of a short-term nature, such as swings in commodity prices. In order to focus on the more persistent factors driving inflation, in many empirical applications of the Phillips curve model (and beyond), underlying inflation measures are used instead. However, there are many available measures of underlying inflation. Popular choices include: permanent exclusion measures (such as HICP inflation excluding energy and food), temporary exclusion measures and model-based measures.¹⁰²

We use several measures of economic slack or activity to capture the impact of firms' costs on inflation (see Figure 1, panel B).¹⁰³ Most empirical approaches assume that marginal costs are proportional to economic slack,¹⁰⁴ proxied by the output gap or the unemployment gap. Such unobservable gaps can be obtained by

¹⁰² All three types of measure are explained and discussed in Ehrmann, M., Ferrucci, G., Lenza, M. and O'Brien, D., "Measures of underlying inflation for the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018.

¹⁰³ See the notes to Chart 4 for the list of measures of slack considered.

¹⁰⁴ One exception, where instead the labour share of income is used as a measure of real marginal costs, is Gali, J. and Gertler, M., "Inflation dynamics: A structural econometric analysis", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 44(2), 1999, pp. 195-222.

applying statistical filtering techniques, via estimates of potential output based on a production function (e.g. OECD or IMF methodologies), or endogenously, in a manner consistent with inflation developments, as in Blanchard et al. (2015), Jarociński and Lenza (2018) and Chan et al. (2016).¹⁰⁵ Using multiple measures is one way of mitigating the model uncertainty inevitably surrounding estimates of economic slack. Another approach is to directly use observable measures of economic activity, such as the unemployment rate or GDP growth, which, however, has the significant downside of blurring demand and supply factors. More recently, several studies have recommended using the short-term unemployment rate or gap instead of total unemployment measures.¹⁰⁶ Regardless of the reference measure, additional complications arise from estimating slack in real time, partly related to the potentially large revisions to some of the macro data used to proxy slack.¹⁰⁷

We use available survey measures to proxy inflation expectations (see

Figure 1, panel C).¹⁰⁸ The inflation expectations of firms and workers/consumers are not available for most countries, so several strategies have been adopted to address the issue. Backward-looking expectations, i.e. assuming that they are based on past inflation, are the simplest one, and the inclusion of a lagged inflation term in equation (1) is partly motivated by this. To measure forward-looking expectations, survey measures are a convenient way to proxy the beliefs of economic agents regarding future price movements. Their main caveat is that such surveys usually reflect expectations of professional forecasters, which could differ markedly from those of price setters or consumers.¹⁰⁹

We also control for external supply-side shocks that might hit domestic prices

(see Figure 1, panel D).¹¹⁰ In an increasingly globalised world, both domestic headline and underlying inflation can be sensitive to various external supply-side shocks, such as those coming from commodity and other import prices. There is some empirical evidence for the United States and other countries that import prices do affect inflation in a Phillips curve framework.¹¹¹ On the other hand, there is less

¹⁰⁵ Blanchard, O., Cerutti, E. and Summers, L.H., “Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications”, *Working Paper Series*, No WP 15-19, Peterson Institute for International Economics, 2015; Jarociński, M. and Lenza, M., “An Inflation-Predicting Measure of the Output Gap in the Euro Area”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 50(6), 2018, pp. 1189-1224; Chan, J.C.C., Koop, G. and Potter, S.M., “A Bounded Model of Time Variation in Trend Inflation, Nairu and the Phillips Curve”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 31(3), 2016, pp. 551-565.

¹⁰⁶ See Ball, L. and Mazumder, S., “A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 51(1), 2019, pp. 111-137, and the references therein.

¹⁰⁷ See Szörfi, B. and Tóth, M., “Measures of slack in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2018.

¹⁰⁸ We consider the following inflation expectation measures: (1-7) Consensus Economics measures with a horizon of two to seven quarters ahead and interpolated long-term Consensus Economics expectations; (8-11) ECB Survey of Professional Forecasters measures, one year ahead, two years ahead and five years ahead.

¹⁰⁹ Coibion and Gorodnichenko (2015), op. cit., point to the difference between the inflation expectations of professional forecasters and of firms, arguing that the latter are better approximated by the expectations of consumers.

¹¹⁰ As external variables, we employ: (1) annual change in the prices of imports from outside the euro area; (2) annual change in oil prices in euro; (3) a longer-term average of past oil price changes; (4-5) annual global headline and underlying inflation, all with appropriately long lags.

¹¹¹ Matheson, T. and Stavrev, E., “The Great Recession and the inflation puzzle”, *Economics Letters*, Vol. 120(3), 2013, pp. 468-472; Forbes, K.J., “How Have Shanghai, Saudi Arabia, and Supply Chains Affected U.S. Inflation Dynamics?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 101(1), First Quarter 2019, pp. 27-43.

empirical support when it comes to an independent influence of the global business cycle on domestic inflation.¹¹²

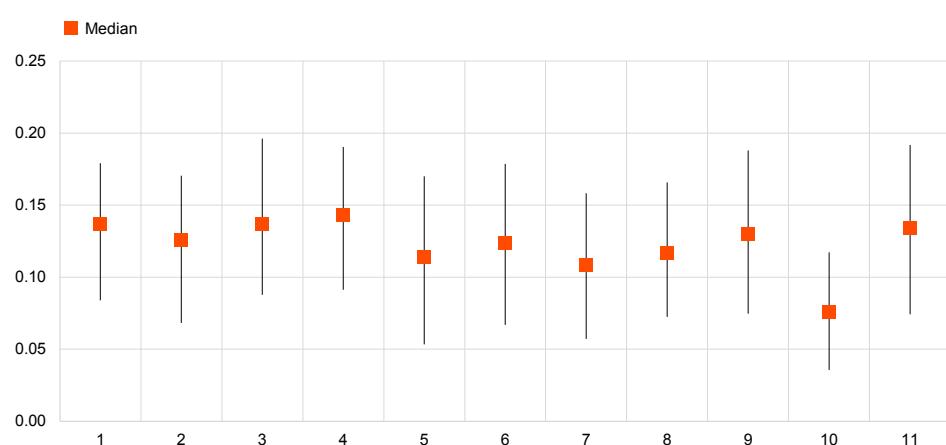
The relevant variables to include are not the only source of uncertainty in the Phillips curve; the functional form matters as well. The choice of specification is often driven by the scope and purpose of the analysis; for example, if a linear specification turns out not to offer a satisfactory explanation of outcomes, non-linear specifications can be deployed. Box 2 discusses some important departures from the linear benchmark model in equation (1) in the context of recent ECB work on Phillips curves.

We estimate 550 versions of the baseline model and find the euro area Phillips curve to be alive, but we also find evidence pointing to the importance of inflation drivers other than domestic real activity. Estimation results point to a statistically significant and economically plausible link between euro area inflation and its key drivers. Focusing on the relationship with real activity, Chart 4 shows the Phillips curve slope across specifications for each measure of slack or economic activity. In virtually all 550 models under review, the real activity measure is statistically significant with the theoretically implied sign, confirming the visual impression given in Chart 2 regarding the co-movement between underlying inflation and economic activity in the euro area. However, the slope is generally not very steep and the coefficients of other relevant drivers, such as inertia, expectations and external shocks, are often also significant, pointing to the importance of factors beyond slack for adequately explaining inflation developments. In other words, not only movements *along* the Phillips curve, but also *shifts* in the curve, need to be taken into account.

Chart 4

Estimated Phillips curve slope across all specifications

(regression coefficients on standardised measures of economic slack/tightness)



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

Notes: We consider the following measures of slack: (1) output gap – model-based estimate; (2) output gap – IMF; (3) output gap – European Commission; (4) output gap – OECD; (5) unemployment rate; (6) unemployment gap – model-based estimate; (7) unemployment gap – IMF; (8) unemployment gap – European Commission; (9) unemployment gap – OECD; (10) short-term unemployment rate; (11) the U6 measure. The unemployment rates/gaps have been inverted. Sample: Q1 1995 to Q3 2018. All measures of slack/tightness are standardised for the coefficients to be comparable across specifications. The vertical bars show the range of coefficients across all specifications including a particular measure of economic slack/tightness or activity.

¹¹² "Domestic and global drivers of inflation in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017.

Box 2

Linear and non-linear Phillips curves

Prepared by Andrej Sokol

Empirical Phillips curve models are often linear. Equation (1) in Section 2 is a fairly standard specification of a single-equation linear Phillips curve, where lagged inflation, a measure of slack, a measure of inflation expectations and a measure of import prices are included. Linearity refers both to linearity of the parameters (the right-hand-side term is a linear function) and of the variables (i.e. variables enter the equation with the units they are measured in). Both assumptions can be relaxed in a number of ways.

There are several possible non-linear specifications of the Phillips curve. The most common forms of non-linearity include transformations of the independent variables, such as square (or even higher-order) slack terms, which can introduce both convexity and concavity in Phillips curves. Similar and more sophisticated relationships can be fitted by weighting the slack measure with another variable that captures the state of the economy; for example, a simple dummy variable can achieve several forms of “piecewise linearity”, which can approximate different regimes, such as booms and deep recessions, as opposed to “normal times”. More sophisticated devices, such as non-linear splines or Markov switching, are sometimes also used in the estimation of non-linear Phillips curves.¹¹³

Behind the notion of a non-linear Phillips curve often lies the idea that pricing behaviour could be different at different stages of the economic cycle. This in turn might be due to psychological, institutional or technological considerations and their interplay in a modern market economy. One argument with a long history relates to downward nominal wage rigidities; i.e. workers being reluctant to accept (or firms to impose) cuts in nominal wages in a downturn. This could be due to collective bargaining arrangements, or a psychological reluctance to see one's pay cut in nominal terms. The implication is that in the presence of a large amount of economic slack, wages (and therefore prices) will change at a different rate than during more normal periods, thus potentially bending the Phillips curve into a more convex shape. A similar phenomenon can occur if firms experience short-run capacity constraints that make it difficult to immediately satisfy further increases in demand. One example would be mothballed equipment that can only be put back into use with a time lag and at some cost. In such a situation, firms might increase prices before increasing their capacity to fully satisfy the additional demand, whereas in more normal times they would adjust inputs to production first, thus again making the Phillips curve more convex. Another source of convexity is the idea that price changes could be more frequent in periods of high inflation.

Some theories predict a concave rather than a convex Phillips curve, i.e. inflation being more responsive to slack when there is a large amount of it than in normal times or booms. For example, this is consistent with firms operating in market structures where they can make different pricing decisions depending on market conditions. When there is a large amount of slack, firms may be more willing to cut prices in order not to lose market share to rival firms. Conversely, firms might be reluctant to increase prices in periods when output is close to or above potential to avoid losing market share.

¹¹³ See, for example, Leduc, S., Marti, C. and Wilson, D.J., “Does Ultra-Low Unemployment Spur Rapid Wage Growth?”, *FRBSF Economic Letter*, No 2019-02, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2019.

Convexity and concavity do not need to be mutually exclusive. One way to reconcile the presence of both are “threshold effects”, namely a steeper relationship between inflation and slack only for extreme values of the slack variable (e.g. during deep recessions and/or after prolonged periods of above-trend growth). One microeconomic notion consistent with such a set-up is that prices are more responsive when there is a lot of slack (because firms do not want to lose market share) or when firms are operating way above potential (because of higher costs), and less responsive in between (when adjusting factor utilisation is preferred to changing prices). In such a case, the Phillips curve is concave when there is a lot of slack and convex when the economy is operating considerably above potential.

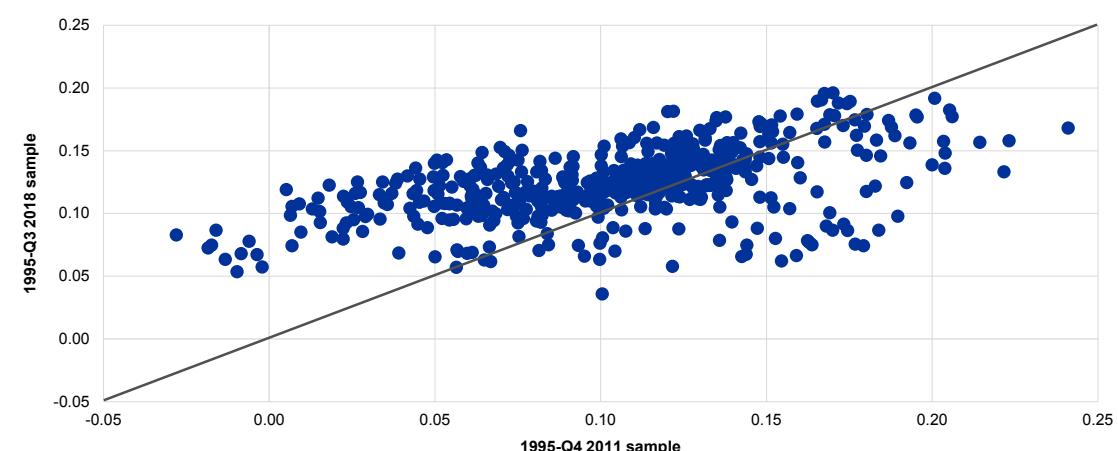
Other microeconomic arguments for non-linearity do not fit the convexity-concavity dichotomy as neatly, but may nonetheless be important.

This may either be because they only operate during upturns or downturns, or because they depend on the rate at which slack is closing. Menu costs are one example: when firms face costs to change their prices, typically only a fraction of them will adjust prices in a given period, but it is likely that the larger the demand shock they face, the greater the share of firms adjusting their prices will be. In such a case, the rate at which slack closes (or opens up) will determine the slope of the Phillips curve for any given level of slack.

Chart B

Euro area Phillips curve slopes in two samples across a range of specifications

(regression coefficients on standardised measures of economic slack/tightness)



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

Note: Slack measures are as in Chart 4, standardised (and inverted where appropriate) for comparability.

Time variation in the coefficients of an otherwise linear Phillips curve is sometimes taken as first-pass evidence of non-linearity in the relationship between slack and inflation. That is because, if the pattern of variation coincides with the economic cycle, then time-varying parameters might be a better fit for outturns that would otherwise look non-linear when viewed in slack/inflation space. Time variation in the coefficients is in itself a form of non-linearity, because the parameters in the equation effectively become variables that depend on time and multiply the independent variables. Broadly speaking, time variation has been tested in two ways: either by simply splitting the sample and comparing fixed parameter estimates, or by estimating models with time-varying parameters. Both approaches provide some evidence of an increase in the slope of the euro area Phillips curve in recent years, although with a high degree of uncertainty. Chart B illustrates the results from the first approach: the same models are estimated over two different samples, and changes in slope across the two samples are illustrated by means of deviations from a 45 degree line.

Quadratic slack terms and other forms of non-linearity have been tested extensively, with mixed results. In an empirical exercise featuring a large number of different specifications, quadratic slack terms (which seek to introduce convexity in the relationship between slack and inflation) were statistically significant in some of the specifications, but, in models that controlled for imported inflation, that significance largely disappeared, consistent with the view that linear models with suitably chosen control variables are even able to fit data well that appear non-linear in a reduced-form relationship (see Chart C). In the same exercise, a dummy variable for positive values of the output gap (in principle able to fit both convex and concave relationships) turned out to be significant only in a fraction of the models.

Chart C

Share of instances in which the non-linear variables in euro area Phillips curve specifications are statistically significant

(percentages)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: For two measures of inflation (HICP and HICPX inflation), versions of equation (1) including and excluding external variables and a different form of non-linearity (quadratic terms for economic slack or 0/1 dummy variables for economic slack above/below a certain threshold) are estimated for various measures of slack (see the notes to Chart 4). The bars denote the share of models in which the coefficients on the non-linear terms are statistically significant at the 10% level.

Some evidence in favour of non-linearity comes from considering more sophisticated threshold effects. Models allowing for a steeper slope of the Phillips curve when slack is outside certain bounds help fit the data even when including expectations and imported inflation in the specification. This is the case both when the output gap and when the unemployment gap are used as measures of slack. Using regime-switching Phillips curves, where the slope is allowed to change with the level of the output gap, some evidence of non-linearity was found for the euro area.¹¹⁴

3 The drivers of euro area underlying inflation implied by Phillips curve models

Phillips curve models can provide a historical perspective on the relative importance of the main drivers of underlying inflation. Chart 5 summarises the lessons that can be drawn from the thick modelling approach presented in the previous section by showing the average contributions to inflation (all in terms of

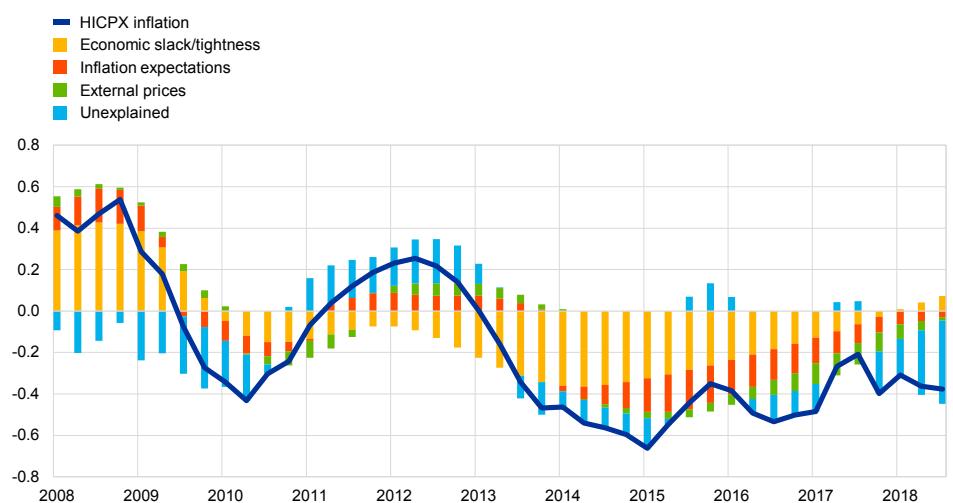
¹¹⁴ Gross, M. and Semmler, W., "Mind the output gap: the disconnect of growth and inflation during recessions and convex Phillips curves in the euro area", *Working Paper Series*, No 2004, ECB, 2017.

deviations from their historical averages) of its three main drivers across all models considered.¹¹⁵ At the onset of the Great Financial Crisis, underlying inflation was well above its historical average, largely explained by the economy running at above normal capacity (see the large contributions from economic tightness). However, as early as the second half of 2009, the inflation gap – the deviation of inflation from its mean – turned negative. To a certain extent, this was due to increasing levels of slack with the unfolding of the ensuing recession, and also to a slight softening of inflation expectations, but part of the weakness cannot be accounted for by our explanatory variables.

Chart 5

Phillips curve-based decomposition of underlying inflation

(annual percentage changes and percentage point contributions; all values in terms of deviations from their averages since 1999)



Source: ECB calculations.

Notes: The bars show average contributions across all the models considered in Section 2. Contributions are derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015.

The missing disinflation and missing inflation episodes are partly reflected in Phillips curve estimates. The evidence presented in Chart 5 supports the missing disinflation narrative from 2011 onwards, when a large unexplained positive contribution to underlying inflation begins to appear. One explanation put forward for this pointed to a larger impact from external factors during the recovery phase than simple Phillips curve models could capture.¹¹⁶ In the course of 2013, underlying inflation fell well below its historical average, where it has remained until the present day. The Phillips curve models lend some support to this missing inflation puzzle, as the negative contributions from the residuals indicate the models' inability to fully account for the weakness in inflation over almost the entire period. One explanation is related to "pent-up restraints": while declines in prices and wages during the recession were limited due to downward nominal rigidities, in the early phases of the recovery,

¹¹⁵ This is an ex post analysis involving the full sample, but a real-time one would have painted a similar picture for the low-inflation period.

¹¹⁶ Constâncio (2015), op. cit.; Ciccarelli and Osbat, eds. (2017), op. cit.; and Bobeica and Jarociński (2019), op. cit. Increases in VAT in some euro area countries over the period could also account for part of this unexplained contribution, but only to a limited extent.

price and wage inflation may have been correspondingly subdued.¹¹⁷ In other words, the missing inflation could have been a consequence of the missing disinflation period, at least in the initial stages of the economic recovery.

Nevertheless, except for the last year or so, estimated Phillips curves can account for much of the weakness in underlying inflation since 2013, imputing the bulk of it to its key determinants rather than to unexplained residuals. The relative importance of the three key inflation drivers has changed throughout this period. Based on the average contributions across models in Chart 5, the drag coming from economic slack dominated the picture in the early part of the period, and continued to play a (diminishing) role until spare capacity in the euro area was largely absorbed. As underlying inflation continued to turn out well below its historical average, some of its weakness began being attributed to lower short-to-medium-term inflation expectations, which exerted a mild drag up to recent quarters. External developments, in the form of lower oil, commodity and other import prices, also began gradually to feed through to underlying inflation. While the negative contributions of these factors had largely faded by early 2018, underlying inflation remained weak throughout 2018.

The more recent weakness in underlying inflation is difficult to explain within the Phillips curve framework. Even within our thick modelling framework, the narrative summarised in Chart 5 is subject to a large degree of uncertainty, as different models impute inflation developments to different factors at any given point in time. In the following subsections, we provide a quantification of the uncertainty around the contributions of slack, inflation expectations and external prices to inflation, and also review some of the economic sources of such uncertainty. The overall picture that emerges is that uncertainty surrounding individual drivers could potentially account for some of the unexplained residuals in Chart 5 until mid-2017, but given the fading contributions of all three main drivers, the more recent weakness in underlying inflation cannot be accounted for by standard Phillips curve models.

3.1 Slack

Slack played a leading role in explaining underlying inflation from 2013 until 2016. Given the euro area sovereign debt crisis in 2010 and the ensuing recession (2011-2014), it is understandable that explanations of inflation over that period focus on the role of domestic drivers, especially slack, in the euro area.¹¹⁸ Nevertheless, Phillips curve models do not paint the full picture; the initial *fall* in underlying inflation after mid-2012 was unexpected, and although slack can account for the bulk of it in Chart 5, unexplained factors also played a major role.¹¹⁹ Furthermore, the range of contributions of slack to inflation across the 550 models that we estimate is particularly wide over that period (see Chart 6). Two explanations for the difficulty in explaining

¹¹⁷ Praet, P., "Price stability: a sinking will-o'-the-wisp?", IMF Spring Meetings Seminar, Washington, D.C., 16 April 2015.

¹¹⁸ Ciccarelli and Osbat, eds. (2017), op. cit.

¹¹⁹ This is a point about *changes in*, rather than the *level of*, inflation: the main contributor to the peak-to-trough *fall* in inflation is the change in the contribution from the residual rather than that from slack.

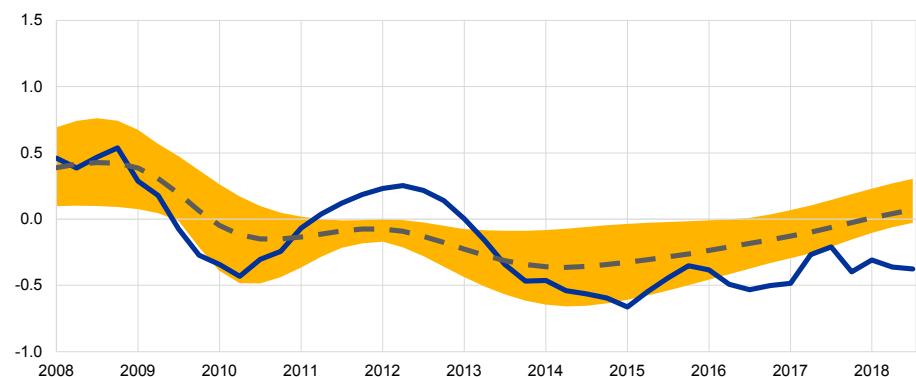
inflation over that period using simple Phillips curve models are a steepening of the euro area Phillips curve (whereby inflation would follow the business cycle much more closely) and/or a mismeasurement of slack (namely more slack than captured by standard measures).

Chart 6

Range of contributions of slack to underlying inflation

(annual percentage changes and percentage point contributions; all values in terms of deviations from their averages since 1999)

- HICPX inflation
- - Average contribution of economic slack/tightness
- Range of contributions



Source: ECB calculations.

Notes: The shaded area shows the range of contributions of measures of economic slack/tightness to underlying inflation across the 550 models that we estimate (see Section 2); the broken grey line shows the average contribution, which corresponds to the yellow bars in Chart 5. Contributions are derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015.

Changes in Phillips curve slopes and potential mismeasurement of slack add to the uncertainty surrounding the contribution of slack to inflation.

As early as 2014,¹²⁰ the ECB discussed the possibility of a stronger relationship between inflation and slack, and lower nominal rigidities in some euro area countries due to structural reforms¹²¹ being implemented are consistent with such a view. Nevertheless, it is challenging to distinguish a change in the Phillips curve slope from a mismeasurement of slack. Alternative estimates of slack, where the output gap is required to be consistent with inflation dynamics within a stable Phillips curve relationship, would have to have been much larger over the missing inflation period.¹²² Also, the legacy of the prolonged euro area sovereign debt crisis suggested that the full extent of slack in the labour market could be better captured by broadening the range of labour market indicators, also taking into account workers who became discouraged or worked part-time for economic reasons, but Phillips curves estimated with such measures would still show negative residuals in the more recent period.¹²³ Moreover, real-time estimates of economic slack can be subject to large measurement error, and revisions are common.¹²⁴ Notwithstanding all these sources of uncertainty, Chart 6 suggests

¹²⁰ ECB (2014), op. cit.

¹²¹ Izquierdo, M., Jimeno, J.F., Kosma, T., Lamo, A., Millard, S., Rööm, T. and Viviano, E., "Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey", *Occasional Paper Series*, No 192, ECB, June 2017.

¹²² Jarociński and Lenza (2018), op. cit.

¹²³ Cœuré, B., "Scars or scratches? Hysteresis in the euro area", speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 19 May 2017. This argument is one of the reasons for including broad unemployment measures in our estimates (see the notes to Chart 4).

¹²⁴ See Szörfi and Tóth (2018), op. cit.

that, over the most recent period, the drag from slack has dissipated, making it difficult to look to this factor to account for the unexplained negative residuals in Chart 5 in the last year of the sample.

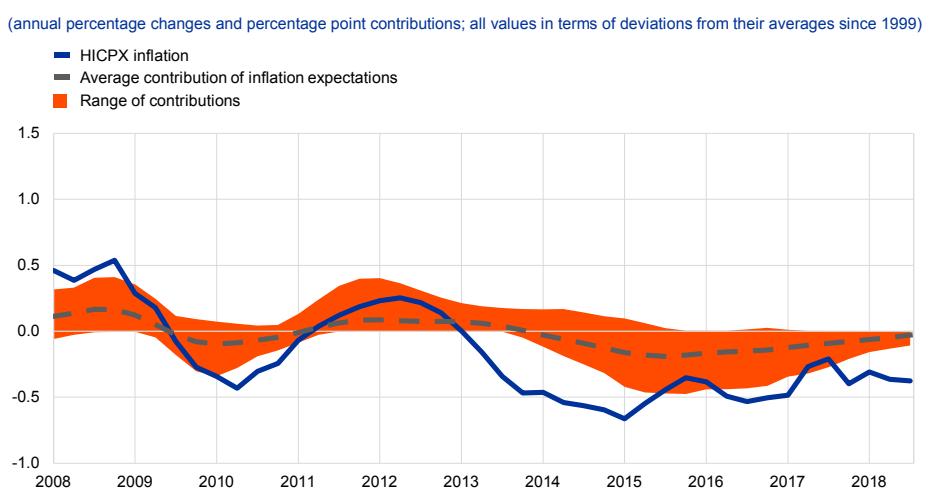
3.2 Inflation expectations

The decline in survey-based measures of inflation expectations after 2013 raised some concerns that the Phillips curve had shifted downwards, but the message from our estimates is mixed. Over the period from 2014 to mid-2017, Chart 5 shows that inflation expectations might have contributed to the drag on underlying inflation. Nevertheless, as discussed in Section 2, available measures of expectations are imperfect and it is sometimes difficult to interpret the signal they provide for inflation. Chart 7 highlights this uncertainty within our thick modelling framework. The range of the contributions of expectations over the 2014-2017 period can be wide at times, reflecting the fact that it covers measures with various forecast horizons, including both short-to-medium-term survey-based inflation expectations (which can be noisier and more closely track developments in past inflation) and long-term measures of survey inflation expectations (which, by comparison, have been more stable).

The most recent weakness in underlying inflation does not appear to be explained by developments in inflation expectations. Not only has the average contribution gradually faded towards zero, but the range of contributions across models has also become remarkably small, reflecting the gradual pick-up in the available survey-based measures of inflation expectations.

Chart 7

Range of contributions of inflation expectations to underlying inflation



Source: ECB calculations.

Notes: The shaded area shows the range of contributions of measures of inflation expectations to underlying inflation across the 550 models that we estimate (see Section 2); the broken grey line shows the average contribution, which corresponds to the red bars in Chart 5. Contributions are derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015.

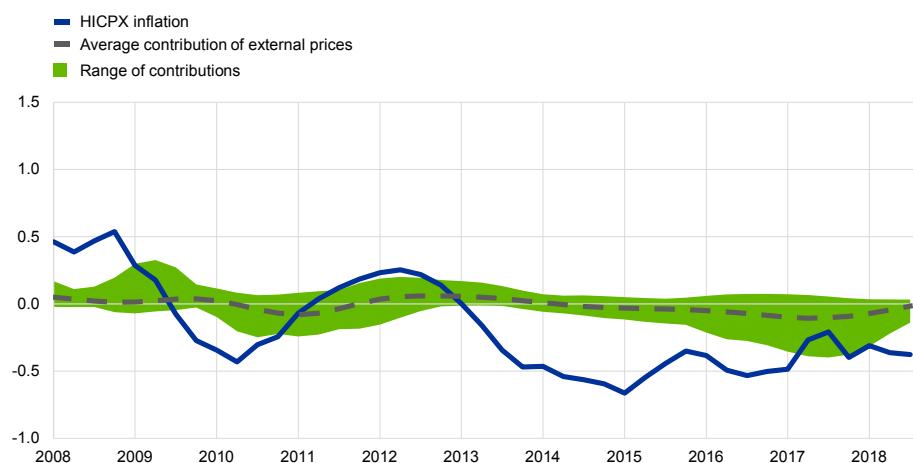
3.3 External factors

Global factors in general, and low oil and other commodity prices in particular, have featured prominently in inflation narratives over recent years.¹²⁵ Chart 5 highlights the increasing drag on underlying inflation associated with external price developments from 2015 onwards. Underlying inflation is affected by external price movements through two main channels: a direct one, via the price of imported final consumption goods; and an indirect one, via the price of imported intermediate goods used in production within the euro area. The drop in oil prices starting in mid-2014 was one of the largest since the inception of Economic and Monetary Union (EMU) and left its mark on the headline inflation profile for the subsequent years. For underlying inflation, however, the negative contributions from external price developments were relatively modest when looking at the average contribution across models, but for part of this period could have been substantially larger, according to our range of estimates (see Chart 8). However, over the last few quarters, both the average contribution and the range around it have shrunk substantially.

Chart 8

Range of contributions of external prices to underlying inflation

(annual percentage changes and percentage point contributions; all values in terms of deviations from their averages since 1999)



Source: ECB calculations.

Notes: The shaded area shows the range of contributions of measures of external prices to underlying inflation across the 550 models that we estimate (see Section 2); the broken grey line shows the average contribution, which corresponds to the green bars in Chart 5. Contributions are derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015.

Global influences on domestic inflation could extend beyond what can be captured by import and commodity prices alone, but the empirical evidence on additional channels is mixed. In a globalising world, the inflation process might reflect increased trade flows, the integration of emerging economies into the world economy and the rise of global value chains shifting parts of production abroad. All these phenomena can affect inflation via numerous channels, potentially with long lags, and capturing their influence within a traditional Phillips curve model can be empirically challenging. ECB (2017) finds some support for including global measures of slack in a thick modelling Phillips curve framework, but overall the explanatory gains

¹²⁵ For example, "External environment", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2015, noted that "global inflation has remained very low, reflecting the fall in oil prices".

appear to be limited.¹²⁶ However, despite the mixed empirical results, the relatively low dispersion of inflation rates across different economies, including in the case of underlying inflation (see Chart 9), suggests that broader structural drivers may be shaping inflation worldwide in ways that are yet to be fully grasped.¹²⁷

Chart 9

Dispersion of underlying inflation rates in OECD countries since 1999

(standard deviations)



Sources: Haver Analytics, ECB and Eurostat.

Note: The line shows the standard deviation across OECD countries excluding Turkey and Slovenia.

4 Conclusions

Phillips curve models provide a useful and intuitive framework for understanding and communicating inflation developments. We employ a parsimonious, yet not overly simplistic specification that spans the key determinants of inflation beyond the level of economic activity. We combine it with a thick modelling approach that mitigates some of the pervasive model uncertainty, allowing us to draw a more robust inference about the strength of the relationship between inflation and its drivers. Our results provide a plausible narrative for the evolution of underlying inflation in the euro area since the onset of the Great Financial Crisis.

Estimated Phillips curves can account for much of the weakness in underlying inflation between 2013 and mid-2017, while the more recent weakness in underlying inflation remains largely unexplained. The average contributions of slack, inflation expectations and external prices across all estimated models can account for the bulk of the deviations of underlying inflation from its historical average over large spans of the period we consider. However, given the fading contributions of all three factors and the narrowing of uncertainty ranges around them over the most recent period, the persistent weakness in underlying inflation highlights the need for other, complementary, approaches.

¹²⁶ See “Domestic and global drivers of inflation in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017; and Nickel, C., “The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone”, VOX, CEPR Policy Portal, 28 July 2017.

¹²⁷ See also Forbes (2019), op. cit.

Like any other analytical tool, Phillips curves also have limitations and shortcomings. For example, while being intuitive and transparent, reduced-form estimates are, by nature, partial-equilibrium and thus open to both theoretical and empirical objections. Furthermore, to remain tractable, they inevitably miss many aspects (for example, fiscal policy and financial factors) that could nonetheless be important for explaining underlying inflation but require more sophisticated modelling approaches. Finally, statistical and measurement issues can also cause instability in Phillips curve relationships over specific periods of time. Despite these shortcomings, Phillips curve models are an integral part of a much broader analytical toolkit deployed by central banks to understand the inflation process. They have often provided relevant insights, at times leading the way for more sophisticated approaches and at other times offering a cross-check for analyses or forecasts originating elsewhere. The very lively debate surrounding them bears testimony to their usefulness.

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					
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	2,2	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	3,0	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 II	0,9	1,0	0,4	0,5	1,7	0,4	2,5	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
III	0,8	0,8	0,7	-0,6	1,6	0,1	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
IV	0,8	0,5	0,2	0,4	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 I	.	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,1	2,1	1,6	.	0,3	1,8	1,4
2018 dec.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 jan.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
feb.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	1,5	1,9	0,2	1,5	1,5
mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
apr.	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
maj ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,2

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 spremenljajočo 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
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0												
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,2	7,7												
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,3	3,1	5,1												
2018 II	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	-0,3	-0,7	0,0												
III	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,8	0,7	2,5												
IV	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,0	1,4	-2,5												
2019 I	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,6	-0,2	-0,8												
2018 dec.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,0	1,4	-2,5												
2019 jan.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	52,9	49,6	-2,2	0,6	-4,0												
feb.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	50,9	53,5	49,5	-1,7	0,7	-3,3												
mar.	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,6	-0,2	-0,8												
apr.	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	.	.	.												
maj	.	50,9	.	50,7	51,5	51,8	50,3	49,4	.	.	.	.								

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
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
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
dec.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 jan.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
feb.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
mar.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
apr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
maj	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07

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
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
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
dec.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 jan.	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
feb.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06
mar.	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
apr.	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
maj	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64

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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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		
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7		
2018 nov.	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9		
dec.	335,2	3.057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2.567,3	21.032,4		
2019 jan.	340,5	3.088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2.607,4	20.460,5		
feb.	355,0	3.223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2.754,9	21.123,6		
mar.	365,7	3.332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2.804,0	21.414,9		
apr.	379,0	3.458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2.903,8	21.964,9		
maj	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4		

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		do 2 let			Po začetni fiksni obrestni meri		Letni odstotek stroškov ³⁾		Po začetni fiksni obrestni meri								
		1	2	3	4		5	6			7	8	9	10					
2018 maj	0,04	0,46	0,34	0,57	6,09	16,86	4,83	5,88	6,39	2,38	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83			
jun.	0,03	0,46	0,34	0,63	6,04	16,84	4,51	5,64	6,11	2,27	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82			
jul.	0,03	0,46	0,33	0,64	6,00	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81			
avg.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81			
sep.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79			
okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80			
nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,93	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81			
dec.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80			
2019 jan.	0,03	0,42	0,33	0,75	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82			
feb.	0,03	0,42	0,32	0,71	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80			
mar.	0,03	0,41	0,30	0,78	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78			
apr. ^(p)	0,03	0,40	0,32	0,77	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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		nad 2 leti		do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR						
		1	2			5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2018 maj	0,03	0,08	0,44	2,29	2,30	2,48	2,37	1,66	1,61	1,73	1,08	1,22	1,65	1,62				
jun.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,26	2,45	2,30	1,64	1,56	1,69	1,21	1,33	1,70	1,68				
jul.	0,03	0,08	0,39	2,27	2,15	2,42	2,25	1,68	1,59	1,66	1,14	1,30	1,65	1,63				
avg.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63				
sep.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65				
okt.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64				
nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66				
dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63				
2019 jan.	0,03	0,08	0,55	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63				
feb.	0,03	0,07	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,38	1,56	1,64				
mar.	0,03	0,12	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65				
apr. ^(p)	0,03	0,09	0,55	2,19	2,19	2,36	2,26	1,68	1,60	1,64	1,16	1,33	1,41	1,62				

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.219	505	171	.	72	424	47	388	171	64	.	41	76	35
2018 okt.	1.285	529	172	.	92	439	54	426	185	80	.	46	77	38
nov.	1.278	523	169	.	89	445	52	361	155	65	.	37	74	31
dec.	1.219	505	171	.	72	424	47	283	107	71	.	36	44	26
2019 jan.	1.288	541	166	.	88	435	58	473	221	66	.	50	98	38
feb.	1.268	539	161	.	94	419	55	377	189	59	.	42	63	24
mar.	1.308	564	156	.	98	435	55	407	186	58	.	45	79	40
Dolgoročne														
2016	15.379	3.695	3.175	.	1 184	6.684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15.360	3.560	3.049	.	1 243	6.865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.750	3.688	3.150	.	1 265	7.020	626	229	64	68	.	16	75	6
2018 okt.	15.718	3.665	3.135	.	1 264	7.026	628	223	60	70	.	14	69	10
nov.	15.798	3.689	3.164	.	1 262	7.054	629	230	66	79	.	7	72	7
dec.	15.750	3.688	3.150	.	1 265	7.020	626	193	60	95	.	15	20	3
2019 jan.	15.817	3.712	3.150	.	1 263	7.067	625	282	106	41	.	16	109	9
feb.	15.936	3.744	3.164	.	1 274	7.121	632	289	99	50	.	14	115	11
mar.	15.987	3.747	3.186	.	1 288	7.124	641	262	76	56	.	25	88	17

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			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2016	16.620,1	4.213,3	3.310,0	.	1.243,3	7.149,9	703,7	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6		
2017	16.599,9	4.079,6	3.204,2	.	1.312,6	7.303,6	699,9	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6		
2018	16.968,7	4.192,6	3.321,1	.	1.337,8	7.444,5	672,7	7.027,1	465,1	1.099,4	5.462,6		
2018 okt.	17.003,0	4.194,0	3.306,7	.	1.355,5	7.464,7	682,0	7.546,6	515,4	1.202,1	5.829,2		
nov.	17.075,9	4.211,7	3.333,4	.	1.351,0	7.498,8	681,0	7.475,0	512,1	1.179,4	5.783,4		
dec.	16.968,7	4.192,6	3.321,1	.	1.337,8	7.444,5	672,7	7.027,1	465,1	1.099,4	5.462,6		
2019 jan.	17.105,0	4.253,3	3.315,9	.	1.350,7	7.502,1	683,1	7.482,9	487,0	1.185,1	5.810,9		
feb.	17.203,9	4.282,9	3.325,7	.	1.367,9	7.540,9	686,5	7.715,8	518,7	1.225,1	5.972,0		
mar.	17.294,5	4.311,1	3.341,9	.	1.386,4	7.559,4	695,7	7.764,2	495,8	1.230,8	6.037,6		
Stopnja rasti													
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4		
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,2	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2		
2018	2,0	1,7	3,3	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4		
2018 okt.	2,1	0,9	3,0	.	4,7	2,4	-3,1	0,9	0,5	3,1	0,5		
nov.	2,2	1,3	3,6	.	3,5	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5		
dec.	2,0	1,7	3,3	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4		
2019 jan.	2,1	2,1	2,3	.	3,5	2,3	-2,7	0,7	-0,1	2,7	0,4		
feb.	2,6	2,9	2,4	.	4,6	2,5	-1,6	0,6	-0,1	2,6	0,3		
mar.	2,4	2,9	2,4	.	3,7	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2		

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
2016	94,4	89,5	90,9	85,1	79,1	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	86,0	78,5	89,8	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,5	87,6	79,6	91,0	117,9	93,8
2018 II	98,4	93,1	93,1	87,2	79,1	90,5	117,0	93,4
III	99,2	93,7	93,5	87,8	79,6	91,3	119,2	94,8
IV	98,5	93,0	93,0	87,2	79,2	90,6	118,4	93,8
2019 I	97,4	91,6	92,3	-	-	-	116,7	92,1
2018 dec.	98,4	92,7	93,0	-	-	-	118,0	93,3
2019 jan.	97,8	92,1	92,8	-	-	-	117,3	92,7
feb.	97,4	91,7	92,4	-	-	-	116,6	92,0
mar.	96,9	91,1	91,7	-	-	-	116,2	91,5
apr.	96,7	91,0	91,2	-	-	-	116,1	91,5
maj	97,4	91,6	91,7	-	-	-	117,0	92,1
% sprememba glede na predhodni mesec								
2019 maj	0,7	0,7	0,5	-	-	-	0,8	0,8
% sprememba glede na predhodno leto								
2019 maj	-0,7	-1,2	-1,1	-	-	-	0,3	-1,1

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 ren-minbi	Hrvatska kuna	Češka koruna	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski złot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 II	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
III	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
IV	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 I	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2018 dec.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 jan.	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
feb.	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
mar.	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
apr.	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
maj	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
% sprememba glede na predhodni mesec												
2019 maj	1,7	-0,1	0,4	0,0	1,2	-2,0	0,2	1,2	0,0	2,4	-0,1	-0,5
% sprememba glede na predhodno leto												
2019 maj	1,9	0,4	0,5	0,3	2,5	-5,1	0,3	-0,6	2,6	3,8	-4,0	-5,3

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					
	Saldo (stanje mednarodnih naložb)														
2018 I	25.012,2	25.790,4	-778,2	10.751,0	8.857,7	8.530,2	10.921,1	-75,7	5.133,5	6.011,6	673,2	14.172,3			
II	25.656,6	26.284,2	-627,5	10.965,4	9.014,8	8.742,7	10.986,3	-83,3	5.341,8	6.283,1	690,0	14.410,2			
III	25.805,4	26.314,1	-508,7	10.913,3	8.916,3	8.886,5	11.069,5	-64,4	5.396,1	6.328,3	673,9	14.463,0			
IV	25.023,4	25.460,8	-437,4	10.562,7	8.777,2	8.467,0	10.424,1	-79,1	5.353,8	6.259,5	719,1	14.185,2			
Saldo kot odstotek BDP															
2018 IV	216,2	220,0	-3,8	91,3	75,8	73,2	90,1	-0,7	46,3	54,1	6,2	122,6			
Transakcije															
2018 II	197,6	154,6	43,0	39,2	21,2	0,5	-51,2	38,4	112,9	184,7	6,6	-			
III	27,1	-60,0	87,1	-116,2	-102,3	43,9	-0,5	35,4	62,8	42,7	1,2	-			
IV	-338,0	-423,6	85,5	-208,3	-134,6	-55,6	-161,5	29,5	-109,5	-127,5	5,8	-			
2019 I	264,4	211,0	53,4	37,1	20,7	56,2	112,1	15,7	152,2	78,2	3,2	-			
2018 okt.	62,4	89,9	-27,5	33,6	14,6	-30,2	-14,9	7,0	52,8	90,2	-0,7	-			
nov.	-45,0	-97,0	51,9	-106,1	-70,5	1,9	-12,3	16,0	39,8	-14,2	3,5	-			
dec.	-355,4	-416,5	61,1	-135,7	-78,8	-27,2	-134,3	6,6	-202,1	-203,4	3,1	-			
2019 jan.	219,4	216,8	2,6	-4,4	15,6	37,8	36,7	5,8	182,8	164,4	-2,7	-			
feb.	-8,4	-21,5	13,1	18,5	6,5	4,2	21,2	4,6	-36,4	-49,1	0,7	-			
mar.	53,3	15,7	37,6	22,9	-1,3	14,1	54,1	5,3	5,8	-37,1	5,2	-			
Skupne 12-mesečne transakcije															
2019 mar.	151,0	-117,9	269,0	-248,1	-195,0	44,9	-101,1	119,1	218,3	178,1	16,8	-			
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP															
2019 mar.	1,3	-1,0	2,3	-2,1	-1,7	0,4	-0,9	1,0	1,9	1,5	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			Gradbene investicije	Investicije v opremo		Skupaj	Izvoz ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2016	10.833,2	10.350,7	5.878,0	2.223,9	2.210,2	1.052,9	679,1	472,1	38,5	482,5	4.946,4
2017	11.212,0	10.689,7	6.058,8	2.286,2	2.302,9	1.121,5	716,3	459,3	41,8	522,3	5.295,7
2018	11.581,0	11.076,9	6.227,5	2.350,0	2.429,9	1.195,0	753,0	476,3	69,4	504,1	5.541,8
2018 II	2.890,4	2.757,6	1.551,3	586,4	603,4	297,3	187,9	116,8	16,4	132,9	1.380,5
III	2.904,9	2.787,0	1.560,7	588,2	612,7	301,7	190,1	119,4	25,4	117,9	1.395,4
IV	2.923,5	2.807,0	1.573,8	595,2	624,9	306,6	192,3	124,6	13,1	116,4	1.412,9
2019 I	2.946,9	2.820,4	1.583,0	597,7	634,0	313,2	194,5	124,9	5,8	126,5	1.420,3
<i>Odstotek BDP</i>											
2018	100,0	95,6	53,8	20,3	21,0	10,3	6,5	4,1	0,6	4,4	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>											
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>											
2018 II	0,4	0,3	0,1	0,4	1,6	1,5	2,2	0,9	-	-	1,2
III	0,1	0,6	0,1	0,0	0,5	0,3	0,3	1,6	-	-	0,2
IV	0,2	0,2	0,3	0,6	1,4	0,9	0,9	3,7	-	-	1,2
2019 I	0,4	0,3	0,5	0,1	1,1	1,5	1,2	-0,1	-	-	0,6
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>											
2016	1,9	2,4	1,9	1,8	3,9	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0
2017	2,4	1,8	1,7	1,2	2,7	3,9	5,1	-3,5	-	-	5,1
2018	1,9	1,8	1,3	1,0	3,4	3,2	4,4	2,2	-	-	3,2
2018 II	2,2	1,6	1,4	1,1	2,8	3,9	5,6	-3,9	-	-	4,0
III	1,7	1,9	1,0	0,7	3,4	2,2	4,3	4,9	-	-	3,0
IV	1,2	1,8	1,1	1,1	3,7	3,1	2,6	7,1	-	-	2,0
2019 I	1,2	1,4	1,1	1,1	4,8	4,3	4,7	6,2	-	-	3,2
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2018 II	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1	-
III	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,4	-
IV	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	-0,4	0,0	-
2019 I	0,4	0,3	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2016	1,9	2,3	1,0	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,3	-
2017	2,4	1,7	0,9	0,3	0,5	0,4	0,3	-0,1	0,0	0,7	-
2018	1,9	1,7	0,7	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	-
2018 II	2,2	1,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-
III	1,7	1,8	0,5	0,1	0,7	0,2	0,3	0,2	0,5	-0,2	-
IV	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,1	-0,5	-
2019 I	1,2	1,4	0,6	0,2	1,0	0,4	0,3	0,2	-0,5	-0,2	-

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)												
2016	9.721,5	158,4	1.960,6	486,8	1.840,3	451,5	469,8	1.100,5	1.067,9	1.849,7	336,1	1.111,7
2017	10.052,4	172,4	2.026,7	515,5	1.921,0	469,3	462,2	1.129,4	1.115,4	1.897,5	343,2	1.159,6
2018	10.376,7	174,0	2.072,7	553,1	1.982,5	491,5	464,7	1.162,3	1.168,2	1.958,0	349,8	1.204,3
2018 II	2.589,6	43,1	519,7	137,1	495,3	122,5	115,4	289,6	291,6	488,1	87,2	300,8
III	2.602,5	43,8	519,7	139,7	496,4	123,6	116,4	291,5	293,0	491,0	87,5	302,3
IV	2.619,8	44,0	519,6	142,4	500,4	124,5	116,6	293,5	295,7	495,0	87,9	303,7
2019 I	2.639,7	44,6	521,5	145,6	503,7	125,0	117,5	295,9	298,5	498,8	88,5	307,2
Odstotek dodane vrednosti												
2018	100,0	1,7	20,0	5,3	19,1	4,7	4,5	11,2	11,3	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrletne spremembe v odstotkih												
2018 II	0,4	0,0	0,2	1,0	0,4	1,6	0,3	0,1	0,7	0,1	-0,1	0,6
III	0,2	-1,0	-0,1	0,6	0,0	0,7	0,7	0,4	-0,1	0,3	0,4	-0,1
IV	0,3	0,6	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2	0,3	0,6	0,3	0,2	0,0
2019 I	0,4	0,7	0,1	1,1	0,7	0,3	-0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Medletne spremembe v odstotkih												
2016	1,8	-1,4	3,3	1,6	1,9	3,8	0,5	0,5	2,4	1,2	0,5	2,8
2017	2,4	1,7	3,0	3,3	3,1	4,6	0,4	1,0	3,9	1,1	0,9	2,5
2018	1,9	1,0	1,2	3,4	2,3	4,8	1,1	1,4	3,3	1,2	0,8	1,6
2018 II	2,2	1,8	2,3	3,3	2,5	5,5	1,0	1,3	3,7	1,2	0,6	1,9
III	1,7	0,2	0,7	3,3	2,0	4,4	1,6	1,3	2,9	1,1	0,5	1,7
IV	1,2	-0,1	-1,2	3,4	1,7	4,4	0,9	1,4	2,8	1,2	0,5	1,0
2019 I	1,2	0,3	-0,3	4,0	1,6	3,2	0,8	1,1	1,8	1,2	0,9	0,9
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2018 II	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 I	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2016	1,8	0,0	0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2018	1,9	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 II	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
III	1,7	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
IV	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 I	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	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>													
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,8	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,8	24,1	6,9
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,5	0,8	0,2	1,6	3,0	-0,3	2,1	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,5	1,3	1,9	1,7	3,3	-1,2	1,9	3,1	1,3	1,2
2018	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,5	2,6	1,5	3,1	-0,9	2,0	2,6	1,2	0,5
2018 II	1,6	1,9	-0,3	-0,4	1,7	2,5	1,4	2,6	-0,9	2,3	3,0	1,3	1,3
III	1,4	1,7	-0,3	0,0	1,3	2,6	1,5	3,5	-1,2	1,9	2,4	1,2	0,0
IV	1,4	1,7	-0,3	-0,3	1,3	3,1	1,5	3,5	-0,7	1,5	1,9	1,2	-0,3
2019 I	1,3	1,5	-0,1	0,3	1,3	2,5	1,2	3,8	-0,3	2,1	1,7	1,2	0,0
<i>Opravljenje delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,4	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,4	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
2018	100,0	81,4	18,6	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,6	21,7	6,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,4	1,8	-0,4	-0,3	0,9	0,4	1,6	3,0	0,1	2,7	3,0	1,3	0,7
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,1	1,9	1,2	3,0	-1,7	2,1	2,7	0,8	0,5
2018	1,6	2,0	-0,4	0,6	1,4	2,9	1,2	3,1	-0,8	2,1	2,9	1,4	0,6
2018 II	1,9	2,4	-0,3	1,0	1,7	2,9	1,2	3,1	-0,4	2,3	3,7	1,6	1,9
III	1,8	2,2	0,1	1,1	1,3	3,6	1,5	3,8	-0,9	2,3	3,2	1,4	0,8
IV	1,6	2,0	0,0	0,4	1,4	3,5	1,4	3,7	-0,2	1,2	2,4	1,5	0,6
2019 I	1,6	1,9	0,5	1,6	1,4	3,7	1,5	4,0	0,1	2,0	2,1	1,2	0,5
<i>Opravljenje delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,4	0,6	0,2	-0,1	0,0
2017	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-0,2	-0,5	0,2	-0,4	-0,5	-0,7
2018	0,1	0,2	0,0	0,9	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
2018 II	0,2	0,4	0,1	1,5	0,0	0,4	-0,2	0,4	0,5	0,0	0,7	0,3	0,6
III	0,4	0,4	0,5	1,1	0,0	0,9	0,1	0,3	0,3	0,5	0,8	0,2	0,8
IV	0,3	0,4	0,3	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,5	-0,3	0,5	0,3	1,0
2019 I	0,3	0,3	0,7	1,3	0,1	1,2	0,3	0,2	0,4	-0,2	0,4	0,0	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	V milijonih		% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016		100,0			81,7		18,3		52,2		47,8				
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,293	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7	
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,095	8,1	2,666	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9	
2018	163,301	3,8	13,392	8,2	3,8	10,963	7,4	2,429	17,0	6,899	7,9	6,493	8,6	2,1	
2018 II	163,180	3,9	13,512	8,3	3,9	11,078	7,4	2,434	17,0	6,962	7,9	6,550	8,7	2,1	
III	163,730	3,6	13,150	8,1	3,6	10,754	7,2	2,396	16,7	6,794	7,7	6,357	8,4	2,1	
IV	163,702	3,7	12,988	7,9	3,6	10,612	7,1	2,376	16,5	6,648	7,6	6,340	8,4	2,3	
2019 I	-	-	12,724	7,8	-	10,401	7,0	2,323	16,0	6,486	7,4	6,238	8,2	2,4	
2018 nov. dec.	-	-	12,976	7,9	-	10,614	7,1	2,362	16,4	6,648	7,6	6,328	8,3	-	
-	-	-	12,874	7,9	-	10,521	7,1	2,353	16,3	6,567	7,5	6,307	8,3	-	
2019 jan. feb. mar. apr.	-	-	12,829	7,8	-	10,491	7,0	2,338	16,2	6,540	7,4	6,289	8,3	-	
-	-	-	12,750	7,8	-	10,426	7,0	2,324	16,1	6,504	7,4	6,246	8,2	-	
-	-	-	12,593	7,7	-	10,286	6,9	2,307	15,9	6,413	7,3	6,180	8,1	-	
-	-	-	12,529	7,6	-	10,221	6,8	2,308	15,8	6,372	7,2	6,157	8,1	-	

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 gradbeništvava						Grad- beništv o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov	
	Skupaj		Glavne industrijske skupine					Skupaj	Hrana, pijaca in tobačni izdelki	Neživila	Goriva		
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 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													
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,8	0,5	3,0	0,7	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	2,9	7,9	2,5	1,6	3,4	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	2,0	0,6	0,8
2018 II	2,2	2,6	1,7	4,1	2,0	-1,9	1,6	4,0	1,8	1,2	2,6	0,7	3,3
III	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,2	1,1	1,5	0,0	3,4
IV	-1,9	-1,7	-2,1	-2,1	-0,4	-3,6	1,8	-1,0	1,7	1,4	1,9	1,6	-9,4
2019 I	-0,3	0,0	-0,8	0,0	1,3	-2,5	4,9	-3,1	2,4	0,9	3,4	2,6	-3,6
2018 nov.	-2,9	-2,8	-2,9	-4,4	0,4	-3,7	1,0	1,6	2,0	0,8	2,7	2,0	-8,9
dec.	-4,1	-3,9	-3,6	-5,0	-2,9	-4,4	3,0	-4,4	0,6	0,9	0,2	1,5	-7,5
2019 jan.	-0,4	-1,2	-1,5	-2,4	1,1	5,6	1,1	-2,8	2,2	1,6	2,3	3,9	-2,5
feb.	0,0	0,8	-0,8	1,0	3,2	-5,9	7,6	-3,7	3,0	0,9	4,6	2,5	-2,3
mar.	-0,6	0,3	-0,4	1,3	-0,1	-7,3	6,3	-2,7	2,0	0,4	3,4	1,5	-5,5
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5	1,5	1,2	1,3	-0,2
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2018 nov.	-1,3	-1,3	-1,2	-2,3	0,1	0,5	0,4	3,2	0,8	-0,4	1,4	0,5	6,7
dec.	-0,9	-0,9	0,3	-1,2	-2,0	-0,5	1,5	-4,1	-1,3	0,2	-2,2	-0,4	2,5
2019 jan.	2,0	1,7	0,6	1,8	2,7	3,0	-1,0	-0,4	0,9	0,0	1,6	1,4	4,8
feb.	-0,1	0,4	0,0	-0,1	0,4	-3,4	3,0	-1,4	0,6	0,2	1,1	-0,5	-3,6
mar.	-0,3	-0,2	0,1	0,4	-0,8	-0,3	-0,3	0,3	0,0	0,4	-0,2	-0,7	-3,6
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,4	-0,4	-0,4	0,1	4,7

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 sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 II	111,8	7,8	83,9	-4,7	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
III	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
IV	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 I	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
2018 dec.	107,4	2,3	-	-7,8	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2019 jan.	106,3	0,6	83,6	-7,4	8,4	-2,1	11,0	90,8	50,5	50,5	51,2	51,0
feb.	106,2	-0,4	-	-6,9	6,6	-1,3	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9
mar.	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
apr.	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,7	47,9	48,0	52,8	51,5
maj	105,1	-2,9	-	-6,5	4,1	-1,2	12,2	-	47,7	48,9	52,9	51,8

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⁾	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		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	
2015	12,2	94,0	1,5	1,9	1,2	3,1	2,0	34,7	5,9	138,0	5,1	7,8	3,0
2016	12,1	94,3	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,4	7,5	138,0	5,0	6,1	3,0
2017	11,8	94,0	1,4	2,1	6,8	4,2	4,2	34,8	7,0	136,5	3,8	4,7	2,3
2018 I	11,8	93,7	1,8	2,0	5,1	3,8	4,7	34,8	7,0	136,1	3,1	-0,4	1,8
II	11,9	93,7	2,1	2,0	8,0	3,9	4,8	35,0	7,0	136,7	3,2	1,7	1,9
III	12,0	93,6	1,4	2,0	8,3	3,8	5,0	34,7	7,0	136,5	2,9	8,7	1,7
IV	12,1	93,5	1,5	2,0	8,3	2,7	4,9	34,6	6,6	135,6	2,2	12,6	1,4

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

3.8 Plačilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in 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
2018 II	1.025,1	938,9	86,3	576,4	508,4	223,1	195,4	197,8	171,0	28,0	64,1	8,3	8,8
III	1.032,8	960,9	71,9	585,8	525,0	228,7	202,8	189,7	164,7	28,5	68,4	8,7	5,8
IV	1.045,3	965,8	79,6	598,6	528,9	230,9	205,8	186,2	157,5	29,7	73,6	21,9	33,6
2019 I	1.045,1	954,8	90,2	602,5	525,4	229,4	206,6	185,1	158,8	28,1	64,0	10,0	7,5
2018 okt.	351,2	323,1	28,1	201,7	180,1	75,7	67,5	64,2	52,0	9,6	23,6	3,3	9,6
nov.	350,1	324,0	26,2	198,0	175,0	78,6	69,2	63,3	54,8	10,2	24,9	4,1	10,6
dec.	344,0	318,6	25,4	198,9	173,8	76,6	69,1	58,7	50,6	9,8	25,1	14,5	13,4
2019 jan.	356,8	319,2	37,6	200,3	173,4	77,9	69,8	68,6	54,1	10,1	22,0	3,9	2,1
feb.	340,2	312,3	27,9	199,2	173,5	75,4	68,4	57,1	49,1	8,5	21,3	3,5	1,9
mar.	348,0	323,3	24,7	203,0	178,5	76,2	68,5	59,3	55,6	9,5	20,7	2,6	3,5
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2019 mar.	4.148,4	3.820,4	328,0	2.363,3	2.087,7	912,1	810,6	758,8	652,0	114,2	270,0	48,9	55,7
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2019 mar.	35,8	33,0	2,8	20,4	18,0	7,9	7,0	6,6	5,6	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Ni desezonirano.

3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)¹⁾, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov²⁾ (desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Nafta
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)	
2018 II	4,4	6,2	566,3	271,4	118,1	166,7	474,6	515,6	300,9	80,2	127,0	364,9	65,5		
III	4,7	10,3	572,8	278,2	117,4	166,8	478,7	531,0	309,9	86,3	126,9	373,8	68,5		
IV	3,9	7,8	580,1	278,1	123,2	168,3	485,1	535,8	309,4	87,9	130,5	379,6	66,4		
2019 I	3,9	4,8	587,2	.	.	.	492,3	531,4	.	.	.	379,5	.		
2018 okt.	11,1	15,0	194,1	93,7	40,5	56,2	161,2	181,0	105,9	29,3	44,1	127,1	24,2		
nov.	2,3	5,5	192,8	92,8	40,5	55,8	162,2	177,6	102,1	28,8	43,6	126,5	21,1		
dec.	-2,0	2,6	193,2	91,6	42,2	56,2	161,7	177,3	101,4	29,7	42,8	125,9	21,1		
2019 jan.	2,5	3,3	194,8	95,0	40,4	56,9	164,4	177,6	102,4	28,9	43,5	126,7	20,9		
feb.	6,2	5,2	195,3	94,4	39,8	57,2	164,2	174,7	100,6	27,5	43,7	126,1	21,0		
mar.	3,1	6,0	197,0				163,7	179,1				126,7			
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2018 II	3,1	2,9	125,7	124,4	127,0	129,4	126,4	115,4	115,6	112,6	118,4	119,7	101,4		
III	1,1	2,0	125,3	125,7	124,9	127,6	126,1	115,4	115,0	118,1	115,5	120,1	99,4		
IV	0,1	1,7	126,0	124,9	129,7	127,7	126,6	116,0	115,1	117,8	117,6	120,4	100,7		
2019 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 sep.	-4,7	-1,2	124,5	124,9	124,8	126,4	126,0	114,7	113,9	118,4	114,9	119,6	95,6		
okt.	7,0	5,3	127,0	126,4	129,0	128,6	127,2	116,7	116,0	119,7	119,5	122,0	98,2		
nov.	-1,6	-0,6	125,5	124,9	128,1	127,0	127,0	114,7	113,4	115,0	117,5	119,9	94,6		
dec.	-5,2	0,1	125,7	123,5	132,2	127,7	125,5	116,5	115,8	118,6	115,8	119,4	109,3		
2019 jan.	-1,1	1,7	126,2	127,3	127,4	128,2	126,9	117,2	117,9	117,0	116,5	120,0	111,5		
feb.	2,0	1,2	126,5	126,6	125,4	128,5	126,9	115,1	115,0	111,2	118,3	120,2	105,7		

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							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2018 II	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	1,0	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
III	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
IV	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 I	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,3
2018 dec.	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,3	0,1	1,3	2,7
2019 jan.	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,0	0,1	-0,9	0,1	1,2	2,4
feb.	103,3	1,5	1,0	1,6	1,4	0,2	0,2	0,9	0,0	0,6	0,1	1,3	2,3
mar.	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,2	0,8	0,2	1,3	2,2
apr.	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,4	0,1	0,0	0,1	0,7	0,6	1,7	2,1
maj ³⁾	105,3	1,2	0,8	.	1,1	0,1	0,2	0,4	0,1	0,9	-0,2	.	.
% od skupaj v letu 2019	Blago						Storitve						
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobacnimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% od skupaj v letu 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	.
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2	.
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	.
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	.
2018 II	2,6	2,3	3,3	1,6	0,2	5,6	1,2	1,2	1,3	0,1	1,9	1,3	.
III	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3	.
IV	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	.
2019 I	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	.
2018 okt.	1,8	1,7	1,8	1,6	0,2	5,5	1,2	1,1	1,2	-0,3	1,6	1,7	.
2019 jan.	1,8	1,8	1,8	1,0	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5	.
feb.	2,3	2,1	2,9	1,3	0,4	3,6	1,2	1,2	1,3	-0,8	1,8	1,5	.
mar.	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	.
apr.	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	.
maj ³⁾	1,6	1,9	0,4	.	0,3	3,8	.	.	.	.	.	.	.

Vir: 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 ²⁾	Cene stanovanj ³⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ³⁾			
	Skupaj	Industrija brez gradbeništva in energentov			Ener- genti												
		Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo											
% 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								
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	-6,9	0,7	3,4	4,9					
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,6	2,0	3,7	5,0				
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,2	3,2				
2018 II	103,1	2,8	2,6	1,3	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,2	4,2	3,4				
III	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,9	4,3	2,6				
IV	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,2	2,5				
2019 I	105,4	3,0	1,3	1,1	1,4	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	.	.	.				
2018 nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,3	-0,2	0,8	11,0	-	-	-				
dec.	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,8	-	-	-				
2019 jan.	105,4	2,9	0,9	1,1	1,6	1,4	0,4	0,0	0,9	7,4	-	-	-				
feb.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-				
mar.	105,4	2,9	1,7	1,1	1,3	1,6	0,2	-0,3	1,0	7,7	-	-	-				
apr.	105,1	2,6	1,6	1,2	1,2	1,5	0,8	0,6	0,9	6,6	-	-	-				

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

1) Na domačem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

3) 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 naftne (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
2016	106,9	0,9	0,5	0,4	0,6	0,7	-1,4	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,3	1,5	1,5	1,9	3,0	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,5	1,4	1,8	1,4	1,8	2,1	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 II	109,3	1,3	1,7	1,3	1,8	1,8	1,0	1,9	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
III	109,7	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,3	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
IV	110,2	1,5	2,0	1,7	1,8	2,5	1,8	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 I	110,6	1,6	1,9	1,5	1,9	2,4	1,3	2,0	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
2018 dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,2	3,9	-1,1	1,5	3,8	-0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	4,1	4,9	3,5	4,4	5,6	3,3
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,2	1,6	2,8	4,4	7,7	1,0
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,1	-3,0	-5,0	-2,2	2,7	-7,1

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)				Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena	
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 II	10,3	6,9	9,4	12,1	18,7	65,6	57,6	56,5	52,3
III	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
IV	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 I	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
2018 dec.	13,0	9,2	11,1	13,6	23,1	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 jan.	10,7	8,8	11,5	12,9	19,2	55,7	58,3	53,8	53,2
feb.	9,0	8,1	9,2	12,4	20,4	53,9	58,1	52,7	52,7
mar.	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
apr.	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
maj	5,3	6,9	8,4	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah		Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	Netržne dejavnosti	
	1	2	3	4	5	6	7
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	105,5	1,3	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	109,8	2,2	2,1	2,8	2,4	1,9	2,0
2018 II	113,7	2,2	1,9	2,9	2,6	1,5	2,1
III	106,4	2,5	2,4	3,0	2,6	2,2	2,1
IV	116,6	2,3	2,4	2,4	2,2	2,5	2,2
2019 I							2,2

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 stavbami	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										
2016	105,3	0,7	1,3	-1,2	0,6	1,1	-0,6	1,5	3,5	0,7	1,5	2,0	
2017	106,1	0,8	-0,8	-0,3	-0,3	0,2	0,3	-1,4	4,5	2,4	1,7	1,7	
2018	108,1	1,9	0,6	2,2	0,9	1,4	0,8	0,0	3,9	2,4	2,2	2,4	
2018 II	107,6	1,6	0,0	1,5	0,7	1,1	0,1	0,1	3,6	2,4	2,1	2,5	
III	108,5	2,3	1,9	2,9	1,7	2,0	1,6	-0,3	4,1	2,9	2,4	2,8	
IV	109,0	2,4	1,2	4,1	1,4	1,9	0,9	0,3	3,8	2,5	2,4	2,6	
2019 I	109,4	2,3	1,1	3,8	1,6	2,1	2,6	-0,4	5,6	1,4	2,1	2,4	
			Sredstva za zaposlene										
2016	109,4	1,2	0,3	1,3	1,9	1,4	0,2	2,3	1,8	0,2	1,4	1,7	
2017	111,1	1,6	1,4	1,4	1,1	1,7	1,6	0,2	3,6	3,2	1,5	1,5	
2018	113,6	2,2	2,0	1,9	1,7	2,2	2,5	2,1	3,2	3,2	2,2	2,6	
2018 II	113,3	2,2	2,2	2,1	1,5	2,2	2,8	2,1	2,5	3,1	2,1	1,8	
III	114,2	2,5	2,1	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	3,5	3,4	2,3	3,3	
IV	114,6	2,2	1,4	1,5	1,7	2,1	1,9	1,9	3,6	3,3	2,3	3,5	
2019 I	115,1	2,2	1,1	2,2	3,0	2,5	2,0	0,6	4,5	1,4	2,0	3,2	
			Produktivnost dela na zaposlenega										
2016	103,9	0,6	-1,0	2,5	1,4	0,3	0,7	0,8	-1,6	-0,5	-0,1	-0,2	
2017	104,7	0,8	2,2	1,7	1,4	1,4	1,3	1,6	-0,8	0,8	-0,2	-0,2	
2018	105,1	0,4	1,4	-0,3	0,8	0,8	1,7	2,1	-0,6	0,7	0,0	0,3	
2018 II	105,3	0,6	2,2	0,6	0,8	1,1	2,7	1,9	-1,0	0,7	0,0	-0,7	
III	105,2	0,2	0,2	-0,6	0,7	0,5	0,8	2,8	-0,6	0,5	-0,1	0,5	
IV	105,1	-0,2	0,2	-2,4	0,3	0,2	0,9	1,6	-0,2	0,9	0,0	0,9	
2019 I	105,2	-0,1	0,0	-1,6	1,4	0,4	-0,6	1,1	-1,1	0,0	-0,1	0,8	
			Sredstva za delovno uro										
2016	110,9	1,0	-0,4	1,1	1,9	0,9	0,1	2,0	1,5	-0,1	1,4	1,6	
2017	112,9	1,8	1,4	1,4	1,0	2,0	1,7	0,6	3,4	3,2	1,9	2,1	
2018	115,2	2,0	1,5	1,8	1,2	2,3	2,3	2,0	2,7	2,8	2,0	2,1	
2018 II	114,4	1,8	0,6	2,0	0,8	2,1	2,1	1,6	2,0	2,3	1,7	0,6	
III	115,1	2,1	1,9	2,1	1,6	2,1	2,1	2,3	2,6	2,6	2,1	2,0	
IV	115,5	1,9	0,9	1,4	1,1	2,1	1,4	1,5	3,5	2,7	2,0	2,2	
2019 I	116,1	1,8	-0,3	2,1	2,1	2,0	1,6	0,3	4,4	1,1	2,0	2,8	
			Produktivnost dela na uro										
2016	105,8	0,5	-1,2	2,4	1,2	0,2	0,7	0,4	-2,2	-0,6	0,0	-0,2	
2017	107,0	1,2	2,8	1,8	1,4	1,9	1,6	2,1	-1,0	1,1	0,3	0,5	
2018	107,4	0,3	0,5	-0,2	0,5	1,0	1,7	2,0	-0,7	0,4	-0,1	0,2	
2018 II	107,1	0,3	0,7	0,6	0,4	1,3	2,3	1,4	-1,0	0,0	-0,3	-1,3	
III	106,8	-0,1	-0,9	-0,6	-0,2	0,4	0,6	2,5	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	
IV	106,8	-0,4	-0,5	-2,5	-0,1	0,2	0,7	1,1	0,1	0,3	-0,3	-0,1	
2019 I	106,9	-0,5	-1,3	-1,7	0,2	0,1	-0,8	0,7	-0,9	-0,3	-0,1	0,4	

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		M2-M1		Repo posli		Točke/delnice skladov denarnega trga		Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let	
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stanja												
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,9
2017	1.111,6	6.637,3	7.748,9	1.197,0	2.260,9	3.457,9	11.206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11.865,1
2018	1.162,7	7.121,0	8.283,7	1.125,7	2.294,1	3.419,9	11.703,5	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2018 II	1.133,6	6.892,0	8.025,6	1.178,1	2.270,5	3.448,6	11.474,2	73,7	507,8	65,5	647,1	12.121,3
III	1.150,6	7.009,8	8.160,3	1.126,6	2.284,6	3.411,2	11.571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12.198,8
IV	1.162,7	7.121,0	8.283,7	1.125,7	2.294,1	3.419,9	11.703,5	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2019 I	1.180,7	7.289,6	8.470,3	1.113,0	2.313,9	3.427,0	11.897,3	74,4	509,6	31,5	615,5	12.512,8
2018 nov.	1.158,2	7.091,4	8.249,6	1.125,8	2.294,9	3.420,8	11.670,4	73,8	503,5	59,1	636,3	12.306,7
dec.	1.162,7	7.121,0	8.283,7	1.125,7	2.294,1	3.419,9	11.703,5	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2019 jan.	1.167,7	7.126,3	8.293,9	1.123,7	2.298,6	3.422,4	11.716,3	74,9	508,5	63,5	646,9	12.363,2
feb.	1.172,8	7.194,3	8.367,1	1.125,1	2.304,7	3.429,8	11.796,8	70,7	505,1	57,6	633,4	12.430,2
mar.	1.180,7	7.289,6	8.470,3	1.113,0	2.313,9	3.427,0	11.897,3	74,4	509,6	31,5	615,5	12.512,8
apr. (p)	1.182,2	7.309,6	8.491,8	1.125,2	2.326,8	3.452,0	11.943,8	73,9	510,5	37,6	622,0	12.565,8
Transakcije												
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2
2018	50,0	464,3	514,3	-74,0	45,0	-29,0	485,3	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 II	16,6	137,7	154,4	4,8	9,9	14,7	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,2
III	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
IV	12,1	107,7	119,8	-2,2	13,4	11,2	131,0	2,9	27,7	9,3	39,8	170,8
2019 I	18,1	166,0	184,1	-15,0	20,3	5,3	189,3	-0,5	-16,8	-38,3	-55,5	133,8
2018 nov.	3,8	47,8	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-0,8	-1,2	43,3
dec.	4,5	28,6	33,0	0,4	3,1	3,5	36,6	0,9	19,6	12,5	32,9	69,5
2019 jan.	5,0	8,6	13,6	-2,2	5,1	2,8	16,5	0,3	-15,7	-9,3	-24,7	-8,2
feb.	5,1	66,4	71,5	0,7	6,0	6,7	78,2	-4,3	-3,5	-5,0	-12,8	65,4
mar.	8,0	90,9	98,9	-13,5	9,2	-4,2	94,7	3,5	2,5	-24,0	-18,0	76,7
apr. (p)	1,4	24,7	26,1	11,8	8,3	20,1	46,1	-0,5	2,7	5,4	7,7	53,9
Stopnje rasti												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 II	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
III	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
IV	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 I	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,0	-48,7	-5,7	4,6
2018 nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,2	-3,1	-22,0	-5,8	3,7
dec.	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 jan.	4,7	6,4	6,2	-6,3	2,0	-0,8	4,0	-4,0	-1,7	3,7	-1,5	3,7
feb.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,0	-4,7	-2,1	4,2
mar.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,0	-48,7	-5,7	4,6
apr. (p)	5,2	7,8	7,4	-3,9	2,7	0,5	5,3	-4,6	-0,5	-46,2	-5,9	4,7

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.237,7	1.794,2	285,7	148,8	9,1	6.316,5	3.702,0	562,0	2.051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2.336,5	1.902,7	278,4	147,5	7,8	6.642,9	4.038,5	517,3	2.086,0	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2018 II	2.283,5	1.850,8	277,7	148,0	7,0	6.469,7	3.870,8	535,3	2.062,5	1,1	1.014,3	220,1	426,7
III	2.309,7	1.886,3	267,9	148,7	6,8	6.545,8	3.946,3	524,6	2.073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
IV	2.336,5	1.902,7	278,4	147,5	7,8	6.642,9	4.038,5	517,3	2.086,0	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2019 I	2.384,6	1.960,5	269,6	147,9	6,6	6.753,7	4.130,7	515,0	2.106,7	1,3	977,1	213,3	462,3
2018 nov.	2.322,1	1.890,4	275,4	148,1	8,1	6.607,9	4.004,3	517,8	2.084,6	1,2	1.003,7	208,3	443,9
dec.	2.336,5	1.902,7	278,4	147,5	7,8	6.642,9	4.038,5	517,3	2.086,0	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2019 jan.	2.325,3	1.898,9	271,4	147,3	7,7	6.678,2	4.068,2	517,3	2.091,1	1,7	977,9	204,0	438,1
feb.	2.348,4	1.918,9	275,8	147,0	6,7	6.723,6	4.107,3	516,9	2.097,8	1,5	964,6	206,0	452,1
mar.	2.384,6	1.960,5	269,6	147,9	6,6	6.753,7	4.130,7	515,0	2.106,7	1,3	977,1	213,3	462,3
apr. (p)	2.391,9	1.964,6	270,7	148,6	7,9	6.789,4	4.156,1	513,6	2.118,1	1,7	982,3	211,8	460,1
Transakcije													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,5	181,4	-3,1	-0,8	1,0	255,5	304,9	-81,6	33,5	-1,3	55,1	6,3	26,9
2018	94,9	106,7	-9,3	-1,1	-1,4	325,7	324,5	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,9	17,8
2018 II	29,2	29,2	1,1	-0,4	-0,7	83,3	81,7	-8,9	11,0	-0,5	20,2	8,9	10,0
III	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
IV	27,3	16,6	10,5	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,5	-6,8
2019 I	50,1	59,5	-9,0	0,8	-1,2	109,6	91,5	-2,7	20,7	0,1	-31,8	12,4	30,4
2018 nov.	7,0	0,2	5,0	-0,3	2,2	23,1	20,9	-3,0	5,2	0,0	9,0	-0,4	3,8
dec.	16,4	13,9	3,4	-0,6	-0,3	35,5	30,6	-0,4	5,2	0,0	1,8	-8,1	-12,6
2019 jan.	-6,5	-0,2	-6,7	0,4	-0,1	35,3	29,6	0,0	5,2	0,5	-27,1	3,4	6,8
feb.	22,5	19,6	4,4	-0,3	-1,1	44,9	39,0	-0,5	6,6	-0,1	-14,3	2,1	13,7
mar.	34,2	40,1	-6,6	0,8	-0,1	29,5	22,9	-2,2	8,9	-0,3	9,7	7,0	9,9
apr. (p)	7,3	4,2	1,1	0,8	1,3	35,0	29,7	-1,8	6,8	0,4	5,6	-1,5	-2,2
Stopnje rasti													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,5	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,7	3,2	7,0
2018	4,2	5,9	-3,3	-0,7	-16,0	5,2	8,7	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,4	4,3
2018 II	5,1	7,3	-5,5	-0,3	7,0	4,4	8,5	-10,8	1,7	-53,9	5,7	12,8	5,6
III	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
IV	4,2	5,9	-3,3	-0,7	-16,0	5,2	8,7	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,4	4,3
2019 I	5,9	7,7	-2,7	0,2	-15,7	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
2018 nov.	4,0	5,6	-3,5	-0,3	-1,2	4,8	8,5	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,5	6,8
dec.	4,2	5,9	-3,3	-0,7	-16,0	5,2	8,7	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,4	4,3
2019 jan.	2,6	4,5	-7,0	-0,1	-23,1	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,4	-1,7	-1,4	5,3
feb.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,0	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
mar.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-15,7	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
apr. (p)	5,8	7,2	-1,0	1,5	0,9	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,3	0,0	-0,5	9,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč 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 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) 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	Prilagojena posojila ²⁾		Posojila				Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾					
					Skupaj	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Stanja															
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,4	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9			
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.167,4	4.325,4	5.600,0	839,1	109,6	1.442,4	799,8			
2018	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,0	11.127,0	11.483,8	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0			
2018 II	4.602,9	1.017,7	3.571,0	13.276,2	10.990,8	11.324,3	4.357,5	5.660,3	853,2	119,8	1.496,6	788,7			
III	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,5	11.394,1	4.396,2	5.702,0	841,9	124,4	1.513,8	784,8			
IV	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,0	11.127,0	11.483,8	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0			
2019 I	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.526,9	11.196,1	11.546,6	4.422,4	5.788,2	854,2	131,4	1.527,4	803,3			
2018 nov.	4.612,6	1.003,4	3.594,3	13.411,9	11.112,4	11.442,1	4.421,2	5.731,8	838,7	120,7	1.516,8	782,8			
dec.	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,0	11.127,0	11.483,8	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0			
2019 jan.	4.685,8	1.006,7	3.667,7	13.452,1	11.156,4	11.498,5	4.409,0	5.758,7	861,0	127,7	1.523,0	772,7			
feb.	4.684,7	1.000,8	3.672,0	13.502,1	11.179,3	11.525,9	4.425,1	5.770,4	857,4	126,3	1.533,1	789,8			
mar.	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.526,9	11.196,1	11.546,6	4.422,4	5.788,2	854,2	131,4	1.527,4	803,3			
apr. (p)	4.639,6	998,2	3.629,9	13.570,2	11.233,9	11.588,7	4.442,3	5.801,9	863,9	125,7	1.523,5	812,8			
Transakcije															
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6			
2017	289,7	-43,2	332,3	361,8	273,9	314,7	82,7	173,7	21,1	-3,5	64,3	23,6			
2018	92,4	-28,4	120,8	372,6	304,7	377,3	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4			
2018 II	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	104,0	17,1	34,9	-3,5	6,9	29,7	0,4			
III	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2			
IV	40,7	3,9	36,8	65,9	60,1	91,5	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7			
2019 I	-40,4	-6,8	-33,6	107,5	82,9	78,4	25,0	50,1	6,0	1,8	-1,5	26,0			
2018 nov.	-8,3	2,8	-12,1	27,4	30,3	32,8	22,6	18,3	-10,6	0,0	-6,0	3,2			
dec.	57,9	4,1	54,8	6,5	8,4	38,9	-12,8	8,8	5,1	7,2	7,5	-9,3			
2019 jan.	-12,5	-2,3	-10,2	34,8	35,0	18,7	4,3	18,4	12,4	-0,2	0,1	-0,3			
feb.	10,9	-4,8	15,3	46,2	24,8	32,1	17,5	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3			
mar.	-38,8	0,4	-38,7	26,4	23,1	27,6	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	12,0			
apr. (p)	-22,6	-3,2	-19,5	40,1	41,5	48,7	24,6	14,0	8,6	-5,7	-6,4	5,0			
Stopnje rasti															
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5			
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0			
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7			
2018 II	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4			
III	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1			
IV	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7			
2019 I	1,8	-2,4	3,1	2,8	2,6	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9			
2018 nov.	2,1	-3,8	3,8	2,9	2,8	3,2	3,1	3,2	-1,9	5,2	6,6	-1,8			
dec.	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7			
2019 jan.	2,4	-2,9	3,9	2,5	2,5	3,0	2,3	3,2	-1,8	13,0	5,3	-2,6			
feb.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3			
mar.	1,8	-2,4	3,1	2,8	2,6	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9			
apr. (p)	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,7	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2			

Vir: ECB.

- Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- 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.
- 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.
- 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
	1	2				3	4			
Stanja										
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3
2017	4.325,4	4.360,1	987,3	820,2	2.517,9	5.600,0	5.866,6	654,4	4.217,0	728,6
2018	4.408,8	4.493,1	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2018 II	4.357,5	4.420,5	985,7	828,1	2.543,7	5.660,3	5.941,0	670,1	4.273,3	716,9
III	4.396,2	4.459,8	999,7	836,2	2.560,4	5.702,0	5.979,1	678,6	4.311,7	711,7
IV	4.408,8	4.493,1	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2019 I	4.422,4	4.507,6	980,0	852,1	2.590,3	5.788,2	6.065,6	694,2	4.392,0	702,0
2018 nov.	4.421,2	4.482,7	989,2	850,9	2.581,0	5.731,8	6.010,5	685,6	4.336,4	709,8
dec.	4.408,8	4.493,1	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2019 jan.	4.409,0	4.488,9	980,0	846,5	2.582,6	5.758,7	6.037,2	687,5	4.367,2	703,9
feb.	4.425,1	4.504,8	980,5	851,2	2.593,4	5.770,4	6.051,7	690,7	4.375,6	704,1
mar.	4.422,4	4.507,6	980,0	852,1	2.590,3	5.788,2	6.065,6	694,2	4.392,0	702,0
apr. (p)	4.442,3	4.524,4	986,1	858,3	2.597,9	5.801,9	6.084,4	695,3	4.405,2	701,4
Transakcije										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	174,9	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 II	17,1	48,1	-12,1	10,3	18,9	34,9	44,3	10,4	29,1	-4,6
III	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
IV	16,5	39,8	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 I	25,0	23,4	-14,4	10,3	29,1	50,1	49,0	11,5	38,9	-0,3
2018 nov.	22,6	23,0	5,7	8,3	8,6	18,3	18,2	4,2	14,1	0,0
dec.	-12,8	12,7	8,3	-9,2	-12,0	8,8	14,1	0,1	13,1	-4,4
2019 jan.	4,3	-2,1	-13,8	2,5	15,6	18,4	15,3	4,4	13,8	0,2
feb.	17,5	17,2	0,7	5,4	11,4	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
mar.	3,2	8,2	-1,2	2,4	2,1	18,8	16,1	3,8	16,0	-1,0
apr. (p)	24,6	23,8	7,5	6,7	10,4	14,0	19,4	2,8	10,5	0,8
Stopnje rasti										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 II	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	2,9	7,2	3,1	-1,2
III	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
IV	2,9	4,0	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 I	2,5	3,6	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
2018 nov.	3,1	4,0	1,4	5,3	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,9
dec.	2,9	4,0	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 jan.	2,3	3,4	-0,4	3,6	2,9	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,2
feb.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
mar.	2,5	3,6	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
apr. (p)	2,7	3,9	-0,8	5,2	3,3	3,2	3,4	5,8	3,5	-1,2

Vir: ECB.

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

5 Denarna statistika

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

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

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										
2016	307,7	6.955,9	2.089,5	70,9	2.145,9	2.649,6	1.124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,9	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6.808,4	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,4	1.028,6	428,0	187,0	194,9
2018 II	330,7	6.708,6	1.950,7	58,4	2.025,6	2.673,9	858,8	422,8	174,1	183,8
III	403,7	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
IV	378,9	6.808,4	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,4	1.028,6	428,0	187,0	194,9
2019 I	367,8	6.903,7	1.937,7	55,6	2.145,7	2.764,6	1.175,7	418,9	199,0	212,3
2018 nov.	390,6	6.784,9	1.929,9	55,8	2.098,7	2.700,5	1.039,3	418,4	196,1	204,4
dec.	378,9	6.808,4	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,4	1.028,6	428,0	187,0	194,9
2019 jan.	377,3	6.855,5	1.939,7	55,6	2.111,2	2.749,0	1.066,0	392,1	199,0	208,4
feb.	408,9	6.874,1	1.936,6	55,6	2.141,4	2.740,5	1.110,2	416,2	198,1	210,5
mar.	367,8	6.903,7	1.937,7	55,6	2.145,7	2.764,6	1.175,7	418,9	199,0	212,3
apr. ^(p)	362,3	6.887,5	1.933,5	56,0	2.129,4	2.768,6	1.189,0	416,9	218,5	232,1
Transakcije										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	44,7	-37,8	-4,9	17,0	70,4	64,6	44,9	21,8	24,2
2018 II	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,7	16,4	19,4
III	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
IV	-24,1	16,0	-0,4	-0,9	3,4	13,9	34,7	21,4	9,7	11,9
2019 I	-11,1	51,2	-10,7	-0,3	45,2	17,0	111,7	-4,9	2,7	5,5
2018 nov.	-7,9	-4,5	-6,1	-0,9	-2,3	4,7	48,8	-37,1	29,0	30,0
dec.	-10,9	6,3	5,7	0,2	1,2	-0,8	-27,6	28,2	-9,1	-9,5
2019 jan.	-1,6	20,1	-6,0	-0,4	20,5	5,9	20,6	-32,6	12,0	13,5
feb.	31,5	21,0	-3,2	0,0	26,3	-2,2	42,0	18,7	-0,9	2,1
mar.	-41,0	10,2	-1,5	0,0	-1,6	13,2	49,2	9,0	-8,4	-10,2
apr. ^(p)	-5,5	-11,1	-3,6	0,4	-15,4	7,6	19,8	0,0	19,5	19,8
Stopnje rasti										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 II	6,5	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
III	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
IV	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 I	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,6	-	-	18,9	12,7
2018 nov.	24,7	0,6	-2,1	-9,1	0,8	2,6	-	-	-0,1	-24,6
dec.	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 jan.	18,9	0,8	-1,9	-7,7	1,0	2,8	-	-	28,0	22,7
feb.	19,6	1,3	-1,8	-7,1	2,9	2,7	-	-	35,9	27,9
mar.	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,6	-	-	18,9	12,7
apr. ^(p)	4,6	1,0	-1,9	-5,2	2,1	2,5	-	-	41,6	44,3

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
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 I	-0,8	.	.	.	.	1,1
II	-0,5	.	.	.	.	1,3
III	-0,4	.	.	.	.	1,4
IV	-0,5	.	.	.	.	1,3

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Odhodki							Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki				Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki						
		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	
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9	
2016	46,0	45,5	12,5	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6	
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,2	2,0	22,4	3,8	
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,1	1,8	22,3	3,7	
2018 I	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,2	1,9	22,4	3,8	
II	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7	
III	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,7	43,1	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7	
IV	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7	

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj	Finančni instrument			Imetnik		Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute		
		Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	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
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 I	87,2	2,6	14,2	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	86,6	2,6	14,0	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	86,5	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	85,2	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 delničke investicijske skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2			
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6			
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9			
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8			
2018 I	-2,4	-1,1	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-1,1	0,8			
II	-2,8	-1,3	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5			
III	-2,1	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0			
IV	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8			

Viri: 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	Do 3 mesecev	3	Do 3 mesecev		6	7	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Izdaje	Odkupi	
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
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	
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2018 I	12,6	11,0	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1	
II	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9	
III	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
IV	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2018 nov.	13,0	11,5	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0	
dec.	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 jan.	12,9	11,3	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
feb.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9	
mar.	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
apr.	13,0	11,5	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1	

Viri: 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 (+)										
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8	
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2018 I	-0,9	1,3	-0,3	-0,4	1,0	-2,9	-2,7	-2,4	2,6	
II	-0,4	1,9	0,0	-0,6	0,8	-2,7	-2,8	-2,0	3,5	
III	-0,3	2,0	0,0	-0,5	0,8	-2,6	-2,6	-2,1	-4,9	
IV	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
Javni dolg										
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5	
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8	
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2018 I	106,4	63,4	9,0	69,3	177,9	98,7	99,5	133,1	92,9	
II	105,9	62,2	8,7	69,2	177,5	98,2	99,2	133,5	102,9	
III	105,3	61,8	8,5	68,7	182,3	98,3	99,5	133,5	110,1	
IV	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,5	132,2	102,5	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 I	-0,4	0,4	1,6	3,0	1,6	-0,6	-0,7	0,4	-0,6	-0,5
II	-0,2	0,7	1,6	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-0,6
III	-0,5	0,6	2,0	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,4
IV	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
Javni dolg										
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 I	35,5	36,0	22,3	49,8	55,1	77,0	125,4	75,5	50,9	59,9
II	36,9	35,0	22,0	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	59,5
III	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	58,8
IV	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2019

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 5. junij 2019.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-19-004-SL-N (pdf)