



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

# Ekonomski bilten

številka 6 / 2024



# Vsebina

<b>Ekonomska, finančna in denarna gibanja</b>	<b>3</b>
Povzetek	3
1    Zunanje okolje	9
2    Gospodarska aktivnost	15
3    Cene in stroški	23
4    Gibanja na finančnih trgih	30
5    Pogoji financiranja in kreditna gibanja	36
6    Javnofinančna gibanja	42
<b>Okvirji</b>	<b>45</b>
1    Rast produktivnosti dela v euroobmočju in ZDA: kratkoročna in dolgoročna gibanja	45
2    Upoštevanje narave pri gospodarski aktivnosti v euroobmočju	50
3    Zakaj so gospodinjstva v euroobmočju še vedno pesimistična in kakšne so posledice za zasebno potrošnjo?	55
4    Ugotovitve iz ankete med vodilnimi podjetji o trendih na trgu dela in uvajanju generativne umetne inteligence	60
5    Nedavna gibanja plač in vloga dodatkov na osnovno plačo	65
6    Likvidnostne razmere in operacije denarne politike od 17. aprila do 23. julija 2024	71
7    Denarna in kreditna dinamika v euroobmočju in primerjava z ZDA	77
<b>Članka</b>	<b>86</b>
1    Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area	86
<b>Box 1</b> Will trade in services continue to act as a buffer for euro area export growth?	94
<b>Box 2</b> Energy cost differentials and euro area competitiveness	97
2    Economic and financial impacts of nature degradation and biodiversity loss	102

<b>Box 1</b> Nature-related risk assessment for Dutch and French financial institutions	112
---	-----

<b>Statistični podatki</b>	<b>117</b>
----------------------------	------------

# Ekonomska, finančna in denarna gibanja

## Povzetek

Svet ECB je na seji 12. septembra 2024 sklenil, da obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestno mero, s katero usmerja naravnost denarne politike – zniža za 25 bazičnih točk. Na podlagi najnovejše ocene Sveta ECB o inflacijskih obetih, dinamiki osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike je bilo primerno, da sprejme naslednji korak pri zmanjševanju stopnje restriktivnosti denarne politike.

Najnovejši podatki o inflaciji so večinoma skladni s pričakovanji, septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB pa potrjujejo prejšnje inflacijske obete. Po projekcijah strokovnjakov ECB bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,5% v letu 2024, 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026, kar je enako kot v junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Inflacija se bo proti koncu letošnjega leta predvidoma zopet zvišala, kar je deloma posledica dejstva, da bodo prejšnji strmi padci cen energentov izpadli iz medletnih stopenj. Zatem naj bi se inflacija v drugi polovici naslednjega leta zniževala proti ciljni ravni Sveta ECB. Kar zadeva osnovno inflacijo, so bile projekcije za leti 2024 in 2025 rahlo popravljene navzgor, saj je storitvena inflacija višja, kot je bilo pričakovano. Obenem strokovnjaki ECB še naprej pričakujejo hitro znižanje osnovne inflacije, in sicer z 2,9% letos na 2,3% v letu 2025 in 2,0% v letu 2026.

Domača inflacija ostaja visoka, saj plače še naprej rastejo z okrepljeno dinamiko. Vseeno se pritiski s strani stroškov dela umirjajo, dobički pa deloma absorbirajo vpliv višjih plač na inflacijo. Pogoji financiranja ostajajo restriktivni, gospodarska aktivnost pa je še naprej oslABLjena, kar je posledica šibke zasebne potrošnje in investicij. Po projekcijah strokovnjakov ECB bo gospodarska rast znašala 0,8% v letu 2024, nato pa se bo okrepila na 1,3% v letu 2025 in 1,5% v letu 2026. To predstavlja rahel popravek navzdol v primerjavi z junijskimi projekcijami, kar je predvsem posledica šibkejšega prispevka domačega povpraševanja v naslednjih nekaj četrletjih.

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

## Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo je po 0,3-odstotni rasti v prvem četrtnetju zabeležilo 0,2-odstotno rast v drugem četrtnetju, kar je manj od predvidevanj v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Rast je izhajala predvsem iz neto izvoza in državne potrošnje. Zasebno domače povpraševanje je oslabilo, saj so gospodinjstva trošila manj, podjetja so zmanjšala investicije, stanovanjske naložbe pa so upadle. Medtem ko so storitve podpirale rast, je bil prispevek industrije in gradbeništva negativen. Po anketnih kazalnikih je okrevanje še naprej pod vplivom nekaterih zaviralnih dejavnikov.

Trg dela ostaja odporen. Stopnja brezposelnosti je julija ostala približno nespremenjena na ravni 6,4%. Obenem se je rast zaposlenosti upočasnila z 0,3% v prvem četrtnetju na 0,2% v drugem četrtnetju. Najnovejši anketni kazalniki nakazujejo nadaljnjo umiritev povpraševanja po delovni sili, medtem ko se je stopnja prostih delovnih mest znižala in se približala ravnem pred pandemijo.

Najnovejši kazalniki nakazujejo, da se bo rast kratkoročno nadaljevala, vendar bo nižja, kot je bilo pričakovano v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Realni razpoložljivi dohodek naj bi se še naprej zviševal, k čemur bo prispevala močna rast plač. To bi skupaj s postopno krepitvijo zaupanja podpiralo okrevanje, ki ga poganja potrošnja. Vseeno pa je impulz iz potrošnje nekoliko šibkejši, kot je bilo predvideno v junijskih projekcijah, saj najnovejši podatki in zadnje ankete kažejo na še vedno oslabiljeno zaupanje potrošnikov in namere gospodinjstev, da povečajo varčevanje. Šibkejši zagon rasti nakazujejo tudi najnovejši podatki o podjetniških naložbah. Kljub temu bosta domače povpraševanje podpirala popuščanje učinkov preteklega zaostrovanja denarne politike in predpostavljena nadaljnja ublažitev pogojev financiranja v skladu s tržnimi pričakovanji o prihodnjem gibanju obrestnih mer. Poleg tega napovedano povečanje zunanjega povpraševanja podpira obete za izvoz euroobmočja. Trg dela naj bi ostal odporen, pri čemer bo stopnja brezposelnosti po pričakovanjih ostala na zgodovinsko nizki ravni. Ker nekateri ciklični dejavniki, zaradi katerih se je v bližnji preteklosti znižala rast produktivnosti, popuščajo, se bo produktivnost v obdobju projekcij po pričakovanjih okrepila. Gledano v celoti bo povprečna letna realna rast BDP v letu 2024 predvidoma znašala 0,8%, nato pa bo v letu 2025 dosegla 1,3% in v letu 2026 1,5%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za rast BDP popravljeni malenkostno navzdol za vsa leta obdobja projekcij.

Javnofinančne in strukturne politike bi morale biti zasnovane tako, da povečujejo produktivnost in konkurenčnost gospodarstva, kar bi prispevalo k temu, da se bo potencialna rast povečala in da se bodo cenovni pritiski v srednjeročnem obdobju zmanjšali. Poročilo o prihodnosti evropske konkurenčnosti, ki ga je pripravil Mario Draghi, ter poročilo o okrepitvi enotnega trga, ki ga je pripravil Enrico Letta, poudarjata veliko nujnost reform in ponujata konkretne predloge o tem, kako to doseči. Če bodo vlade v celoti, transparentno in brez odlašanja izvajale revidirani okvir ekonomskega upravljanja v EU, bodo lažje zmanjšale proračunski primanjkljaj

in javni dolg na vzdržno raven. Vlade bi morale sedaj odločno kreniti v tej smeri v svojih srednjeročnih načrtih za javnofinančno in strukturno politiko.

## Inflacija

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija avgusta znižala na 2,2%, potem ko je julija znašala 2,6%. Cene energentov so se medletno znižale za 3,0%, potem ko so se v prejšnjem mesecu zvišale za 1,2%. Inflacija v skupini hrane se je rahlo zvišala, in sicer na 2,4% v avgustu. Blagovna inflacija in storitvena inflacija sta se gibali v nasprotnih smereh. Blagovna inflacija se je znižala z 0,7% v juliju na 0,4% v avgustu, medtem ko se je storitvena inflacija zvišala s 4,0% na 4,2%.

Večina meril osnovne inflacije je julija ostala približno nespremenjena. Domača inflacija se je le rahlo znižala, in sicer s 4,5% v juniju na 4,4% v juliju, pri čemer so močni cenovni pritiski izhajali predvsem iz plač. Rast dogovorjenih plač bo v preostanku leta ostala visoka in volatilna, saj imajo v nekaterih državah pomembno vlogo enkratna plačila in prilagajanje plač običajno poteka v več zaporednih korakih. Obenem se skupna rast stroškov dela umirja. Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je nadalje umirila, in sicer na 4,3% v drugem četrtletju, kar je četrto zaporedno znižanje, strokovnjaki ECB pa napovedujejo nadaljnjo izrazito upočasnitev naslednje leto. Kljub šibki produktivnosti so stroški dela na enoto proizvoda v drugem četrtletju porasli manj kot v prvem četrtletju, in sicer za 4,6% v primerjavi s 5,2%. Strokovnjaki ECB pričakujejo, da se bo rast stroškov dela na enoto proizvoda v obdobju projekcij še naprej zniževala, k čemu bosta prispevala nižja rast plač in okrevanje produktivnosti. Dobički še naprej deloma absorbirajo inflacijske učinke višjih stroškov dela.

K procesu dezinflacije naj bi prispevala umirjanje pritiskov s strani stroškov dela ter preteklo zaostrovanje denarne politike, ki postopoma vpliva na cene življenjskih potrebščin. Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se giblje na ravni okrog 2%, medtem ko so se tržna merila od seje Sveta ECB, ki je potekala 18. julija 2024, znižala in približala tej ravni.

Potem ko se je nedavno umirila, se bo skupna inflacija v zadnjem četrtletju letošnjega leta po projekcijah nekoliko zvišala, nato pa se bo do konca leta 2025 zopet zniževala do inflacijskega cilja. Pričakovano zvišanje v bližnji prihodnosti večinoma odraža bazne učinke v skupini energentov. V srednjeročnem obdobju naj bi se inflacija v skupini energentov ustalila na nizkih pozitivnih stopnjah ob tržnih pričakovanjih o cenah energetskih surovin in veleprodajnih cenah energentov ter ob načrtovanih javnofinančnih ukrepih v zvezi s podnebnimi spremembami. Inflacija v skupini hrane se je v zadnjih četrtletjih močno znižala, ko so se pritiski iz proizvodne verige zmanjševali zaradi nižjih cen energetskih in prehrabnih surovin. Inflacija v skupini hrane bo predvidoma ostala večinoma nespremenjena, nato pa se bo od konca leta 2025 dalje še dodatno umirila. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih ostala višja od skupne inflacije v skoraj celotnem obdobju projekcij, vendar se bo dezinflacija nadaljevala. Inflacija v skupini storitev je v zadnjih mesecih ostala vztrajno visoka. Vseeno se še vedno pričakuje, da se bo pozneje v obdobju

projekcij postopno zniževala, ker se rast plač in drugi stroškovni pritiski umirjajo, medtem ko se zapoznel vpliv preteklega zaostrovanja denarne politike še naprej preliva v cene življenjskih potrebščin. V zadnjih četrletjih se je nominalna rast plač začela zniževati s povišanih ravni, in to bolj, kot je bilo sprva predvideno. Nadaljnje postopno umirjanje rasti plač se pričakuje v prihodnjih letih, ko bodo še naprej popuščali pritiski na rast plač, povezani s kompenziranjem inflacije, ob pomanjkanju ustrezne delovne sile. Okrevanje rasti produktivnosti naj bi prispevalo k umirjanju pritiskov s strani stroškov dela. Obenem se je rast dobička opazno znižala in bo delno absorbirala prenos stroškov dela v cene, predvsem v bližnji prihodnosti. Gledano v celoti se bo po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB medletna povprečna skupna inflacija predvidoma znižala s 5,4% v letu 2023 na 2,5% v letu 2024, 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema ostajajo obeti glede skupne inflacije nespremenjeni. Inflacija brez energentov in hrane se je v zadnjih mesecih presenetljivo rahlo zvišala, kar je privedlo do majhnega popravka navzgor v letih 2024 in 2025.

## Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so še vedno nagnjena navzdol. Rast v euroobmočju bi lahko zaviralo nižje povpraševanje po izvozu euroobmočja, denimo zaradi šibkejšega svetovnega gospodarstva ali eskalacije trgovinskih napetosti med glavnimi gospodarstvi. Ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu sta glavna vira geopolitičnih tveganj. To bi lahko povzročilo upad zaupanja med podjetji in gospodinjsvi glede prihodnosti ter motnje v svetovni trgovinski menjavi. Rast bi bila lahko nižja tudi v primeru, da bodo zapoznili učinki zaostrovanja denarne politike močnejši, kot se pričakuje. Nasprotno bi bila gospodarska rast lahko višja, če se bo inflacija znižala hitreje, kot je pričakovano, in se bo zaradi zviševanja zaupanja in realnih dohodkov potrošnja povečala bolj, kot je predvideno, ali če bo svetovno gospodarstvo raslo močnejše, kot je pričakovano.

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

## Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se od seje Sveta ECB, ki je potekala 18. julija 2024, izrazito znižale, kar je večinoma posledica šibkejših obetov glede svetovne rasti in zmanjšane zaskrbljenosti glede inflacijskih pritiskov. Napetosti na svetovnih trgih

med poletjem so povzročile začasno zaostritev finančnih pogojev v bolj tveganih tržnih segmentih.

Gledano v celoti ostajajo stroški financiranja restriktivni, saj pretekli dvigi obrestnih mer denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, še vedno napredujejo po transmisijski verigi. Povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem in nova hipotekarna posojila so ostale julija visoke na ravni 5,1% oziroma 3,8%.

Rast kreditov je ob šibkem povpraševanju še naprej šibka. Bančna posojila podjetjem so julija medletno porasla za 0,6%, kar je rahlo manj kot junija, medtem ko se je rast posojil gospodinjstvom rahlo povečala na 0,5%. Široki denar – merjen z denarnim agregatom M3 – se je julija povečal za 2,3%, kar je enaka stopnja rasti kot junija.

## Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na seji 12. septembra 2024 sklenil, da obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita zniža za 25 bazičnih točk. Obrestna mera za mejni depozit je obrestna mera, s katero Svet ECB usmerja naravnost denarne politike. Kot je že bilo napovedano 13. marca 2024 po reviziji operativnega okvira, je bil razmik med obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja in obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita določen v višini 15 bazičnih točk. Razmik med obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila in obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja pa je ostal nespremenjen v višini 25 bazičnih točk. Obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita je bila zato znižana na 3,50%. Obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila pa sta bili znižani na 3,65% oziroma 3,90%. Spremembe so začele veljati 18. septembra 2024.

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

Eurosistem ne investira več ponovno vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), tako da se portfelj tega programa zmanjšuje za povprečno 7,5 milijarde EUR na mesec. Svet ECB namerava ponovno investiranje v okviru programa PEPP končati ob koncu leta 2024.

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

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



## Zaključek

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

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

## 1 Zunanje okolje

*V drugem četrtletju 2024 je bila svetovna gospodarska rast vztrajna in naj bi tudi v tretjem četrtletju ostala stabilna. Toda najnovejši podatki kažejo, da se predelovalne dejavnosti upočasnjujejo, denarna politika pa je še vedno restriktivna. Ti signali skupaj s povečanimi geopolitičnimi napetostmi in volatilnostjo na finančnih trgih kažejo, da se lahko dejavniki, ki zavirajo rast, v bližnji prihodnosti okrepijo. Obeti glede svetovne gospodarske rasti in inflacije, kot se kažejo v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, so v primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema na splošno nespremenjeni. Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos okrevala in zatem naraščala bolj v skladu s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Za leto 2024 je bila svetovna trgovinska menjava popravljena rahlo navzgor zaradi boljših rezultatov v drugem četrtletju, vendar kratkoročni obeti iz septembrskih projekcij kažejo, da se močna rast iz drugega četrtletja ne bo ohranila. Inflacija v vseh največjih razvitih gospodarstvih in v nastajajočih tržnih gospodarstvih naj bi se v obdobju projekcij postopno znižala.*

**Svetovna gospodarska rast je še vedno pozitivna, vendar se lahko zaviralni dejavniki v bližnji prihodnosti okrepijo.** Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti (brez euroobmočja), ki je julija znašal 53,0, se je avgusta zvišal na 53,2. K temu je prispevala nadpovprečna raven indeksa proizvodnje v storitvenem sektorju, medtem ko se je indeks v predelovalnih dejavnostih znižal na raven tik nad nevtralnimi pragom (graf 1).<sup>1</sup> Znižanje je bilo posledica izrazite upočasnitve aktivnosti v predelovalnih dejavnostih v ZDA avgusta, medtem ko se je proizvodnja na Kitajskem avgusta po močnem padcu v prejšnjem mesecu nekoliko izboljšala. Iz najnovejših kvantitativnih in kvalitativnih podatkov je razvidno, da se svetovni cikel predelovalnih dejavnosti ob še vedno restriktivni denarni politiki in zmerni rasti plač upočasnjuje. Ti signali skupaj s povečanimi geopolitičnimi napetostmi in nedavno volatilnostjo na svetovnih finančnih trgih kažejo, da se lahko dejavniki, ki zavirajo svetovno gospodarsko rast, v bližnji prihodnosti okrepijo. Ocenjuje se, da se je svetovni BDP v drugem četrtletju povečal za 0,7%, kar je nekoliko manj kot v prvem četrtletju. Kljub temu je bil še vedno skladen z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema in naj bi v tretjem četrtletju ostal stabilen.

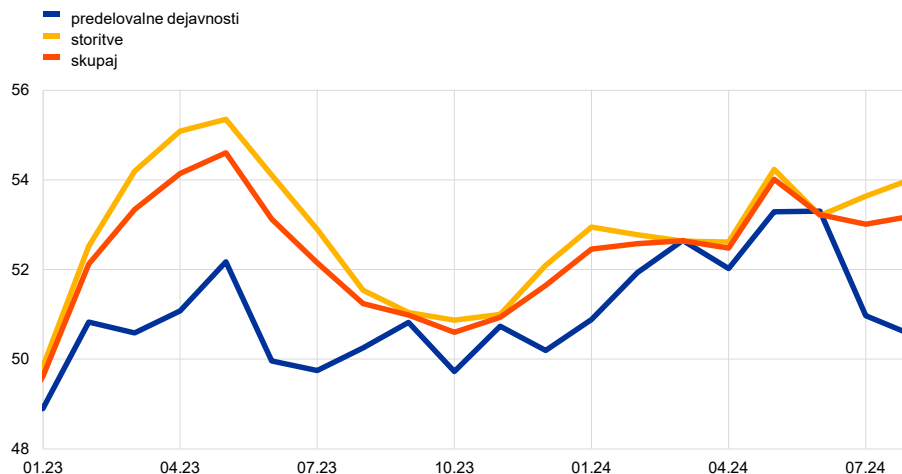
---

<sup>1</sup> Ker to poglavje obravnava dogajanja v zunanjem okolju euroobmočja, vse navedbe svetovnih oziroma globalnih agregatov ekonomskih kazalnikov ne zajemajo euroobmočja.

## Graf 1

### Svetovni indeks PMI – gospodarska aktivnost

(difuzijski indeksi)



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2024.

#### Po napovedih naj bi bila svetovna gospodarska rast zmerna, kar pomeni, da je v primerjavi z junijskimi projekcijami na splošno nespremenjena.

Svetovni realni BDP naj bi se po 3,5-odstotni rasti v letu 2023 povečal za 3,4% v letih 2024 in 2025 ter za 3,3% v letu 2026. Rahla upočasnitev rasti v obdobju projekcij kaže vpliv popuščanja dejavnikov, ki spodbujajo zasebno potrošnjo, v okolju s še vedno restriktivno naravnano denarno politiko v prvih letih obdobja projekcij, povečanimi geopolitičnimi napetostmi in večjo negotovostjo glede ekonomskih politik. V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila rast svetovnega realnega BDP v obdobju projekcij popravljena za 0,1 odstotne točke navzgor. To odraža nekoliko močnejšo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih v letu 2024 in višjo rast ameriškega gospodarstva v letih 2025–2026. Slednje je povezano s pozitivnim učinkom neto migracij, ki je večji od predhodnih ocen, in s predpostavko, da bo znižanje davkov za gospodinjstva z nižjimi dohodki iz leta 2017 podaljšano, saj je to navedeno v volilnih programih obeh predsedniških kandidatov.

#### Rast svetovne trgovinske menjave se je v drugem četrtletju močno okrepila zaradi povečanja uvoza blaga v razvitih gospodarstvih.

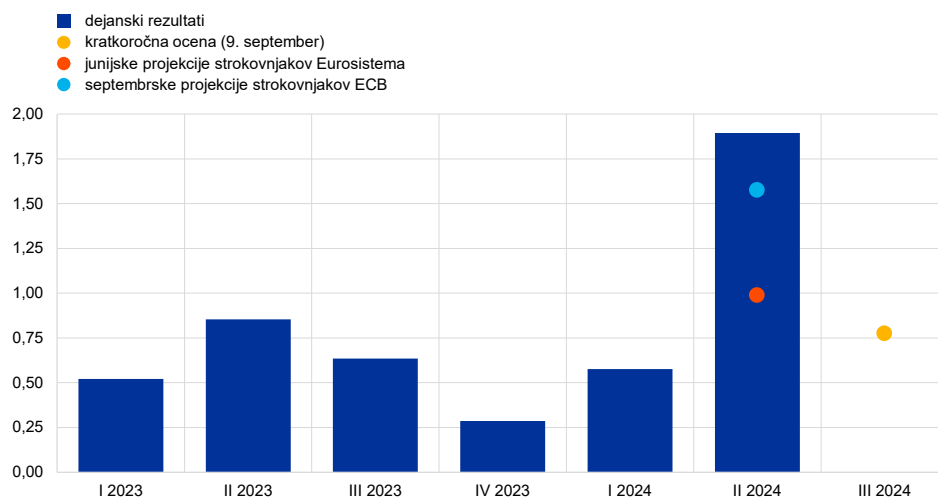
Svetovni uvoz je v drugem četrtletju medčetrletno poskočil za 1,9%, kar več kot trikrat presega raven na začetku letošnjega leta in je precej nad junijskimi projekcijami. K močni rasti je pripomogla okrepitev uvoza v razvitih gospodarstvih iz Kitajske in drugih azijskih gospodarstev v vzponu. Mesečni podatki o trgovinski menjavi kažejo, da so podjetja zaloge za božične praznike obnovila približno šest tednov prej kot v običajnem letu, kar je verjetno odraz strahu pred ponovnim pojavom ozkih grl v dobavnih verigah in trgovinskimi napetostmi zaradi vse večjih geopolitičnih tveganj. Medtem ko so podatki o svetovni trgovinski menjavi še vedno volatilni, septembrske projekcije kažejo, da se tako močna rast v bližnji prihodnosti ne bo nadaljevala, saj se bo učinek zgodnejšega polnjenja zalog zmanjšal.<sup>2</sup> To je v skladu s signali iz orodja ECB

<sup>2</sup> Če bodo zgodnejši nakupi s strani podjetij zadoščali za zadovoljitev povpraševanja potrošnikov, bi se lahko tudi svetovna trgovinska menjava v bližnji prihodnosti izkazala za šibkejšo.

za kratkoročno napovedovanje, ki vključuje kvantitativne in kvalitativne podatke o svetovni trgovini (graf 2). Na upočasnitev trgovinske menjave v tretjem četrtletju denimo kaže manj izvoznih naročil, ki jih nakazujejo ankete PMI, in ocene prihodkov v trgovini, ki temeljijo na premikih plovil. Kljub temu naj bi normalizacija cikla zalog in ugodnejša sestava povpraševanja še vedno podpirali trgovinska gibanja proti koncu leta.

## Graf 2 Svetovni uvoz

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: nacionalni viri (prek Haver Analytics) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Svetovni agregat ne vključuje euroobmočja. Kratkoročne ocene se nanašajo na dinamični faktorski model, ki temelji na 30 mesečnih spremenljivkah, ki zajemajo industrijsko proizvodnjo, prodajo na drobno, trgovino, trg dela, ankete in stanovanja. Zadnji podatki se nanašajo na oceno za avgust 2024.

**Svetovna trgovinska menjava bo po projekcijah letos okrevala in zatem v preostanku obdobja projekcij naraščala bolj v skladu s svetovno gospodarsko aktivnostjo.** Po obdobju s šibko dinamiko rasti se je svetovna trgovinska menjava v obdobju po pandemiji zaradi preusmeritve povpraševanja od blaga k storitvam ob prelomu leta okrepila, k okrevanju pa je prispevalo tudi povečanje uvoza v razvitih gospodarstvih v drugem četrtletju. Na splošno naj bi svetovna rast uvoza letos znašala 3,1%, kar je 0,5 odstotne točke nad junijskimi projekcijami. To je posledica predvsem močnejšega zagona v drugem četrtletju, medtem ko bo četrtletna rast v drugi polovici leta 2024 ostala nespremenjena. Svetovna rast uvoza naj bi se leta 2025 povečala na 3,4%, leta 2026 pa na 3,3%.

**Najnovejši podatki kažejo, da se bo postopna dezinflacija nadaljevala ne glede na rahlo povečanje inflacije, ki je bilo zabeleženo julija.** Skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), je julija v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) znašala 3,0%, medtem ko je bila junija na ravni 2,8%.<sup>3</sup> Tudi osnovna inflacija (brez energentov in hrane) se je julija nekoliko zvišala, in sicer na 3,2%, junija pa je znašala 3,1%. Zmanjševanje dinamike skupne inflacije, merjene z indeksom CPI, ki se ugotavlja kot 3-mesečna sprememba

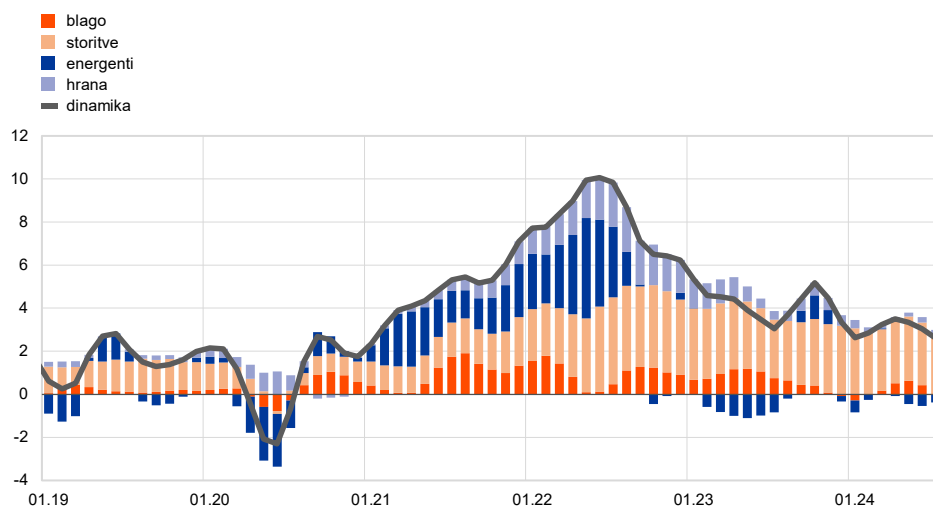
<sup>3</sup> Turčija ni vključena v agregate OECD, ki kažejo skupno in osnovno inflacijo, saj raven inflacije ostaja dvomestna. Skupna in osnovna inflacija, merjeni z indeksom CPI, bi sicer v državah članicah OECD, vključno s Turčijo, julija 2024 znašali 5,4% (5,6% junija) oziroma 5,4% (5,9% junija).

v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, preračunano na letno raven, nakazuje, da se bo dezinflacija v državah OECD v bližnji prihodnosti nadaljevala (graf 3), kar je posledica sedanjega ohlajanja trgov dela v večjih gospodarstvih.

### Graf 3

#### Zagon skupne inflacije (CPI) v državah OECD

(3-mesečna sprememba glede na prejšnje tri mesece na letni ravni v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Prispevki skupin k zagonu skupne inflacije v državah OECD, predstavljeni v grafu, so izračunani od spodaj navzgor iz razpoložljivih podatkov za posamezne države, ki skupaj predstavljajo 84% agregata OECD. Blagovna inflacija je izračunana kot prispevek vsega blaga minus prispevek energentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2024.

**Cene nafte so se od zadnje seje Sveta ECB znižale, evropske cene plina pa zvišale.** Cene surove nafte Brent so se v primerjavi z ravnimi v času zadnje seje Sveta ECB znižale za skoraj 10%. To je posledica vrste dejavnikov, med katerimi je na strani povpraševanja padec uvoza surove nafte na Kitajsko na najnižjo raven v zadnjih letih zaradi šibke gospodarske aktivnosti. K nižjim cenam surove nafte je prispevalo tudi negativno dožemanje tveganj po razprodaji na trgih v začetku avgusta, medtem ko so novice na strani ponudbe, povezane z napetostmi na Bližnjem vzhodu in izpadi na libijskih naftnih poljih, spodbujale rast cen surove nafte. Evropske cene plina so se zaradi geopolitičnih negotovosti zvišale za 17,7%. Med njimi sta tudi stopnjevanje napetosti na Bližnjem vzhodu in vdor ukrajinske vojske na rusko ozemlje. Slednje je povzročilo strahove vlagateljev pred morebitnimi motnjami v dobavi plina na tranzitni poti prek Ukrajine.

**V ZDA je gospodarska aktivnost ob trenutnem prilagajanju na trgu dela in postopnem zniževanju inflacije še vedno močna.** Realni BDP se je v drugem četrtletju ob podpori močnega domačega povpraševanja in zalog, ki so več kot izničile negativne učinke znatnega povečanja uvoza, povečal za 0,7%. Aktivnost je podpirala močna zasebna potrošnja. Visokofrekvenčni kazalniki kažejo na vzdržno, čeprav rahlo padajočo rast v bližnji prihodnosti, brez znakov neposredne recesije. Strahovi na trgih pred morebitno recesijo so se povečali avgusta po julijskem poročilu o zaposlenosti v ZDA in posledični volatilnosti na svetovnih finančnih trgih, ki pa se je zatem umirila. Kratkoročne napovedi strokovnjakov ECB in napovedi, ki so jih objavile regionalne centralne banke v ZDA, kažejo na rahlo upočasnitev rasti v

tretjem četrtletju, kar je skladno z zapoznelimi učinki restriktivne denarne politike ameriške centralne banke na gospodarsko aktivnost. Ameriški trg dela se je še naprej umirjal, vendar je na splošno ostal zdrav. Avgustovsko povečanje zaposlenosti v nekmetijskem sektorju je bilo nekoliko pod tržnimi pričakovanji in povprečnim mesečnim povečanjem v zadnjih 12 mesecih. Hkrati se je stopnja brezposelnosti rahlo znižala (na 4,2%), medtem ko se stopnja aktivnosti prebivalstva ni spremenila. Medletna skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je avgusta znižala nekoliko bolj, kot je bilo pričakovano, in sicer z julijskih 2,9% na 2,5%. To je bilo najmanjše povečanje medletne skupne inflacije od marca 2021. Medletna osnovna inflacija, merjena z indeksom CPI, pa je avgusta znašala 3,2% in se v primerjavi z julijem ni spremenila.

### **Gospodarska aktivnost na Kitajskem se umirja, medtem ko nova nepremičninska podpora še ni stabilizirala stanovanjskega trga.**

Realna rast BDP se je v drugem četrtletju občutno zmanjšala, in sicer z 1,5% v prvem četrtletju na 0,7%, saj se je zaradi poslabšanja razmer na nepremičninskem trgu zmanjšala zasebna potrošnja, učinek programa spodbud ob koncu leta 2023 pa je popustil. Julijski podatki o gospodarski aktivnosti so bili večinoma slabi kljub posameznim pozitivnim signalom v nekaterih predelovalnih dejavnostih in izvozu. Rast prodaje v trgovini na drobno je bila umirjena, industrijska proizvodnja pa se je še dodatno upočasnila. Poleg tega so bile naložbe v osnovna sredstva še vedno šibke, saj so se naložbe v nepremičnine zmanjšale kljub razmeroma obsežnim naložbam v predelovalne dejavnosti in infrastrukturo. Izvoz je ostal najpomembnejši dejavnik rasti, k čemur je prispeval padec izvoznih cen. Medletna rast nominalnega izvoza je bila julija še vedno visoka, čeprav se je umirila bolj, kot je bilo pričakovano. Kitajski proizvajalci so zabeležili znatno povečanje obsega izvoza v vseh glavnih kategorijah izdelkov, saj so vse nižje izvozne cene pripomogle h konkurenčnosti. Nepremičninski trg še vedno ne kaže znakov, da bi dosegel najnižjo točko, zato zavira rast, medtem ko novi sveženj politik, napovedan sredi maja, in prejšnji ukrepi še nimajo učinka. Kitajske oblasti so glede na precej neugodne obete za rast vse bolj zaskrbljene, da ne bodo dosegle zastavljene ciljne vrednosti rasti »okoli 5%«, zato je politbiro Komunistične partije Kitajske 30. julija pozval k sprejetju več ukrepov v podporo potrošnji. Kitajska skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je avgusta nekoliko povečala, medtem ko sta se osnovna inflacija in rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih še nadalje zniževali. Omejeno domače povpraševanje, predvsem na področju zasebne potrošnje, ki je posledica zaviralnih dejavnikov na trgu nepremičnin in nizkih industrijskih cen, kaže, da bodo inflacijski pritiski v kitajskem gospodarstvu še naprej umirjeni.

### **V Združenem kraljestvu se je realna rast BDP v drugem četrtletju močno okrepila, povečala se je tudi inflacija.**

Realni BDP se je v drugem četrtletju 2024 povečal za 0,6%, kar je le nekoliko manj kot 0,7% v prvem četrtletju. Po plitvi tehnični recesiji v lanskem letu se je britansko gospodarstvo v prvi polovici letošnjega leta zaradi domačega povpraševanja presenetljivo okrepilo. Uvoz, zlasti iz nastajajočih trgov, se je naglo povečal, kar je verjetno odraz oblikovanja zalog, ki se kaže tudi na svetovni ravni. Gospodarska rast naj bi se v drugi polovici letošnjega leta umirila. Kljub trenutni močni gospodarski aktivnosti se bo rast zaradi nadaljevanja restriktivne fiskalne in denarne politike predvidoma zmanjšala. Nova

laburistična vlada se je zavezala, da bo spoštovala dolgoletna fiskalna pravila, kar omejuje možnosti za spodbujanje povpraševanja. Kar zadeva denarno politiko, so se realne obrestne mere precej zvišale, saj se je inflacija v zadnjih mesecih približala ciljni vrednosti britanske centralne banke. Kljub negativnim dejavnikom se pojavljajo nekatera navzgor usmerjena tveganja, ki izhajajo iz sedanje odpornosti gospodinjstev in podjetij. Ker se stopnja varčevanja še vedno povečuje, realne plače pa rastejo, k čemur prispevata močna rast plač in le majhno povečanje brezposelnosti, lahko britanska gospodinjstva kljub restriktivni politiki povečujejo porabo. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je junija povečala na 2,2%, potem ko je bila maja in junija na ravni 2,0%. Povečanje je bilo pričakovano in je odražalo zmanjšanje negativnih baznih učinkov pri cenah energentov. Osnovna inflacija, merjena z indeksom CPI (brez energentov in hrane), ki je junija znašala 3,5%, se je julija znižala na 3,3%, in sicer zaradi znižanja inflacije v skupini storitev. Umirjanje inflacije v skupini storitev je bilo večje, kot so pričakovali trgi in britanska centralna banka, in delno odraža postopno izzvanevanje sekundarnih učinkov visokih cen energentov. Navzgor usmerjena tveganja, ki bi lahko ogrozila proces dezinflacije, kljub temu ostajajo, saj je bila inflacija v skupini storitev v letošnjem letu višja od pričakovane. Britanska centralna banka je julija z znižanjem obrestne mere s 5,25% na 5,0% začela podatkovno podprt cikel rahljanja denarne politike.

## 2 Gospodarska aktivnost

*Gospodarska rast, ki je bila v prvem četrtnetu 2024 0,3-odstotna, je v drugem četrtnetu znašala 0,2%, kar je bilo manj od napovedane rasti v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje. Neto trgovinska menjava je k rasti v drugem četrtnetu prispevala pozitivno, medtem ko se je prispevek domačega povpraševanja zmanjšal. Iz najnovejših informacij je razvidno, da se bo rast v tretjem četrtnetu 2024 nadaljevala, vendar bo počasna. Rezultati anket o poslovnih tendencah so se nekoliko poslabšali, k čemur je dodatno prispevalo slabše razpoloženje na trgu dela. Kar zadeva posamezne sektorje, so storitvene dejavnosti še naprej glavni dejavnik okrevanja, potem ko so v tretjem četrtnetu nanje močno spodbudno vplivale olimpijske igre v Parizu. Hkrati je aktivnost v industriji ob veliki negotovosti še naprej šibka, in sicer tako z vidika proizvodnje kot tudi naročil. V prihodnjem obdobju naj bi realni BDP ob nadaljnjem povečevanju realnega dohodka, krepitvi tujega povpraševanja in pojemanju zaviralnih učinkov zaostrene denarne politike še naprej okrevale. Nadaljnja rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi podpirala zasebno potrošnjo, ki naj bi postala glavno gonilo rasti od druge polovice leta 2024 dalje. Še vedno odporen trg dela naj bi skupaj z vse večjim zaupanjem potrošnikov in vse manjšo negotovostjo spodbudno vplival tudi na potrošnjo gospodinjstev.*

*Podobne obete kažejo septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,8%, v letu 2025 naj bi se okrepila na 1,3%, v letu 2026 pa na 1,5%.<sup>4</sup>*

**Po Eurostatovi najnovejši oceni se je realni BDP v drugem četrtnetu 2024 medčetrtnetno povečal za 0,2%, potem ko se je v prejšnjem četrtnetu povečal za 0,3% (graf 4).** Neto trgovinska menjava je k rasti v drugem četrtnetu prispevala pozitivno, domače povpraševanje negativno, prispevek sprememb zaloga pa je bil nevtralen. K povečanju skupne dodane vrednosti so v celoti prispevale storitvene dejavnosti, v industriji in gradbeništvu pa se je aktivnost zmanjšala.

---

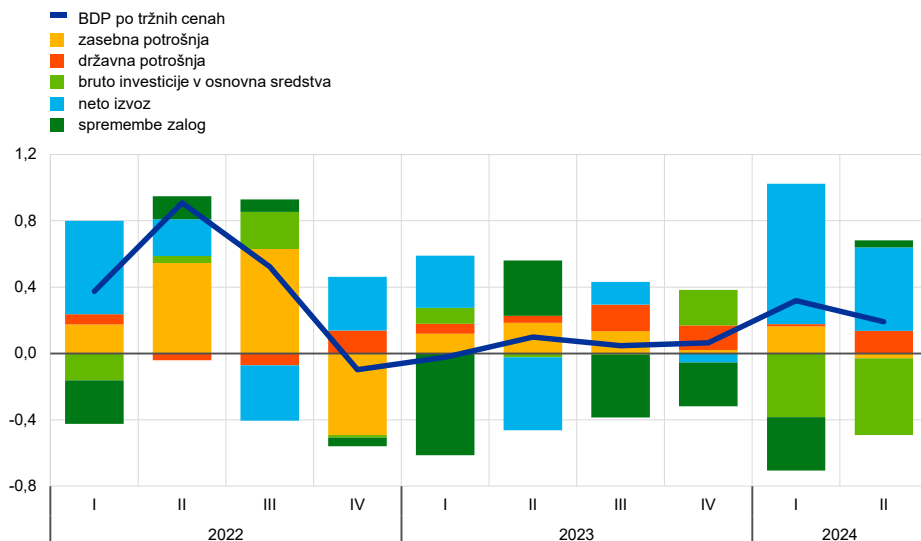
<sup>4</sup> Glej »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 12. septembra 2024 na spletnem mestu ECB.



## Graf 4

### Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024.

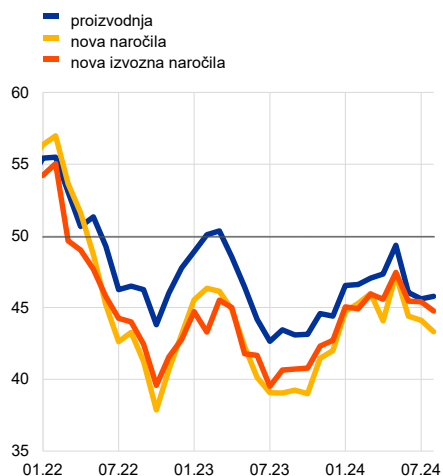
**Anketni podatki kažejo, da so rast v tretjem četrletju 2024 še naprej poganjale storitve.** Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti je julija in avgusta v povprečju znašal 50,6, v drugem četrletju 2024 pa 51,6. Indeks, ki še naprej označuje rast, se torej neprekinjeno zvišuje vse od oktobra 2023, čeprav se je v zadnjem času znižal. Kar zadeva posamezne sektorje, je bil kazalnik PMI za predelovalne dejavnosti julija in avgusta vseskozi v območju krčenja, s čimer se je zviševanje, ki se je začelo lansko poletje, prenehalo (graf 5, slika a). Indeks o novih naročilih, ki naj bi bil bolj usmerjen v prihodnost, se je gibal podobno. Ti kazalniki na splošno pomenijo, da bo v prihodnje ob umirjenem povpraševanju po blagu in vplivu preteklega zaostrovanja denarne politike gospodarska aktivnost še naprej šibka. Iz podatkov indeksa PMI o storitvenih dejavnostih, na katerih je do zdaj temeljilo okrevanje gospodarske aktivnosti, je še naprej razvidna pozitivna rast poslovne aktivnosti in novih poslov (graf 5, slika b). Na storitvene dejavnosti je pozitivno vplivala tudi okrepljena potrošnja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov na račun letošnjih olimpijskih iger v Parizu. Na podlagi gibanj indeksa PMI je mogoče sklepati, da bodo razlike med sektorji verjetno kratkoročno vztrajale.

## Graf 5

### Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

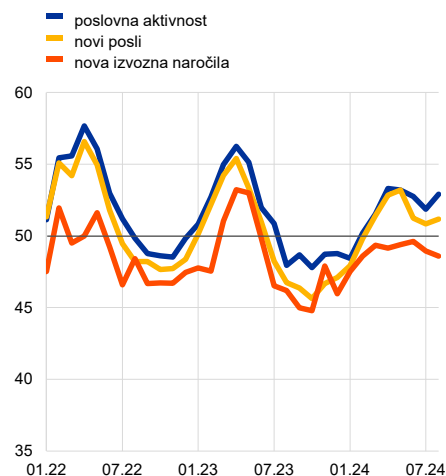
#### (a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)



#### (b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global Market Intelligence.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2024.

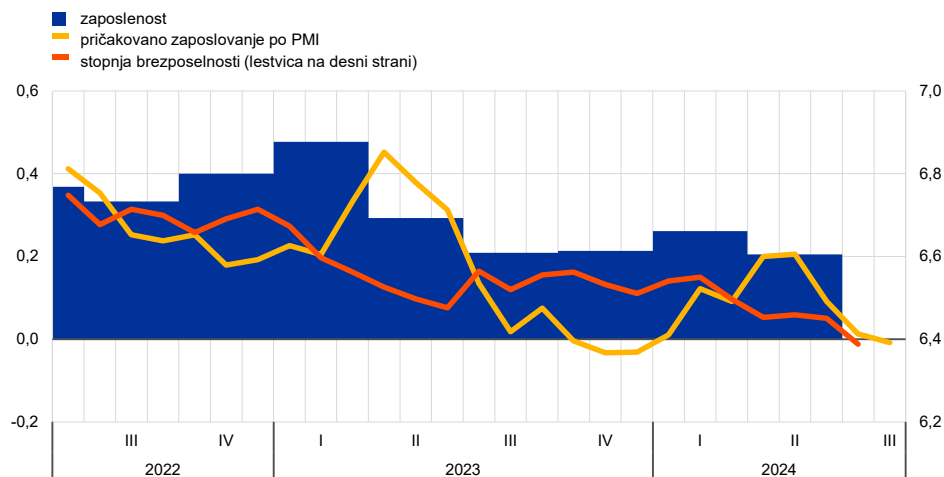
**Rast zaposlenosti se je v drugem četrtnetu 2024 upočasnila.** Zaposlenost se je v drugem četrtnetu leta povečala za 0,2% (graf 6, slika a) predvsem zaradi nadaljnje, čeprav vse počasnejše rasti obsega delovne sile. Produktivnost na zaposlenega in povprečno število opravljenih delovnih ur sta v drugem četrtnetu 2024 ostala stabilna. Stopnja brezposelnosti se je malenkostno znižala (s 6,5% v juniju na 6,4% v juliju), k čemur sta prispevala manjše število brezposelnih in upočasnjevanje rasti obsega delovne sile. Povpraševanje po delavcih se je nekoliko zmanjšalo z visokih ravni, doseženih po pandemiji, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v drugem četrtnetu znižala na 2,6%, kar je 0,3 odstotne točke manj kot v prejšnjem četrtnetu in bližje najvišji vrednosti pred pandemijo.

## Graf 6

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

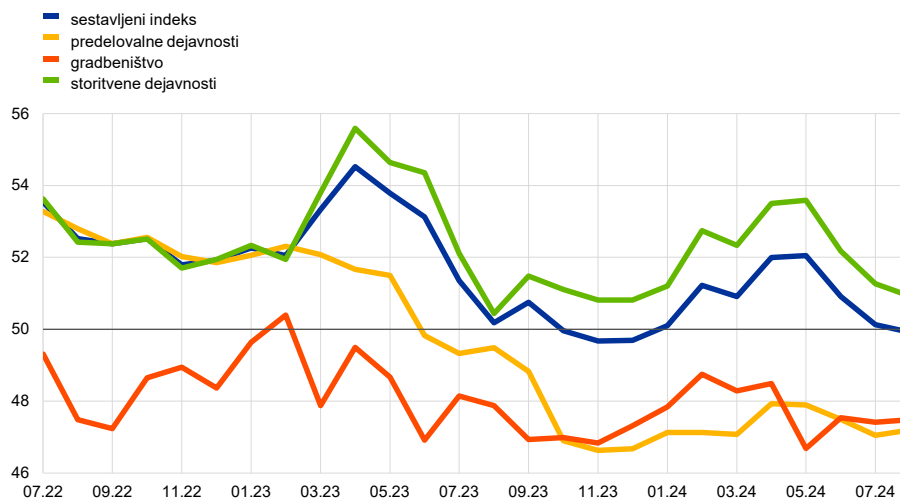
### (a) Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti

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



### (b) Sektorski PMI o zaposlovanju

(difuzijski indeksi)



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

Opombe: Na sliki a črta označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se ocenijo medčetrletne rasti zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 pri zaposlenosti, na avgust 2024 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na julij 2024 pri stopnji brezposelnosti. Na sliki b se zadnji podatki nanašajo na avgust 2024.

**Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je rast zaposlenosti v tretjem četrletju 2024 le skromna.** Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju je avgusta ostal večinoma nespremenjen (49,9) in je bil rahlo nižji kot julija (50,1), kar pomeni, da se bo rast zaposlenosti verjetno še naprej upočasnjevala (graf 6, slika b). Kazalnik PMI za storitvene dejavnosti se je znižal z 51,3 v juliju na 50,9 v avgustu, medtem ko sta se kazalnika PMI za predelovalne dejavnosti in gradbeništvo rahlo zvišala, a sta ostala v območju krčenja.

### **Zasebna potrošnja je v drugem četrtletju 2024 oslabela, vendar naj bi se**

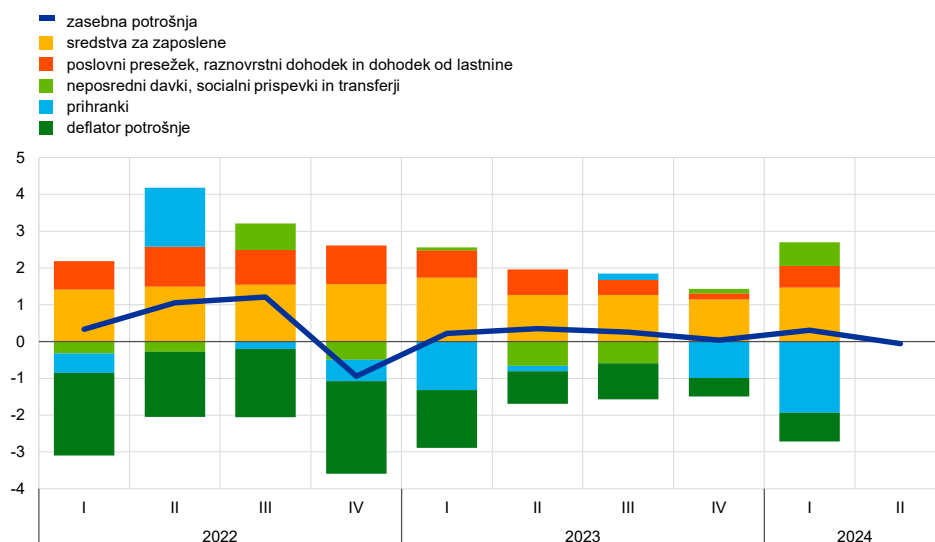
**okrepila.** Zasebna potrošnja se je v drugem četrtletju 2024 malenkostno zmanjšala, potem ko je v prejšnjih četrtletjih dosegala šibko povprečno rast. Umirjeno gibanje rasti zasebne potrošnje je v nasprotju z izrazitim izboljšanjem kupne moči gospodinjstev od konca leta 2023, ki je posledica nižje inflacije ter zviševanja dohodka od dela in dohodka, ki ne izhaja iz dela (graf 7, slika a). Povečanje dohodka je spodbudno vplivalo na povečanje prihrankov gospodinjstev, ki so, kot kaže, tudi posledica strožjih pogojev financiranja (z visokimi obrestnimi merami in še vedno visokimi kreditnimi standardi za potrošniška posojila) in šibkega zadolževanja, pa tudi manjše potrebe po uporabi prihrankov v okolju odpornega trga dela. Poleg tega je še vedno prisotna negotovost, zaupanje potrošnikov pa ostaja šibko (glej okvir 3). Najnovejši anketni podatki kažejo, da se bo potrošnja gospodinjstev v bližnji prihodnosti povečala. Kazalnika Evropske komisije o pričakovanjih glede povpraševanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov in pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno za naslednje tri mesece sta se avgusta izboljšala, pri čemer je prvi ostal višji od povprečne ravni pred pandemijo, drugi pa se ji je približal (graf 7, slika b). Tudi iz pričakovanj potrošnikov glede večjih nakupov v naslednjih dvanajstih mesecih, ki so se julija povečala nad raven pred pandemijo, avgusta pa ostala blizu te ravni, je razvidno, da se povpraševanje potrošnikov krepi. Podobno je iz najnovejše ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev razvidno povečevanje nagnjenosti k potrošnji večjih dobrin v naslednjih dvanajstih mesecih, medtem ko so bili pričakovani nakupi počitnic še vedno veliki.

## Graf 7

Razčlenitev rasti zasebne potrošnje ter pričakovanja glede storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov, trgovine na drobno in večjih nakupov

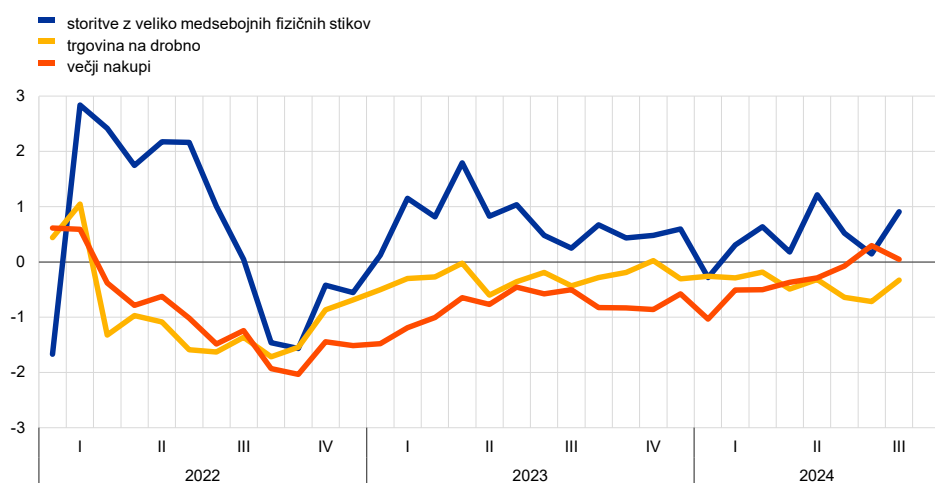
### (a) Razčlenitev rasti zasebne potrošnje

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



### (b) Pričakovanja

(standardizirana ravnotežja v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

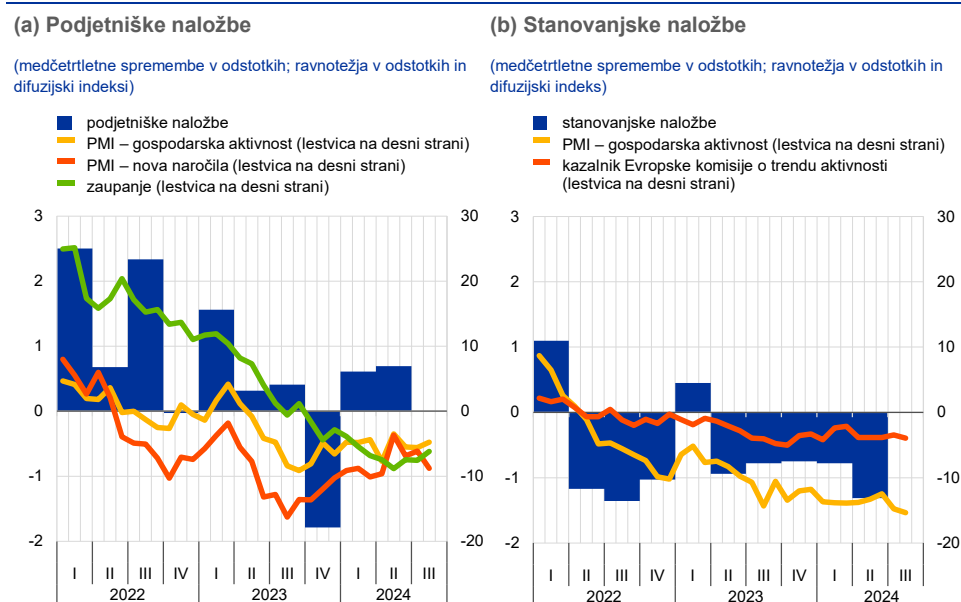
Opombe: Na sliki a se zadnji podatki nanašajo na drugo četrtnje 2024 pri zasebni potrošnji in na prvo četrtnje 2024 pri prispevkih. Na sliki b se pričakovanja glede povpraševanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov in pričakovanja glede poslovanja v trgovini na drobno nanašajo na naslednje tri mesece, pričakovanja potrošnikov glede večjih nakupov pa na naslednjih dvanajst mesecev. Prva časovna vrsta je zaradi razpoložljivosti podatkov standardizirana za obdobje januar 2005–2019, medtem ko sta drugi dve vrsti standardizirani za obdobje 1999–2019; »storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov« vključujejo nastanitvene storitve, storitve potovanj in storitve prehrane. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2024.

**Podjetniške naložbe so se v drugem četrtnju 2024 skromno povečale, v drugi polovici leta pa se bodo verjetno povečale še manj.** Negradbene naložbe brez neopredmetenih naložb na Irskem so se v drugem četrtnju 2024 povečale za 0,7% (z upoštevanjem neopredmetenih naložb na Irskem pa so se zmanjšale za 3,7%). Kratkoročni kazalniki, ki so na voljo do avgusta, kažejo nadaljnjo šibko dinamiko v sektorju proizvodov za investicije (graf 8, slika a): indeks PMI o gospodarski aktivnosti se letos večinoma ni spreminjal, kazalnik Evropske komisije o zaupanju pa

se je v zadnjih mesecih zvišal z nizke ravni. V prihodnost usmerjeni kazalniki za sektor, kot je avgustovski indeks PMI o novih naročilih, so se znižali. Naložbe naj bi zaviralo šibko povpraševanje v bližnji prihodnosti ob upadu izkoriščenosti zmogljivosti in še vedno veliki negotovosti. Iz ankete Komisije za tretje četrletje 2024, objavljene julija, je razvidno, da povpraševanje manj podpira proizvodnjo v sektorju proizvodov za investicije kot v preteklosti. Podatki anket Komisije, ki odražajo zmanjševanje izkoriščenosti zmogljivosti ter oceno, da sta prostor in oprema dejavnika, ki vse manj omejujeta proizvodnjo v gospodarstvu, kažejo, da se je zmanjšala tudi takojšnja potreba po povečanju naložb. Načrtovane naložbe bi bile lahko odložene tudi zaradi velike negotovosti in geopolitičnih tveganj. Podjetniške naložbe naj bi se v srednjeročnem obdobju še naprej povečevale, spodbujali pa jih bodo napovedano povečevanje povpraševanja, pojemajoči vpliv strogih pogojev financiranja ter potrebe po obsežnih zelenih in digitalnih naložbah.

### Graf 8

#### Dinamika realnih naložb in anketni podatki



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

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Črte, ki označujejo indekse PMI, se nanašajo na odgovore sektorja proizvodov za investicije. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 pri podjetniških naložbah in na avgust 2024 pri vseh drugih postavkah. Na sliki b se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na tehtano povprečje ocene sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, prilagojeno tako, da ima enak standardni odklon kot indeks PMI. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 pri stanovanjskih naložbah ter na avgust 2024 pri PMI o gospodarski aktivnosti in kazalniku Evropske komisije o trendu aktivnosti.

#### Stanovanjske naložbe so se v drugem četrletju 2024 precej zmanjšale, zmanjševale pa naj bi se tudi v kratkoročnem obdobju, čeprav počasneje.

Stanovanjske naložbe v euroobmočju so se v drugem četrletju 2024 zmanjšale za 1,3%, obseg opravljenih del v gradnji stavb in opravljenih specializiranih gradbenih del pa je upadel za 0,2%. Anketni kazalniki gospodarske aktivnosti kažejo, da so se stanovanjske naložbe v tretjem četrletju 2024 dodatno zmanjšale, pri čemer sta kazalnik PMI o stanovanjski gradnji in kazalnik Evropske komisije o aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del v zadnjih treh mesecih ostala

v območju krčenja do avgusta (graf 8, slika b). Vendar pa se bo zmanjševanje stanovanjskih naložb verjetno upočasnilo. Iz ankete Komisije je razvidno, da so se v tretjem četrtletju 2024 kratkoročne namere gospodinjstev glede obnove in nakupa ali gradnje stanovanj še povečale. Hkrati je iz ankete ECB o pričakovanih gospodinjstev razvidno, da se je delež gospodinjstev, ki menijo, da so stanovanja dobra naložba, v juliju ob stabilizaciji pričakovanj glede obrestnih mer še naprej povečeval. Poleg tega so banke v julijski anketi o bančnih posojilih navedle, da v tretjem četrtletju letošnjega leta pričakujejo nadaljnje povečanje povpraševanja po stanovanjskih posojilih. Vse to pomeni, da se povpraševanje po stanovanjih postopoma povečuje, zaradi česar naj bi se zmanjševanje stanovanjskih naložb sčasoma ustavilo.

**Rast izvoza euroobmočja se je v drugem četrtletju 2024 izrazito umirila.** Po povečanju v prvem četrtletju se je rast izvoza euroobmočja v drugem četrtletju 2024 medčetrtletno zmanjšala na 0,1% (brez upoštevanja Irske zaradi velike volatilnosti podatkov). Upočasnitev rasti je odraz vztrajnih izzivov konkurenčnosti, s katerimi se tudi ob okrevanju svetovnega povpraševanja spopadajo izvozniki euroobmočja. Nasprotno je izvoz storitev še naprej podpiral splošno izvozno uspešnost, h kateri je prispevalo močno povpraševanje po potovalnih storitvah, poslovnih storitvah ter storitvah informacijske in komunikacijske tehnologije. Kar zadeva prihodnje obdobje, najnovejši indeksi PMI o izvoznih naročilih kažejo, da bo izvozna uspešnost v bližnji prihodnosti ostala šibka. Hkrati je videti, da predhodno okrevanje rasti uvoza euroobmočja izgublja zagon. Rast uvoza je v drugem četrtletju stagnirala (brez upoštevanja Irske je bila na ravni nič), saj so proizvajalci iz euroobmočja kot odziv na šibkejšo povpraševanje zmanjšali nakupe vhodnih materialov. Zmanjšanje je bilo večinoma posledica šibkejšega izvoza blaga. Neto izvoz je v drugem četrtletju pozitivno prispeval k BDP v višini 0,5%, ker je bila uspešnost izvoza večja od uspešnosti uvoza. Vendar pa se je s stabilizacijo uvoznih cen izboljševanje pogojev menjave zdaj ustavilo.

**Gospodarstvo euroobmočja naj bi v srednjeročnem obdobju predvsem zaradi krepitve zasebne potrošnje po pričakovanih še naprej okrevalo.** V prihodnjem obdobju naj bi realni BDP ob nadaljnjem povečevanju realnega dohodka, krepitvi tujega povpraševanja in pojemanju zaviralnih učinkov zaostrene denarne politike po pričakovanih okrevalo. Nadaljnja rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi podpirala zasebno potrošnjo, ki naj bi postala glavno gonilo rasti od druge polovice leta 2024. Odporen trg dela naj bi skupaj z vse večjim zaupanjem potrošnikov in vse manjšo negotovostjo spodbudno vplival tudi na potrošnjo gospodinjstev. Podjetniške naložbe naj bi se pozneje po napovedih izboljšale predvsem zaradi vse šibkejšega, a še vedno prisotnega zaviralnega vpliva preteklega zaostrovanja denarne politike ter ob podpori domačega in tujega povpraševanja.

**Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,8%, v letu 2025 1,3% in v letu 2026 1,5%.** To je rahel popravek navzdol v primerjavi z junijskimi projekcijami (za 0,1 odstotne točke za vsa leta), ki je predvsem posledica šibkejšega prispevka domačega povpraševanja v naslednjih nekaj četrtletjih.

### 3 Cene in stroški

Skupna inflacija v euroobmočju je upadla z 2,6% v juliju na 2,2% v avgustu, predvsem zaradi znižanja inflacije v skupini energentov. Večina meril osnovne inflacije je julija ostala približno nespremenjena, pri čemer so močni cenovni pritiski izhajali predvsem iz plač. Vseeno pa se skupna stopnja rasti stroškov dela umirja dobički pa deloma absorbirajo vpliv še naprej povečanih pritiskov s strani stroškov dela na inflacijo. To podpira sedanje zniževanje inflacije. V obravnavanem obdobju so merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala približno stabilna, pri čemer jih je bila večina na ravni okrog 2%, tržna merila pa so se znižala in približala tej ravni. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje se bo skupna inflacija postopoma zniževala z 2,5% v letu 2024 na 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026.<sup>5</sup>

**Skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je upadla z 2,6% v juliju na 2,2% v avgustu (graf 9).**<sup>6</sup> Znižanje je bilo posledica nižje stopnje inflacije v komponentah energentov in industrijskih proizvodov razen energentov, ki je več kot odtehtala višjo stopnjo inflacije v komponentah hrane in storitev. Medletna stopnja rasti cen energentov se je znatno znižala z 1,2% v juliju 2024 na -3,0% v avgustu. K znižanju je prispeval navzdol delujoči bazni učinek zaradi precejšnjega zvišanja cen energentov v avgustu 2023. Inflacija v skupini hrane je rahlo porasla z 2,3% v juliju 2024 na 2,4% v avgustu, kar odraža višjo medletno stopnjo rasti cen nepredelane hrane, medtem ko je medletna stopnja rasti cen predelane hrane ostala nespremenjena. Inflacija brez energentov in hrane se je avgusta znižala na 2,8%, potem ko je julija znašala 2,9%, in sicer zaradi upada inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov (z 0,7% v juliju na 0,4% v avgustu), ki je tako odtehtal zvišanje inflacije v skupini storitev (s 4,0% v juliju na 4,2% v avgustu). Stopnja rasti cen industrijskih proizvodov razen energentov, ki se je medtem večinoma normalizirala, odraža zmanjševanje predhodnih pritiskov iz proizvodne verige, bolj vztrajna inflacija v skupini storitev pa je povezana z večjo vlogo stroškov dela pri nekaterih njenih postavkah in z zapoznelim prevrednotenjem pri drugih.

<sup>5</sup> Glej »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 12. septembra 2024 na spletnem mestu ECB.

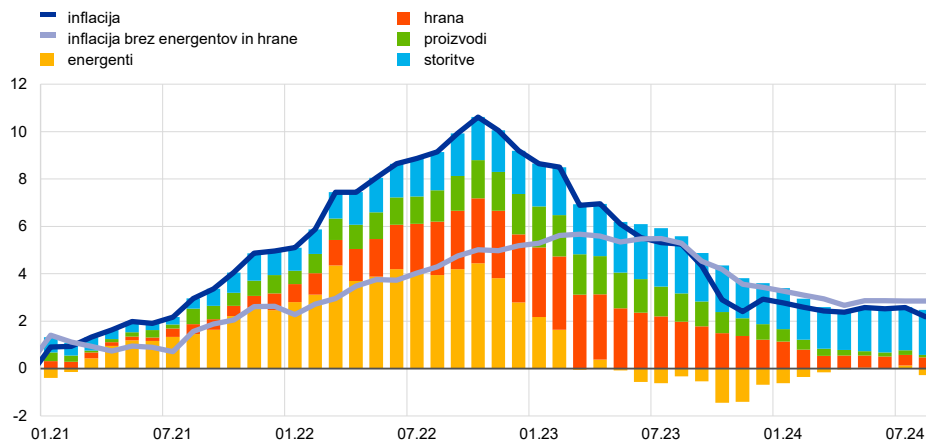
<sup>6</sup> Presečni datum za podatke v tej številki *Ekonomskega biltena* je 11. september 2024. Podatki o inflaciji, objavljeni 18. septembra 2024 (celotna ocena), so potrdili, da je skupna inflacija avgusta 2024 znašala 2,2%. Inflacija v skupini hrane je bila avgusta 2024 nespremenjena na ravni 2,3% (enaka raven kot julija), medtem ko se je inflacija v skupini storitev zvišala s 4,0% v juliju na 4,1% v avgustu.



## Graf 9

### Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

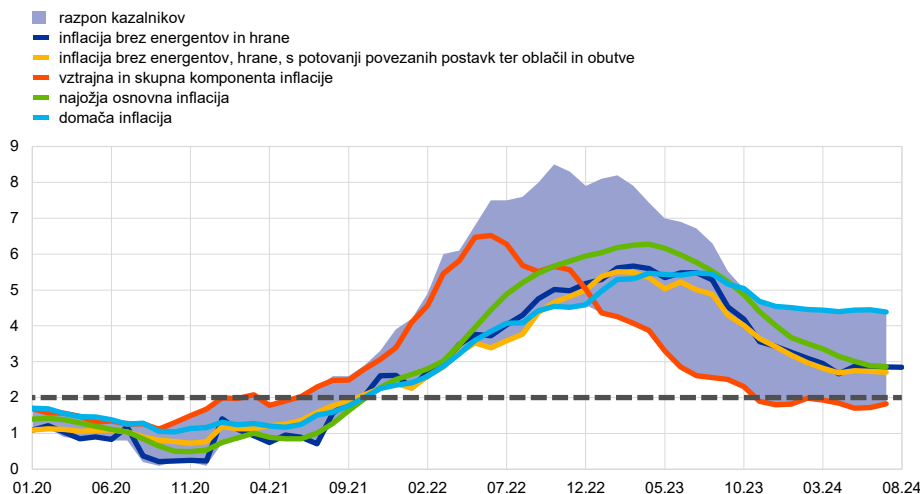
### Večina kazalnikov osnovne inflacije je julija ostala stabilna, vendar na različnih ravneh (graf 10).

Julija 2024 (najnovejši razpoložljivi podatki) so vrednosti kazalnikov znašale od 1,8% do 4,4%. Namen kazalnika vztrajne in skupne komponente inflacije je ugotoviti skupno komponento inflacije v širokem sklopu cenovnih gibanj, pri čemer je kazalnik trenutno najboljši barometer srednjeročne inflacije v obdobju po pandemiji. Kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije je na dnu razpona, medtem ko je kazalnik domače inflacije (brez postavk z velikim deležem uvoza) na vrhu razpona. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, in je julija znašal 2,9%, je glede na mesec prej ostal nespremenjen. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve je julija prav tako ostala nespremenjena na ravni 2,7%, medtem ko se je kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije rahlo zvišal z 1,7% v juniju na 1,8% v juliju. Kazalnik domače inflacije je julija rahlo upadel na 4,4%, vseeno pa je bil še naprej vztrajno visok, ker imajo v njegovem izračunu močno utež postavke storitev, kot so na primer zavarovanje, rekreacija in nastanitvene storitve.

## Graf 10

### Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

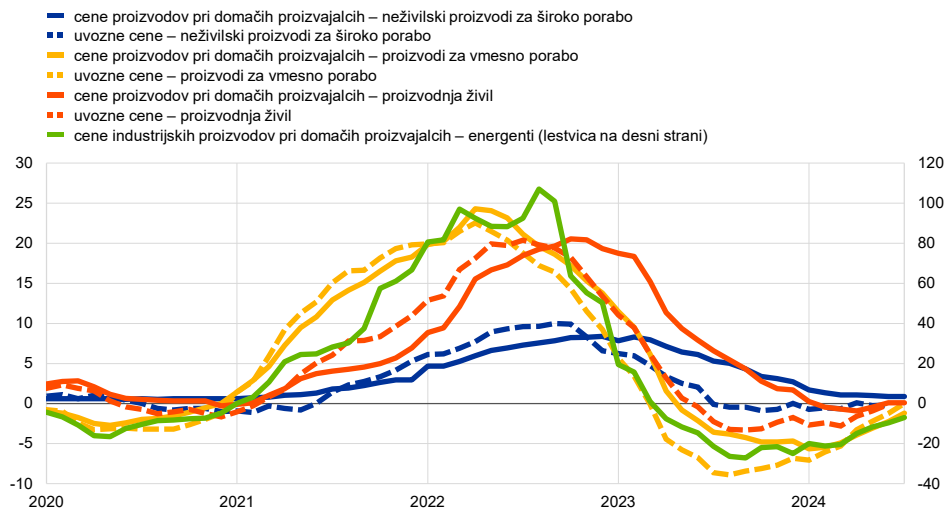
Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez energentov, HICP brez energentov in nepredelane hrane, HICP brez energentov in hrane, HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve, domačo inflacijo, 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino, vztrajno in skupno komponento inflacije, kazalnik najožje osnovne inflacije ter tehtano mediano. Na grafu je prikazan samo izbor kazalnikov. Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2024 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in na julij 2024 pri ostalih kazalnikih.

**Pritiski iz proizvodne verige so ostali umirjeni, čeprav kažejo znaki rahlega povečanja z nizkih ravni (graf 11).** V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je bila sicer negativna od marca 2023, zvišala z -9,6% v juniju na -6,9% v juliju. Negativna je ostala tudi medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji, čeprav manj kot prejšnji mesec (zvišanje z -2,3% v juniju na -1,2% v juliju). Medletna stopnja rasti uvoznih cen v tej skupini je julija znašala nič, potem ko je junija znašala -1,3%. V poznejših fazah cenovne verige je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo julija ostala nespremenjena na ravni 0,9%, enako pa je veljalo tudi za proizvodnjo živil, ki je ostala na ravni 0,1%. Pritiski s strani uvoznih cen na proizvode za široko porabo so se julija rahlo povečali, kar deloma odraža dejstvo, da je medletna stopnja spremembe nominalnega efektivnega tečaja eura postala večinoma nevtralna, potem ko se je pred tem zvišala. Gledano v celoti so se pritiski iz proizvodne verige večinoma stabilizirali in sedaj kažejo znake rahlega povečanja z nizkih ravni, kar nakazuje, da je popuščanje pritiskov iz proizvodne verige po predhodnih cenovnih šokih izzvenelo.

## Graf 11

### Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na junij 2024 pri uvoznih cenah neživilskih proizvodov za široko porabo in uvoznih cenah za proizvodnjo živil ter na julij 2024 pri ostalih kazalnikih.

### Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so se v drugem četrtletju 2024 nadalje zmanjšali, čeprav so na splošno ostali povišani (graf 12).

Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je znižala s 3,6% v prvem četrtletju 2024 na 3,0% v drugem četrtletju. Znižanje je odražalo manjši prispevek vseh glavnih komponent, najbolj pa so na znižanje vplivali stroški dela na enoto proizvoda. Zmanjšan vpliv stroškov dela na enoto proizvoda je bil posledica znižanja rasti plač, merjene s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, ki je upadla s 4,8% v prvem četrtletju 2024 na 4,3% v drugem četrtletju. Rast plač, merjena s sredstvi za zaposlene na opravljeno delovno uro, se je znižala s 5,0% v prvem četrtletju na 4,2% v drugem četrtletju. Rast dogovorjenih plač se je znižala s 4,7% v prvem četrtletju 2024 na 3,5% v drugem četrtletju, vseeno pa podatki o najnovejših plačnih dogovorih na podlagi v prihodnost usmerjenega plačnega kazalnika ECB kažejo na močnejšo rast dogovorjenih plač v tretjem četrtletju.<sup>7</sup> Gledano v celoti pa najnovejše gibanje plač kaže, da se zmanjšuje vloga kompenziranja visoke inflacije v preteklosti in s tem povezano dohitevanje realnih plač.<sup>8</sup> Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega bo v letu 2024 predvidoma znašala povprečno 4,5% in se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih še naprej umirjala, čeprav bo ostala nad zgodovinsko ravniyo zaradi še naprej presežnega povpraševanja na trgu dela in preostalega kompenziranja inflacije.

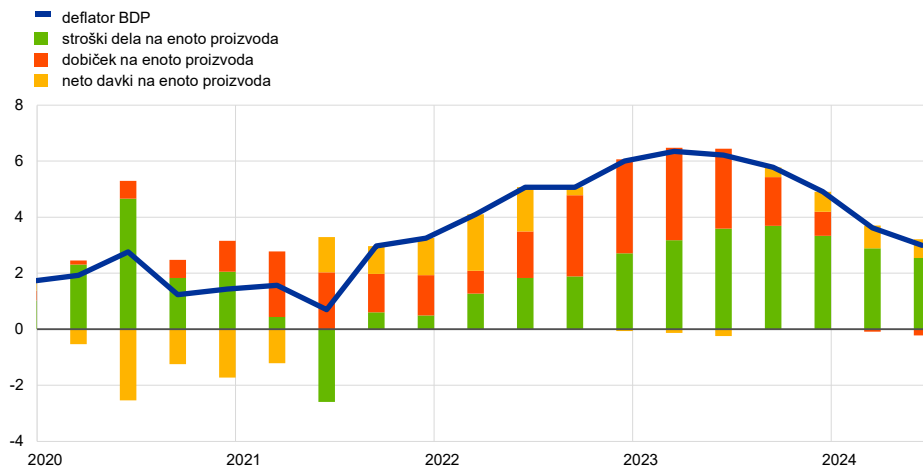
<sup>7</sup> Glej Górnicka in Koester (urednika), »A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area«, *Occasional Paper Series*, št. 338, ECB, februar 2024.

<sup>8</sup> Glej okvir z naslovom »Nedavna gibanja plač in vloga dodatkov na osnovno plačo« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

## Graf 12

### Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2024. Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda, produktivnost dela pa negativno.

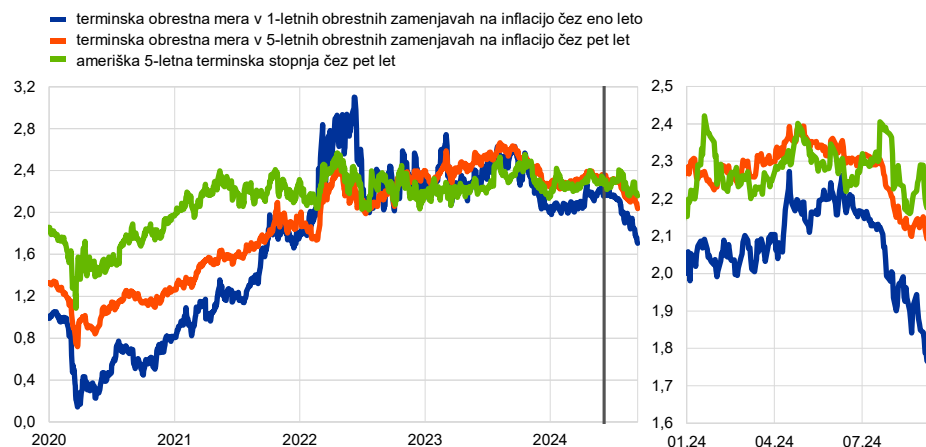
**Anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostali večinoma nespremenjeni, pri čemer jih je bila večina na ravni okrog 2%, tržna merila pa so se v obravnavanem obdobju znižala in približala tej ravni (graf 13).** Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2024 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov iz septembra 2024 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj (za leto 2029) znašala 2,0%. Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobaknih izdelkov) na daljšem koncu krivulje donosnosti so se znižala za okrog 27 bazičnih točk, pri čemer je termimska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let znašala okrog 2,1%. Obenem je treba upoštevati, da ta tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, saj vključujejo tudi premije za inflacijsko tveganje. Modelske ocene dejanskih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, kažejo, da tržni udeleženci še naprej pričakujejo, da se bo inflacija dolgoročneje gibala na ravni okrog 2%. Tržna merila kratkoročne inflacije v euroobmočju so se prav tako precej znižala, kar nakazuje pričakovanja vlagateljev, da se bo inflacija dodatno znižala in bo v preostanku letošnjega leta znašala okrog 2%, nato pa se bo prihodnje leto ustalila na ravni pod 2%. Popravke pričakovanj udeležencev na trgu je deloma mogoče pripisati nižjim svetovnim cenam energentov, predvsem nafte, pa tudi zaskrbljenosti glede gospodarske rasti v ZDA. Tako je v obravnavanem obdobju termimska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto upadla za 47 bazičnih točk in trenutno znaša 1,7%. Na strani potrošnikov se zdi, da so se inflacijska pričakovanja v zadnjih mesecih ustalila. Kot kaže anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov iz julija 2024, je mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednje leto ostala nespremenjena na ravni 2,8% (že tretji mesec zapored), medtem ko so se pričakovanja čez tri leta rahlo zvišala z 2,3% v juniju na 2,4%. Zaznave o pretekli inflaciji so se julija 2024 znižale, vendar ostajajo višje od inflacijskih pričakovanj čez eno leto in tri leta.

### Graf 13

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

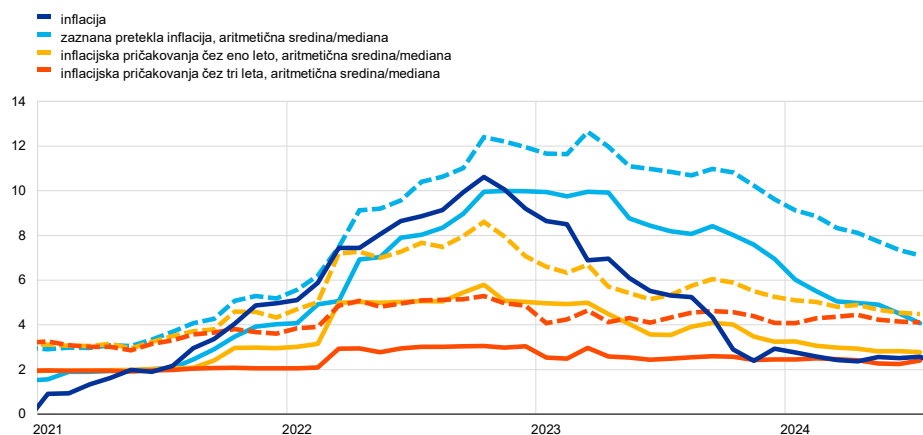
##### a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



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

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje in 5-letno terminsko stopnjo »breakeven« inflacije čez pet let za ZDA. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2024). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2024 pri terminskih obrestnih merah, na avgust 2024 pri inflaciji (prva ocena) in na julij 2024 pri ostalih merilih.

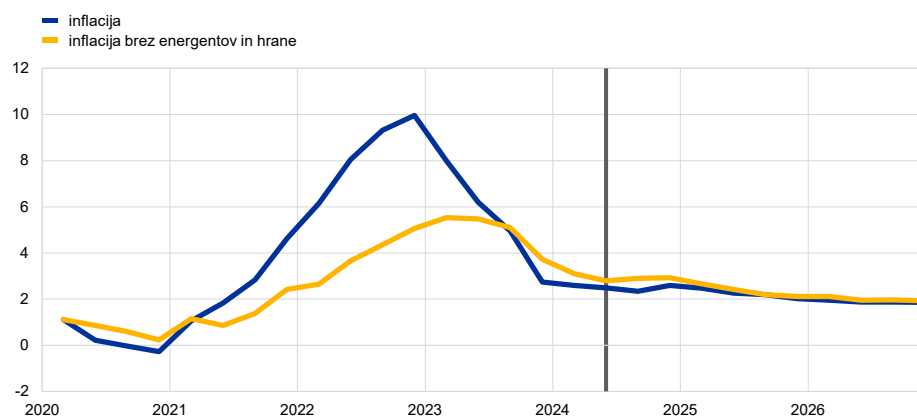
**Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo skupna inflacija v letu 2024 v povprečju znašala 2,5%, nato pa se bo dodatno znižala na 2,2% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026 (graf 14).** Skupna inflacija se bo v zadnjem četrtletju 2024 predvidoma rahlo zvišala, predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov, nato pa se bo spet začela zniževati. Splošno znižanje v letu 2024 odraža nadaljnje popuščanje pritiskov iz proizvodne verige ter zaostrovanje denarne politike. Pričakuje se, da se bo postopno umirjanje nadaljevalo v prihodnjih letih, ko bodo še naprej popuščali pritiski na zvišanje inflacije, povezani z rastjo plač in kompenziranjem inflacije, ob pomanjkanju ustrezne delovne sile. V primerjavi z junijskimi projekcijami so projekcije za skupno inflacijo ostale nespremenjene. Kar zadeva inflacijo brez energentov in hrane, so bile projekcije za leti 2024 in 2025 v primerjavi z junijskimi projekcijami popravljene rahlo navzgor (za 0,1 odstotne točke)

zaradi višje inflacije v skupini storitev od pričakovane. Obenem strokovnjaki ECB še naprej pričakujejo hitro znižanje osnovne inflacije, in sicer z 2,9% v letu 2024 na 2,3% v letu 2025 in 2,0% v letu 2026.

### Graf 14

#### Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in [septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2026 (projekcije). Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje so bile dokončane 29. avgusta 2024, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 16. avgust 2024. Pretekli in dejanski podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

*V obravnavanem obdobju, tj. od 6. junija do 11. septembra 2024, so se netvegane obrestne mere v večjih razvitih gospodarstvih znižale zaradi nove ocene obetov glede gospodarske rasti in inflacije. Terminalske obrestne mere so se v euroobmočju znižale pri vseh ročnostih, pri čemer so udeleženci na trgu pričakovali hitrejše in globlje kumulativno znižanje obrestnih mer denarne politike. Tako so ob koncu obravnavanega obdobja terminalske obrestne mere nakazovale približno 60 bazičnih točk kumulativnega znižanja obrestnih mer do konca leta, trgi pa so v celoti vračunali znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na septembrski seji Sveta ECB. Znižale so se tudi dolgoročne netvegane nominalne obrestne mere v euroobmočju predvsem kot odraz zmanjšanja kompenziranja inflacije, upadle pa so tudi dolgoročne realne obrestne mere. Donosnost državnih obveznic je prav tako zabeležila upadanje, čeprav v manjšem obsegu kot netvegane obrestne mere, z določeno volatilnostjo zaradi volitev v Franciji in odprodaje na svetovnih delniških trgih v začetku avgusta. Cene tveganega finančnega premoženja so bile v obravnavanem obdobju precej volatilne. Tečajji delnic so v začetku avgusta zabeležili precejšnje izgube, in sicer zaradi zmanjšane nagnjenosti k prevzemanju tveganj in objave slabih svetovnih makroekonomskih podatkov. Čeprav so se tečajji delnic podjetij v euroobmočju večinoma okrepili po izgubah v začetku avgusta, so še vedno pod junijskimi ravnmi, kar je posledica zmanjšanih pričakovanj glede dobička in višjih premij za tveganje. Na deviznih trgih se je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem nekoliko okrepil, vendar je po trgovinsko tehtanem tečaju ostal na splošno stabilen.*

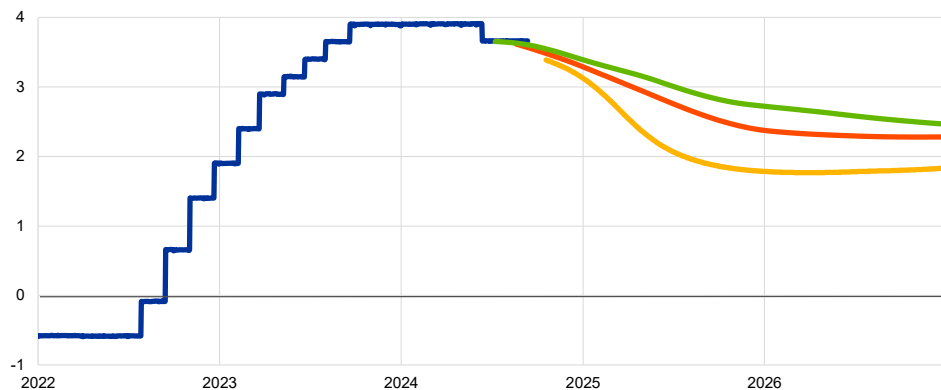
**Terminalska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je od junijske seje Sveta ECB premaknila navzdol, saj udeleženci na trgu pričakujejo hitrejše in izrazitejše kumulativno znižanje obrestnih mer denarne politike (graf 15).** Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 3,7%, potem ko je Svet ECB na junijski seji sprejel splošno pričakovano odločitev, da ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Od 6. junija do 11. septembra se je presežna likvidnost zmanjšala za približno 130 milijard EUR na 3.072 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica junijskih odplačil sredstev, izposojenih v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), in zmanjšanja portfeljev vrednostnih papirjev za namene denarne politike, saj Eurosistem ne reinvestira več izplačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v portfelju programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) in le delno reinvestira izplačila glavnice v portfelju izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP). Terminalska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR se je od junijske seje Sveta ECB premaknila navzdol zaradi občutnega znižanja tržnih meril nadomestila za inflacijo in objave slabih svetovnih makroekonomskih podatkov. V celoti je bilo vračunano tudi znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na septembrski seji Sveta ECB. Na splošno je krivulja terminskih obrestnih mer 6. junija računala 35 bazičnih točk skupnega znižanja obrestnih mer med letom 2024, 11. septembra pa okoli 60 bazičnih točk skupnega znižanja.

## Graf 15

### Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)

- realizirana €STR
- termimska krivulja €STR 11. septembra 2024
- termimska krivulja €STR 18. julija 2024
- termimska krivulja €STR 6. junija 2024



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

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

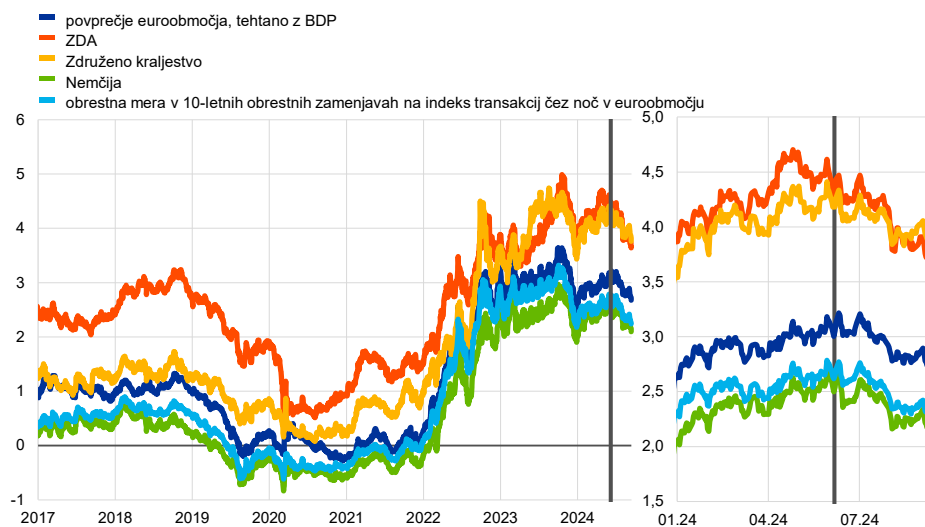
**Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se od junijske seje Sveta ECB prav tako znižale, čeprav manj kot v ZDA (graf 16).** Obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je znižala za 41 bazičnih točk in ob koncu obravnavanega obdobja znašala okoli 2,2%. Znižanje dolgoročnih nominalnih netveganih obrestnih mer je odražalo padec inflacijske komponente, ki je bil deloma posledica objav makroekonomskih podatkov v euroobmočju in povečanih globalnih tveganj, predvsem pa objav podatkov v ZDA, ki so povzročili še večji padec ameriških dolgoročnih obrestnih mer. Dolgoročne netvegane obrestne mere so v ZDA bolj nihale in so se bolj izrazito znižale v obravnavanem obdobju, zlasti na datume objav makroekonomskih podatkov. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic se je znižala za 63 bazičnih točk na 3,7%. Razlika med dolgoročnimi netveganimi obrestnimi merami v euroobmočju in ZDA se je tako zožila za približno 20 bazičnih točk. Donosnost britanskih 10-letnih državnih obveznic se je znižala za 42 bazičnih točk na 3,8%.



## Graf 16

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

(v odstotkih na leto)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

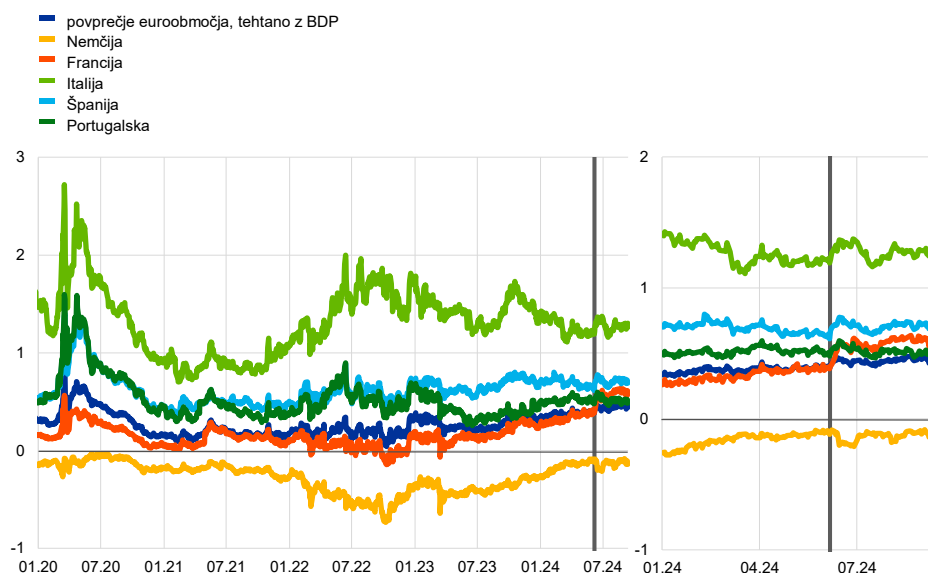
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2024.

**Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je ravno tako znižala, čeprav v manjši meri kot netvegane obrestne mere, zato so razmiki nekoliko večji (graf 17).** Ob koncu obravnavanega obdobja je bila donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, nižja za približno 37 bazičnih točk in je znašala približno 2,7%, tako da se je razmik nad obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR le rahlo povečal, in sicer za 4 bazične točke. Bolj opazno zvišanje je bilo zabeleženo pri razmiku v donosnosti 10-letne francoske državne obveznice glede na donosnost 10-letnih obrestnih zamenjav na indeks transakcij čez noč, ki se je po napovedi predčasnih parlamentarnih volitev v Franciji 9. junija občutno povečal, nato pa se je spet nekoliko zmanjšal. Na splošno se je razmik v donosnosti francoskih državnih obveznic v obravnavanem obdobju povečal za 17 bazičnih točk. Povečanje razmikov v donosnosti državnih obveznic je bilo zabeleženo tudi v Grčiji, Španiji, Italiji in na Portugalskem, zlasti v času predčasnih volitev v Franciji in razprodaje na svetovnih trgih lastniških vrednostnih papirjev v začetku avgusta. Vendar so se do konca obravnavanega obdobja, razen v Franciji, razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja na splošno vrnili na ravni z začetka obdobja.

### Graf 17

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

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2024.

**Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se zvišali v naložbenem razredu, pri visoko donosnih obveznicah pa so se znatno povečali.** Razmiki v

donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so le zmerno nihali in so bili ob koncu obravnavanega obdobja višji za 14 bazičnih točk. Nasprotno so se razmiki v segmentu visoko donosnih obveznic povečali za 57 bazičnih točk zaradi razmikov obveznic finančnih in nefinančnih družb, ki so porasli za 33 oziroma 64 bazičnih točk.

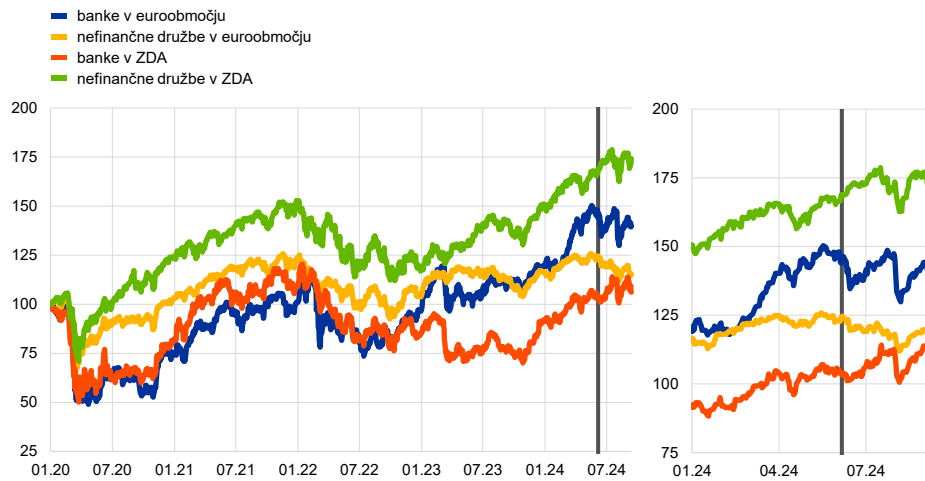
**Čeprav so tečaji delnic v euroobmočju delno nadoknadili precejšnje izgube z začetka avgusta, so obravnavano obdobje zaključili na nižji ravni zaradi nižje naklonjenosti tveganju in objav slabih makroekonomskih podatkov po vsem svetu (graf 18).** Tečaji delnic v euroobmočju so v obravnavanem obdobju občutno

nihali. Najprej so se v času predčasnih volitev v Franciji znižali, kar je prizadelo zlasti francoske družbe in spodkopalo prejšnje veliko naklonjenost tveganju. Nato so v začetku avgusta zabeležili precejšnje izgube, saj so objave slabih makroekonomskih podatkov sprožile strah pred recesijo v ZDA in povzročili močan upad naklonjenosti tveganju po vsem svetu. Čeprav so tečaji delnic na obeh straneh Atlantika v začetku avgusta spet pridobili večino izgubljenega, so bili tečaji delnic podjetij v euroobmočju slabši od tečajev ameriških delnic. Zaradi manjših pričakovanj glede dobičkov in višjih premij za tveganje so se glavni delniški indeksi v euroobmočju v obravnavanem obdobju znižali za 5%, pri čemer so bile med sektorji opazne razlike. Tečaji delnic nefinančnih družb so se znižali za 8%, tečaji delnic bank pa za 4%. V ZDA se je splošni delniški indeks v obravnavanem obdobju zvišal, tečaji delnic nefinančnih družb in bank pa so se okrepili za približno 3%.

## Graf 18

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

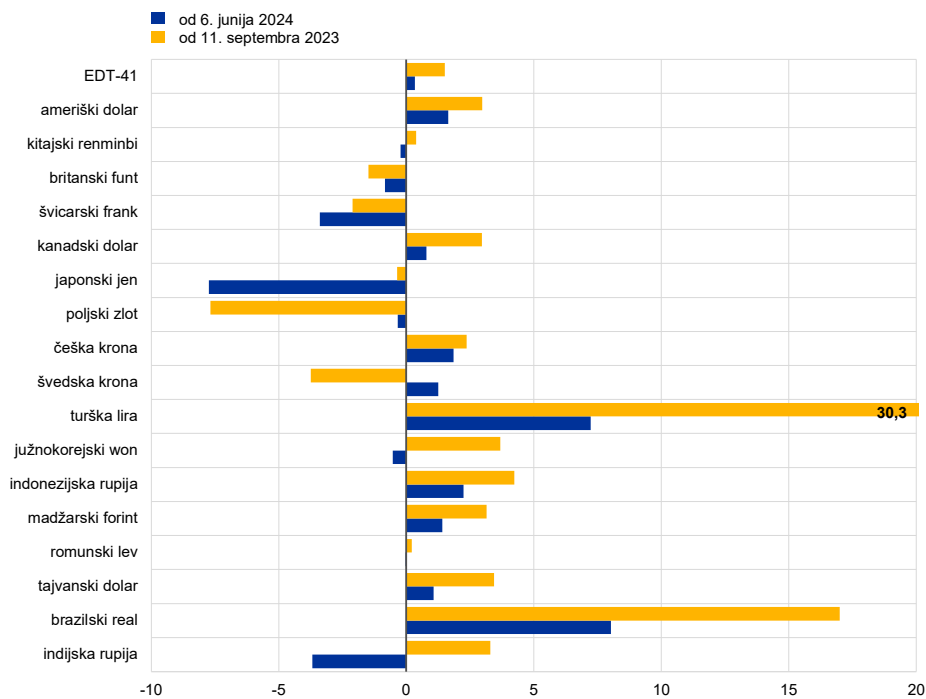
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2024.

**Na deviznih trgih se je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem okrepil za 1,6%, vendar je trgovinsko tehtani tečaj ostal na splošno stabilen (graf 19).** Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, je v obravnavanem obdobju apreciral za 0,3%. Na apreciacijo tečaja eura v primerjavi z ameriškim dolarjem (1,6%) je v veliki meri vplivalo zmanjšanje pričakovanj udeležencev na trgu glede gibanja obrestne mere ameriške centralne banke v začetku avgusta ob znakih ohlajanja trga dela v ZDA. Euro se je okrepil tudi v primerjavi z nekaterimi valutami nastajajočih trgov. Nasprotno pa se je tečaj eura občutno znižal v primerjavi z japonskim jenom (-7,7%) in švicarskim frankom (-3,4%), potem ko so bili med povečano volatilnostjo na finančnih trgih v začetku avgusta zaključeni posli prenosnega trgovanja (»carry trade«), financirani s slednjima dvema valutama. Polega tega se je tečaj eura zvišal za 0,8% v primerjavi z britanskim funtom.

## Graf 19

### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 11. septembra 2024.

## 5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

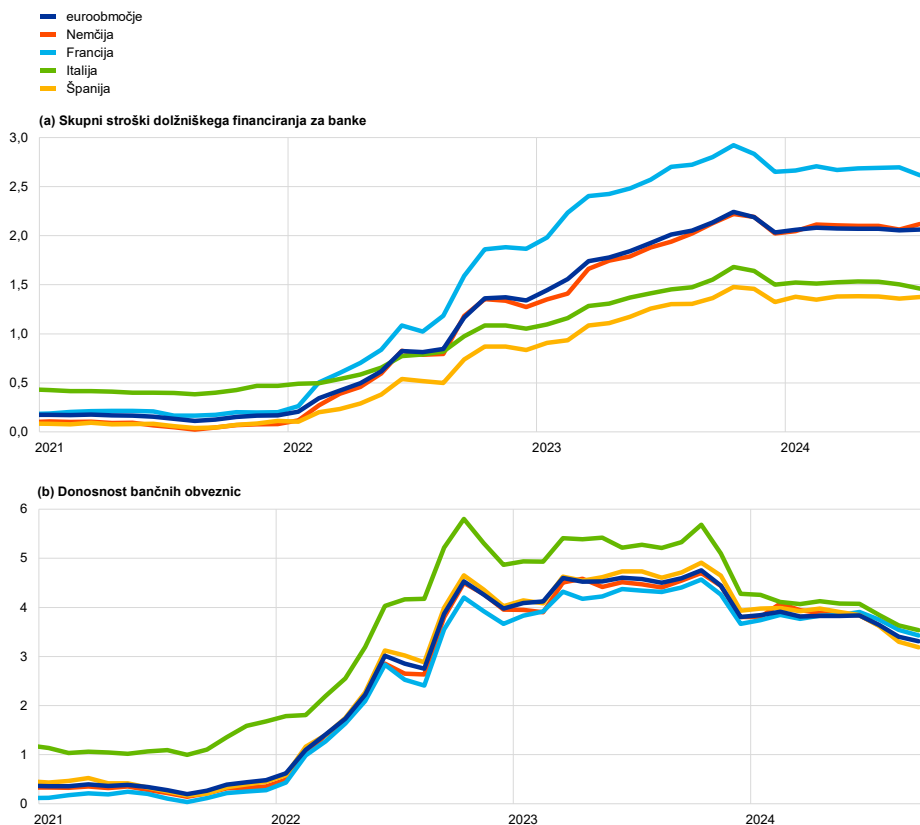
*Stroški financiranja so ostali restriktivni. Julija 2024 so bili skupni stroški financiranja za banke v euroobmočju in obrestne mere bank za posojila visoki. Rast obsega bančnih posojil podjetjem in gospodinjstvom je bila še naprej skromna zaradi visokih posojilnih obrestnih mer, šibke gospodarske rasti in strogih kreditnih standardov. Od 6. junija do 11. septembra 2024 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja za podjetja znatno znižali zaradi padca netveganih obrestnih mer, medtem ko so se stroški lastniškega financiranja povečali. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je kazala znake stabilizacije na nizki ravni, neto prilivi iz tujine pa so bili še naprej glavni dejavnik rasti.*

**Stroški financiranja za banke v euroobmočju so ostali visoki.** Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so od januarja 2024 ostali stabilni na visoki ravni in se julija niso spremenili (graf 20, slika a). Stroški financiranja za banke so ostali visoki zaradi nadaljnjega preusmerjanja financiranja proti dražjim virom, kot so vezane vloge – z višjim obrestovanjem kot pri vlogah čez noč – in izdajanje bančnih obveznic v kontekstu postopnega iztekanja financiranja prek ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR). Obrestne mere za vezane vloge in v manjši meri za vloge čez noč so se med majem in junijem znižale, julija pa so ostale nespremenjene. Obrestne mere za vloge z odpovednim rokom so ostale približno enake. Donosnost bančnih obveznic se je zmanjšala zaradi znižanja obrestnih mer v juniju in prevrednotenja krivulje netveganih obrestnih mer, čeprav je določena volatilitnost na trgih obveznic med poletjem preprečila večjo prilagoditev stroškov tržnega financiranja (graf 20, slika b).

## Graf 20

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

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2024 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke (slika a) in na 11. september 2024 pri donosnosti bančnih obveznic (slika b).

**Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se julija v primerjavi z majem nekoliko znižale, vendar še vedno ostajajo na ravneh blizu najvišjih vrednosti v zadnjih dvanajstih letih.** Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam so julija ostale večinoma nespremenjene (5,06%), potem ko so se junija rahlo znižale (graf 21, slika a), ob razlikah med državami v euroobmočju in ročnostmi. Obrestne mere za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom so se po štirih mesecih splošne stabilnosti na ravni okoli 3,80% (graf 21, slika b) v juliju rahlo znižale (na 3,75%) kljub določenim razlikam med državami.

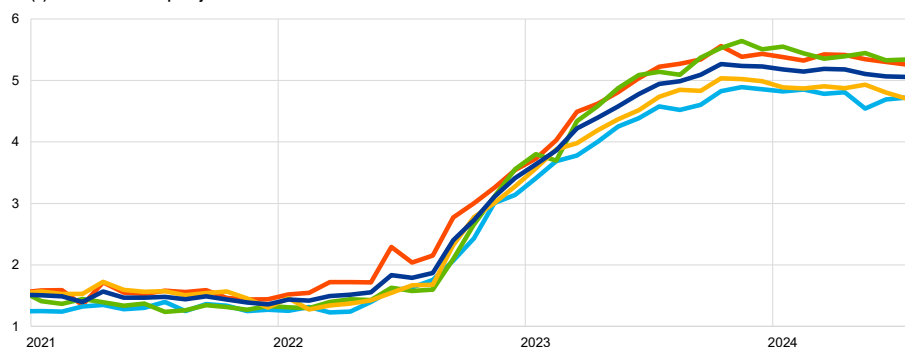
## Graf 21

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

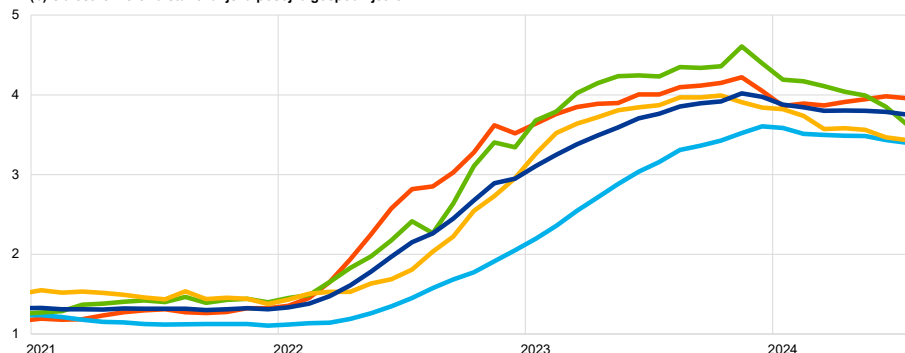
(v odstotkih na leto)



(a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



(b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2024.

### **Stroški tržnega dolžniškega financiranja za podjetja so se od 6. junija do 11. septembra 2024 znatno znižali zaradi padca netveganih obrestnih mer, medtem ko so se stroški lastniškega financiranja povišali.** Na podlagi

razpoložljivih mesečnih podatkov so skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, v juliju znašali 6,2%, kar je nekoliko nižje od ravni, zabeležene junija, in manj od večletne najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023 (graf 22).<sup>9</sup> To je bila posledica zmanjšanja vseh komponent stroškov financiranja nefinančnih družb, z izjemo stroškov kratkoročnih bančnih posojil, ki so ostali praktično nespremenjeni. Dnevni podatki za obdobje od 6. junija do 11. septembra 2024 potrjujejo znižanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja zaradi občutnega znižanja netvegane obrestne mere – katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč – ki ga je le delno izravnalo majhno povečanje razmikov pri obveznicah, ki so jih izdale nefinančne družbe, zlasti

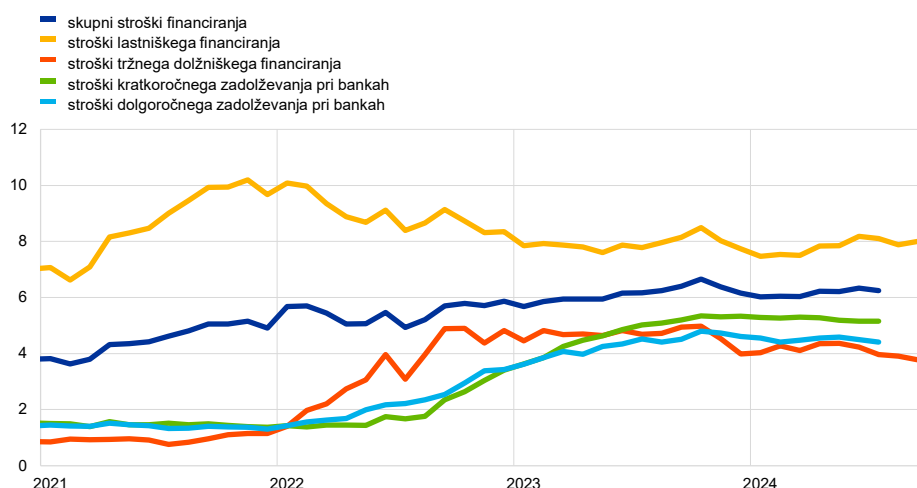
<sup>9</sup> Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do julija 2024.

v visoko donosnih segmentih. V istem obdobju so se povišali stroški lastniškega financiranja, in to kljub znižanju netvegane obrestne mere, zaradi vse višje premije za tveganje lastniškega kapitala.

## Graf 22

### Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2024 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na julij 2024 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

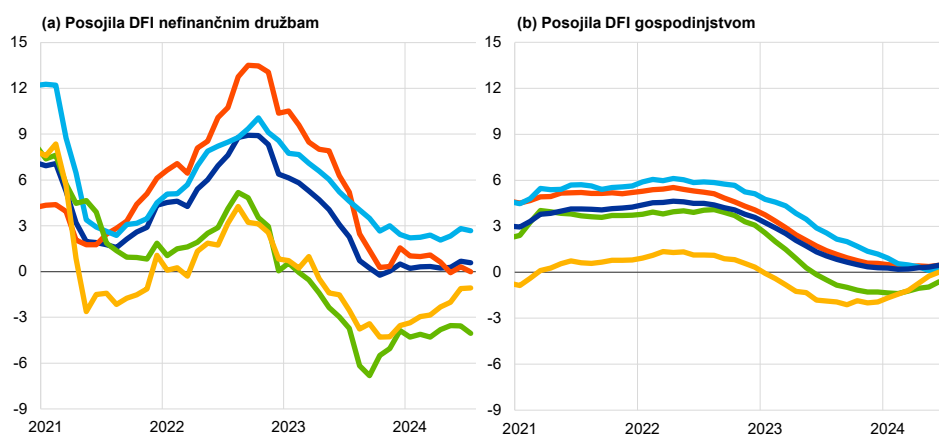
**Tokovi zunanjega financiranja v podjetjih in zadolževanje gospodinjstev so ostali nizki zaradi visokih posojilnih obrestnih mer, šibke gospodarske rasti in strogih kreditnih standardov.** Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem se je v juliju znižala na 0,6%, kar je nekoliko manj kot junija, ko je znašala 0,7% (graf 23). Medtem ko tokovi kratkoročnih bančnih posojil podjetjem ostajajo volatilni, se posojanje z daljšimi ročnostmi upočasnjuje, skoraj brez rasti, kar odraža šibke naložbe. Od maja do julija podjetja zaradi volatilitnosti prav tako skorajda niso izdajala dolžniških vrednostnih papirjev. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je z 0,3% v juniju povečala na 0,5% v juliju, vendar ostaja skromna. Skromne številke so posledica šibkih stanovanjskih posojil (0,5-odstotna medletna rast v juliju) in posojil za druge namene (v juliju so se na letni ravni zmanjšala za 2,7%). Toda rast potrošniških posojil je bila bolj vztrajna (julija je dosegla 2,8-odstotno medletno rast). Anketa [ECB o pričakovanjih gospodinjstev](#) iz julija 2024 je potrdila še vedno visok neto odstotek anketirancev, ki menijo, da je postal dostop do posojil v zadnjih 12 mesecih težji, in pričakujejo, da bo v naslednjih 12 mesecih še težji.



### Graf 23

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2024.

#### Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) v euroobmočju je kazala znake stabilizacije na nizki ravni, neto prilivi iz tujine pa so bili še naprej glavni dejavnik rasti.<sup>10</sup>

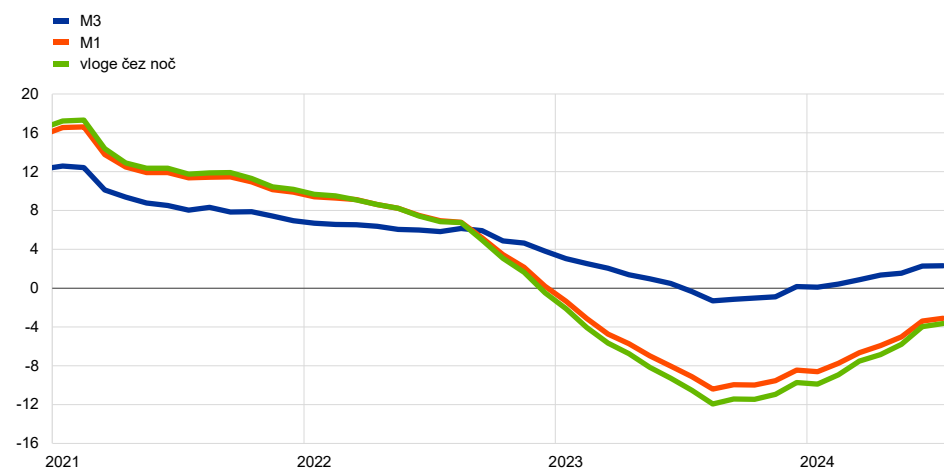
Rast agregata M3 je v juliju ostala nespremenjena (2,3%) ob volatilnosti mesečnih tokov (graf 24). Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše instrumente v agregatu M3, je ostala v negativnem območju, vendar se je še naprej povečevala in se julija dvignila na -3,1% v primerjavi z -3,4% v juniju. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je v juliju prav tako zvišala na -3,6% v primerjavi z -4,0% v juniju. Prilivi iz tujine so ostali edini dosledni pozitivni dejavnik denarne rasti ob umirjenih ravneh posojil gospodinjstvom in podjetjem, nadaljnjem krčenju bilance Eurosistema in izdajanju dolgoročnih bančnih obveznic (ki niso vključene v M3) v kontekstu tekočih odplačil sredstev v okviru CUODR.

<sup>10</sup> Glej okvir z naslovom »Denarna in kreditna dinamika v euroobmočju in primerjava z ZDA« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

## Graf 24

### Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletne spremembe v odstotkih, desezonirane in prilagojene za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2024.

## 6 Javnofinančna gibanja

*Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju zmanjšal s 3,6% BDP v letu 2023 na 3,3% v letu 2024 ter nato še na 3,2% v letu 2025 in na 3,0% v letu 2026. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se leta 2024 precej zaostрила, zaostрила pa naj bi se tudi v naslednjih dveh letih, čeprav manj. Predvideno zaostrovanje v letu 2024 je predvsem posledica tega, da bodo ukrepi pomoči, povezani z energijo in inflacijo, večinoma odpravljeni. V letih 2025 in 2026 je nadaljnje zaostrovanje posledica nadaljnjega zmanjševanja preostalih ukrepov energetske podpore, zvišanja neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost ter počasnejše rasti fiskalnih transferjev. Vlade bodo kmalu prvič objavile srednjeročne fiskalne strukturne načrte na podlagi revidiranega okvira ekonomskega upravljanja v EU. Če bodo vlade revidirani okvir začele izvajati v celoti, transparentno in takoj, bodo lažje trajno zmanjšale proračunski primanjkljaj in delež dolga. Vlade bi morale v svojih srednjeročnih načrtih zdaj odločno začeti delovati v tej smeri.*

**Strokovnjaki ECB v septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij zmerno izboljšal (graf 25).**<sup>11</sup> Medtem ko je bil

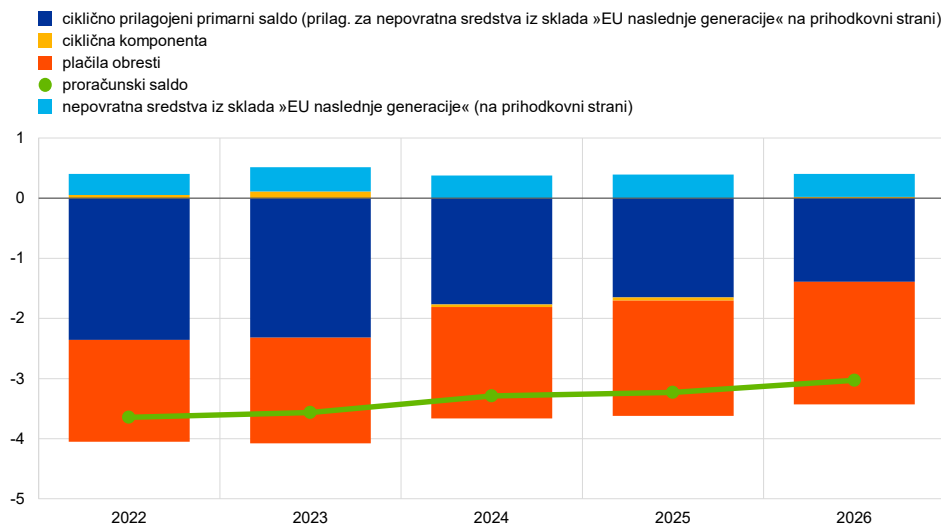
proračunski primanjkljaj v euroobmočju v letih 2022 in 2023 stabilen na ravni 3,6% BDP, naj bi se v obdobju projekcij postopno zmanjšal na 3,3% BDP v letu 2024 ter nato še na 3,2% v letu 2025 in 3,0% v letu 2026. Takšno predvideno gibanje je predvsem posledica postopno vse manjšega, a še vedno negativnega ciklično prilagojenega primarnega salda v obdobju projekcij, pri čemer se bo najbolj zmanjšal v letu 2024, ko bo odpravljena večina preostalih ukrepov v podporo pri spopadanju z visokimi cenami energentov in inflacijo. Vendar pa bo ta vpliv delno odtehtalo postopno povečevanje obrestnih stroškov v celotnem obdobju, ki bo posledica počasnega prenosa preteklih dvigov obrestnih mer, saj je preostala zapadlost obstoječega državnega dolga dolga.

<sup>11</sup> Glej »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 12. septembra 2024 na spletnem mestu ECB.

## Graf 25

### Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

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

### V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosystema naj bi bil proračunski primanjkljaj v celotnem obdobju projekcij nekoliko večji.

K bolj neugodnim obetom prispevajo okrepljene diskrecijske fiskalne politike, saj se zdaj zdi manj verjetno, da se bodo konsolidacijski načrti v nekaterih državah v celoti uresničili. Poleg tega negativni učinki sestave, ki izhajajo iz najnovejših makroekonomskih projekcij, prispevajo k večjemu primarnemu primanjkljaju zaradi popravkov višje obdavčenih postavk, kot so sredstva za zaposlene in nominalna zasebna potrošnja, navzdol. Zato je bil proračunski saldo kot odstotek BDP za leto 2024 popravljen navzdol za 0,2 odstotne točke, za leti 2025 in 2026 pa še za 0,4 oziroma 0,5 odstotne točke.

### Napovedi še vedno kažejo, da se bo naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2024 precej zaostрила, v naslednjih dveh letih pa še nekoliko bolj.<sup>12</sup>

Na podlagi letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojene za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se bo javnofinančna politika v euroobmočju v letu 2024 precej zaostрила (za 0,5 odstotne točke BDP). To je predvsem posledica tega, da bodo vlade večinoma odpravile ukrepe pomoči, povezane z energijo in inflacijo. Naravnost javnofinančne politike naj bi se zaostrovala, čeprav precej počasneje, tudi v letih 2025 in 2026 zaradi nadaljnega zmanjševanja obsega preostalih ukrepov energetske podpore v povezavi z zvišanjem neposrednih davkov

<sup>12</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

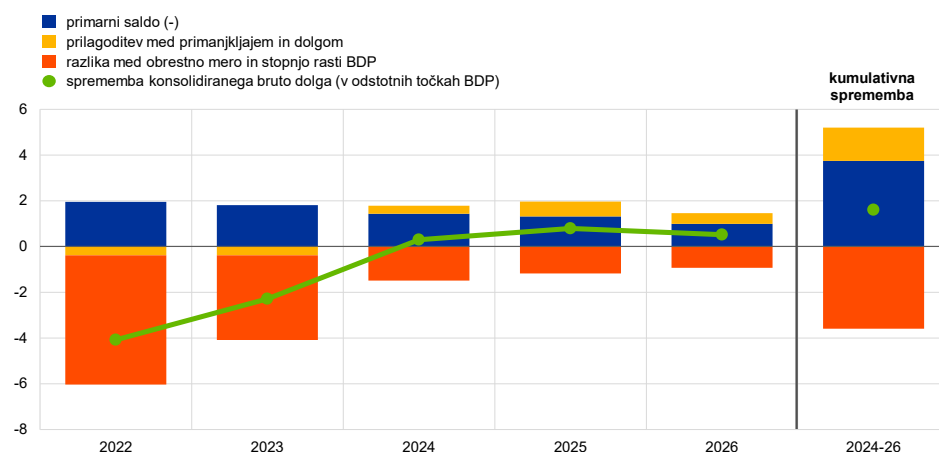
in prispevkov za socialno varnost ter počasnejše rasti fiskalnih transferjev. Te dejavnike zaostrovanja bo po pričakovanjih le delno odtehtalo povečanje državne potrošnje in naložb. Zato se bo naravnost javnofinančne politike v obdobju projekcij 2024–2026 skupno zaostрила za 0,9 odstotne točke BDP.

**Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih počasi povečeval z že visoke ravni (graf 26).** Delež dolga se je med pandemijo precej povečal (na okrog 97% v letu 2020), čeprav se je nato postopno zmanjšal. Vendar se zdi, da se je izboljševanje ustavilo. Delež dolga naj bi se po sedanjih napovedih počasi povečal z okrog 88% BDP v letu 2023 na blizu 90% BDP do konca obdobja projekcij, k čemur bosta prispevala nadaljnji primarni primanjkljaj ter pričakovana pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom, ki ju le delno odtehta vse manjša, a še vedno negativna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

## Graf 26

### Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

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

**Če bodo vlade revidirani okvir ekonomskega upravljanja v EU začele izvajati v celoti, transparentno in takoj, bodo lažje trajno zmanjšale proračunski primanjkljaj in delež dolga.** Kot prvi korak v fazi izvajanja novega okvira upravljanja so morale države članice srednjeročne fiskalne strukturne načrte prvič predložiti Evropski komisiji do 20. septembra. Vendar pa je več držav nakazalo, da bodo predložitev odložile do 15. oktobra, da bi se uskladile s predložitvijo osnutkov proračunskih načrtov za leto 2025. Vlade bi morale v svojih srednjeročnih načrtih zdaj odločno začeti delovati v tej smeri. Na ravni euroobmočja bo v prihodnjih letih potrebna konsolidacija javnih financ, zasnovana tako, da spodbuja gospodarsko rast.

# Okvirji

## 1 Rast produktivnosti dela v euroobmočju in ZDA: kratkoročna in dolgoročna gibanja

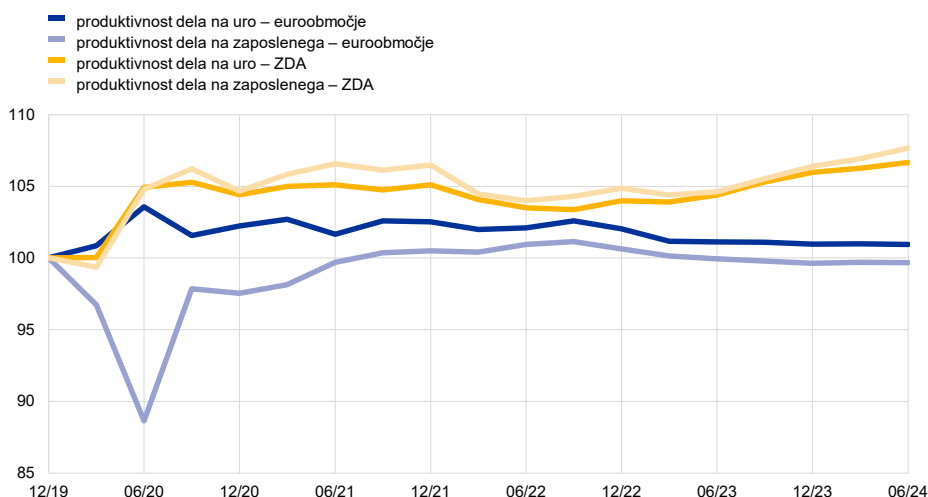
Pripravili António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador in Matthias Mohr

**Med zadnjim četrletjem 2019 in drugim četrletjem 2024 se je produktivnost dela na opravljeno delovno uro v euroobmočju povečala za 0,9%, medtem ko se je v ZDA povečala za 6,7%.** V preteklosti je rast produktivnosti dela v euroobmočju sicer zaostajala za rastjo v ZDA, vseeno pa je bilo gibanje v euroobmočju od začetka pandemije še posebej šibko. Rast produktivnosti se je začela razhajati v drugem četrletju 2020, ko se je skupni vložek dela kot delež BDP močneje znižal v ZDA kot v euroobmočju, kar je privedlo do večjega odboja produktivnosti (graf A). To je bilo deloma posledica izvajanja programov za ohranitev delovnih mest v euroobmočju, medtem ko je v ZDA strmo naraščala brezposelnost. Po kratkotrajnem zmanjšanju se je vrzel v rasti produktivnosti spet začela povečevati po sredini leta 2022, ko se je rast produktivnosti v euroobmočju znižala zaradi velikega energetskega cenovnega šoka. V tem okvirju pojasnjujemo nedavno vrzel v skupni rasti produktivnosti med regijama ob upoštevanju vloge produktivnosti po sektorjih in preteklih gibanj. Vrzel odraža tako ciklične kot strukturne dejavnike.

### Graf A

#### Produktivnost dela v euroobmočju in ZDA

(IV 2019 = 100)



Viri: Eurostat, Bureau of Economic Analysis in Bureau of Labour Statistics.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024.

**Počasnejša rast produktivnosti dela v euroobmočju med zadnjim četrletjem 2019 in prvim četrletjem 2024 je bila zabeležena v praktično vseh sektorjih. V ZDA se je pri tržnih storitvah produktivnost dela na uro povečala za 12,4%, medtem**

ko se je v euroobmočju v istem obdobju povečala za samo 3,8% (graf B). Rast je bila v ZDA veliko močnejša kot v euroobmočju v dveh podsektorjih. V ZDA so informacijske in komunikacijske storitve narasle za 27,2% in strokovne storitve za 18,7%. Nasprotno pa sta v euroobmočju ta dva podsektorja porasla samo za 6,5% oziroma 5,0%. Kar zadeva industrijski sektor, se je produktivnost dela na uro v ZDA povečala za 8,8%, medtem ko se je v euroobmočju povečala za samo 0,8%. Vseeno pa je bila rast produktivnosti v industrijskem sektorju med zadnjim četrletjem 2019 in prvim četrletjem 2022 podobna v obeh regijah. Nasprotno je bil porast cen plina od leta 2021, ki se je znatno zaostрил zaradi posledic ruske vojne proti Ukrajini, močnejši in dolgotrajnejši v Evropi kot v ZDA. Zato je precej močnejše vplival na industrijski sektor v euroobmočju, kjer se je gospodarska rast upočasnila, zaposlenost pa je ostala visoka. Od štirih sektorjev, ki so prikazani v grafu B, je bila samo v sektorju javnih storitev zabeležena višja rast produktivnosti v euroobmočju kot v ZDA. Predhodna analiza je pokazala, da je višja rast produktivnosti v ZDA od pandemije povezana s fluktuacijo na trgu dela in višjimi naložbami v digitalizacijo.<sup>1</sup> Ta gibanja, zabeležena v vseh sektorjih, izpostavljajo nasprotujočo si ciklično naravo produktivnosti v teh dveh regijah. Medtem ko je produktivnost v euroobmočju močno prociklična, je običajno manj prociklična v ZDA, kjer se delo bolj fleksibilno prilagaja proizvodnji.<sup>2</sup> Ker je bila rast BDP v euroobmočju šibkejša v primerjavi z ZDA, so se posledično okrepile razlike v rasti produktivnosti zaradi močnejše procikličnosti v euroobmočju.

---

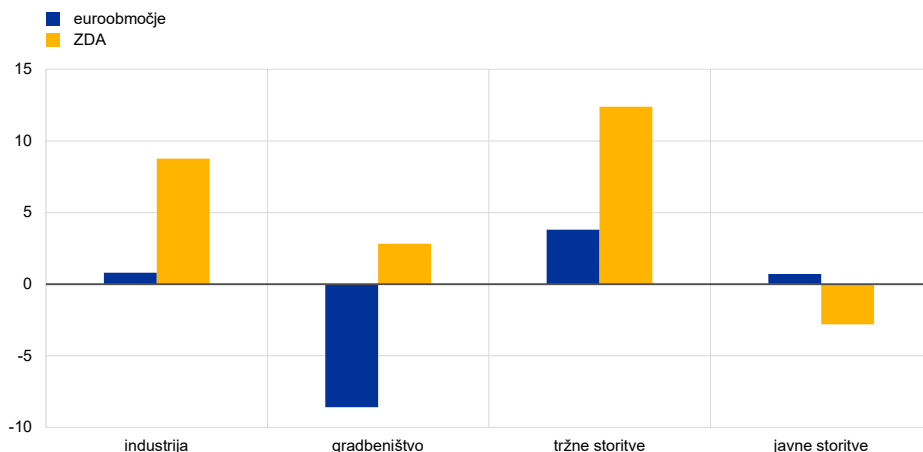
<sup>1</sup> Glej Dao, M. in Platzer, J., »Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States«, *IMF Working Papers*, letnik 2024, št. 124, IMF. S tem povezano bi bila industrijska politika v ZDA, kot sta zakon o zmanjšanju inflacije in zakon o čipih in znanosti, lahko bolj učinkovita pri spodbujanju naložb v ključnih sektorjih, kot trdijo de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. in Moore, D., »Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?« *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17. maj 2024. Glej okvir z naslovom »Okrevanje po pandemiji – zakaj euroobmočje raste počasneje kot ZDA?« *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2024, ki kaže, da so bile zasebne naložbe močnejše v ZDA kot v euroobmočju.

<sup>2</sup> Glej Fernald, J. G. in Wang, J. C., »Why Has the Cyclicalitv of Productivity Changed? What Does It Mean?«, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Arce, Ó. in Sondermann, D., »Low for long? Reasons for the recent decline in productivity«, *Blog ECB*, 6. maj 2024; okvir z naslovom »Dejavniki rasti zaposlenosti v euroobmočju po pandemiji – pogled na podlagi modela«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2024; okvir z naslovom »Višje profitne marže so prispevale h kopičenju delovne sile v podjetjih«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2024; in Arce, Ó., Consolo, A., Dias Da Silva, A. in Mohr, M., »More jobs but fewer working hours«, *Blog ECB*, 7. junij 2023.

## Graf B

### Rast produktivnosti dela na uro po glavnih sektorjih

(kumulativna sprememba od zadnjega četrtega 2019 do prvega četrtega 2024)



Viri: Eurostat, Bureau of Economic Analysis in Bureau of Labour Statistics.

**V obeh regijah je k rasti produktivnosti prispevala predvsem rast v sektorjih in ne sprememba sektorske sestave.** Do tega je prišlo kljub nenadnim premikom v proizvodnji v vseh sektorjih med pandemijo – sprva zaradi zaprtja javnega življenja, nato pa zaradi motenj v svetovnih dobavnih verigah.<sup>3</sup> Prerazporeditev delovne sile iz sektorjev z nizko produktivnostjo v sektorje z visoko produktivnostjo (med komponentami) je bila leta 2020 pozitivna, vendar je imela po prvem četrletju 2020 majhen pozitiven vpliv na kumulativno spremembo produktivnosti v obeh regijah (graf C). Majhen vpliv je odražal zaprtje in nato ponovno odprtje sektorjev z nizko produktivnostjo. Gledano v celoti pozitivna prerazporeditev v letu 2020 predstavlja polovico kumulativne rasti produktivnosti v euroobmočju od leta 2020 do leta 2023. Ta učinek je bil enako velik v ZDA, vendar se relativno gledano zdi manjši zaradi precej višje rasti produktivnosti v tej državi.

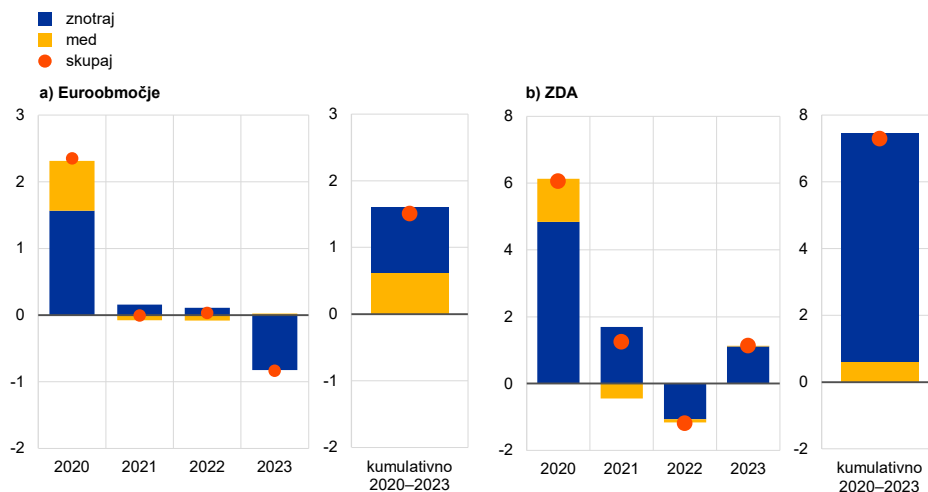
<sup>3</sup> Glej okvir z naslovom »Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2024; članek z naslovom »The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2024; in Consolo, A. in Petroulakis, F., »Did COVID-19 induce a reallocation wave?« *Economica*, v pripravi.



## Graf C

### Analiza gibanja produktivnosti dela na uro na podlagi premikov deležev

(medletne in kumulativne spremembe, 2020–2023)



Viri: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Eurostata, Bureau of Economic Analysis in Bureau of Labor Statistics. Opomba: Izračun temelji na analizi premikov deležev v Denis, C., McMorrow, K., in Roger, W., »An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)«, *European Economy – Economic Papers*, št. 208, Evropska komisija, julij 2004, str. 78.

### Gibanja po pandemiji še dodatno prispevajo k povečevanju vrzeli v produktivnosti med euroobmočjem in ZDA, ki traja že dve desetletji, kar kaže na vlogo strukturnih dejavnikov.

Med letoma 1995 in 2019 se je produktivnost dela na opravljeno delovno uro v ZDA povečala za okrog 50% – ali 2,1% na leto. V euroobmočju se je v tem obdobju zvišala samo za 28% – ali 1% na leto.<sup>4</sup> Razčlenitev produktivnosti na poglobljanje kapitala in skupno faktorsko produktivnost kaže, da je v prvem desetletju tega stoletja produktivnost v euroobmočju prizadelo močno zmanjšanje skupne faktorske produktivnosti (graf D). Od leta 2014 do leta 2019 je skupna faktorska produktivnost nekoliko okrevala, medtem ko je bil prispevek poglobljanja kapitala negativen. Nekateri strokovnjaki menijo, da je večja zmožnost ZDA, da ustvarja in uporablja digitalne tehnologije v proizvodnem procesu, eden od glavnih razlogov za vrzel v produktivnosti med ZDA in euroobmočjem.<sup>5</sup> Medtem ko bi bila rast produktivnosti od pandemije dalje lahko nekoliko napihnjena zaradi nedavnega povečanja nezakonitih migracij, pa je po ocenah vpliv migracij omejen. V euroobmočju se vpliv digitalizacije zelo razlikuje po sektorjih, pri čemer je vpliv precej pozitiven v manj podjetjih kot v ZDA. To bi bilo deloma lahko povezano s tem, da so podjetja v euroobmočju razmeroma manjša.<sup>6</sup> Naši izračuni na podlagi podatkov EU KLEMS (o kapitalu (K), delu (L), energiji (E), materialih (M) in storitvah

<sup>4</sup> V istem obdobju se je produktivnost dela na zaposlenega v ZDA povečala za okrog 44% – ali 1,8% na leto, medtem ko se je v euroobmočju povečala za samo 20% – ali 0,8% na leto.

<sup>5</sup> Glej Van Ark, B., O'Mahoney, M. in Timmer, M., »The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes«, *Journal of Economic Perspectives*, letnik 22, št. 1, 2008, str. 25–44; Schivardi, F. in Schmitz, T., »The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades« *Journal of the European Economic Association*, letnik 8, št. 5, 2020, str. 2441–2486; in Hsieh, C.-T., Klenow, P. J. in Shimizu, K., »Romer or Ricardo?«, *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

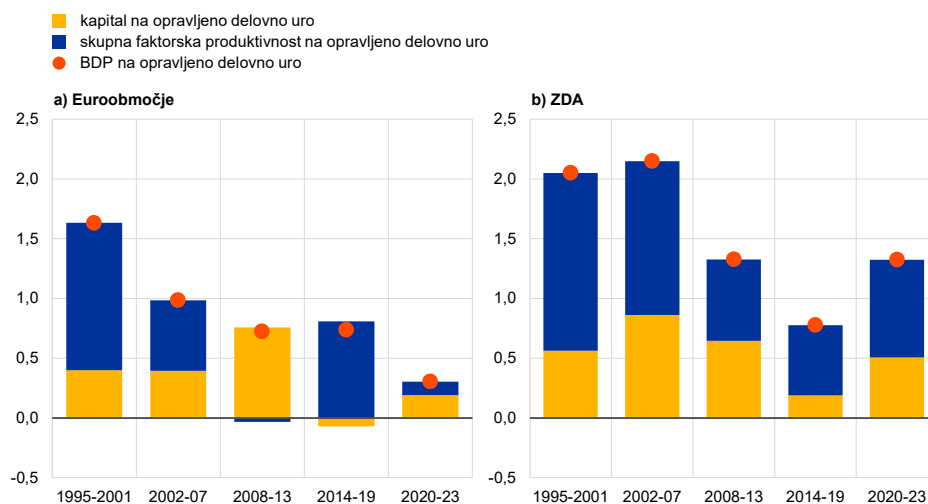
<sup>6</sup> Glej Reis, R., »Letting large European firms grow«, *Think Tank*, Evropski parlament, 2024, in Poschke, M., »The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, letnik 10, št. 3, 2018, str. 1–41; in Anderton, R., Botelho, V. in Reimers, P., »Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?«, *Working Paper Series*, št. 2794, ECB, Frankfurt na Majni, marec 2023.

(S) kot proizvodnih dejavnikov) kažejo, da je sektor informacijskih in komunikacijskih storitev v obdobju 1995–2019 k skupni rasti produktivnosti dela na uro v ZDA prispeval približno 20%, medtem ko je v euroobmočju prispevek tega sektorja znašal le okrog 12%.

## Graf D

### Razčlenitev rasti produktivnosti dela na uro

(v odstotkih na leto)



Viri: podatkovna zbirka Evropske komisije AMECO in izračuni strokovnjakov ECB.

**Če povzamemo, razhajanje rasti produktivnosti med euroobmočjem in ZDA ima tako ciklične kot tudi strukturne značilnosti.** Precej nižjo rast produktivnosti v euroobmočju v zadnjih štirih letih je deloma mogoče pojasniti z bolj izrazito cikličnostjo rasti produktivnosti v tej regiji, s tem, da je zvišanje cen energentov močnejše in dlje zaviralo proizvodnjo in realni dohodek, in z močnejšim vplivom negotovosti, povezane z rusko vojno proti Ukrajini. Vseeno pa se je v dveh desetletjih pred pandemijo produktivnost dela v ZDA povečevala približno dvakrat hitreje kot v euroobmočju. To kaže na vlogo strukturnih dejavnikov. Ključna dejavnika sta bila in sta še vedno večja produktivnost v sektorju informacijskih in komunikacijskih storitev v ZDA in primerjalno nižja inovacijska zmogljivost podjetij v euroobmočju. Ti razliki bi bili lahko povezani z manjšo povprečno velikostjo podjetij v euroobmočju. Manjša prispevka poglobljanja kapitala in skupne faktorske produktivnosti v euroobmočju sta prav tako prispevala k razhajanju. V srednjeročnem obdobju bi produktivnost lahko podpirali ukrepi za spodbujanje produktivnih naložb in zvišanje rasti skupne faktorske produktivnosti.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Dolgoročna vrzel v produktivnosti v razmerju do ZDA se na ravni EU obravnava tudi v Draghi, M., »The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe«, poročilo Evropski komisiji, 9. september 2024. Poročilo predlaga, da naj Evropa za povečanje konkurenčnosti sprejme ukrepe, kot je izboljšanje pogojev za prelomne inovacije.

## 2 Upoštevanje narave pri gospodarski aktivnosti v euroobmočju

Pripravila Mariana Martins Cardoso in Miles Parker

**Narava prispeva vrsto kritičnih storitev h gospodarskemu proizvodu, od katerih mnoge niso ustrezno upoštevane v standardni ekonomski statistiki.**

Med te dejavnike – t. i. ekosistemskih storitev – sodijo ključne funkcije, kot so opraševanje, filtracija zraka in vode, sekvestracija ogljika ter oskrba s pridelki, lesom in drugimi viri. Vrednost teh storitev se redko neposredno meri s statističnimi podatki, kot je BDP. Cena hrane na primer implicitno vključuje ekonomsko vrednost naravnega opraševanja, vendar se zaradi odsotnosti neposrednega merjenja ta vrednost pripisuje kmetijskemu sektorju.

**Obstajajo prizadevanja, da bi se pri merilih gospodarske aktivnosti bolje upošteval naravni kapital.** V tem okvirju obravnavamo projekt integriranega računovodenja naravnega kapitala (INCA), ki ga vodi Skupno raziskovalno središče Evropske komisije (JRC), in pobudo Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) za merjenje rasti BDP, prilagojene za onesnaženost. Čeprav ta merila le delno zajemajo gospodarski prispevek narave, že zdaj dajejo koristen vpogled v vlogo narave pri gospodarski aktivnosti v euroobmočju.

**INCA se opira na velik nabor geoprostorskih podatkov in uporablja različna modelska orodja za določanje poštene vrednosti ekosistemskih storitev.**<sup>8</sup>

Vrednost sekvestracije ogljika se na primer izračuna tako, da se ocene družbenih stroškov ogljika pomnožijo s sekvestrirano količino, pri čemer se uporabljajo satelitski podatki o vegetacijski odeji. Leta 2019 je ocenjena vrednost ekosistemskih storitev v EU znašala več kot 234 milijard EUR, kar je približno enako skupni bruto dodani vrednosti kmetijskega in gozdarskega sektorja (tabela A). Čeprav ta dva sektorja predstavljata velik delež uporabe ekosistemskih storitev, so bili tudi drugi sektorji pomembni uporabniki. Na gospodinjsva je pozitivno vplivala rekreacija v naravi kot ekosistemski storitev z najvišjo vrednostjo med proučevanimi.

---

<sup>8</sup> Skupno raziskovalno središče, »Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)«, Evropska komisija, 2021.

**Tabela A**

Ocenjena vrednost ekosistemskih storitev v 28 državah članicah EU v letu 2019

(v milijonih EUR)

Ekosistemska storitev	Metoda vrednotenja	Vrednost
Oskrba s pridelki	Delež tržne cene pridelkov	23.145
Oskrba z lesom	Delež gozdarske proizvodnje	16.379
Opraševanje	Tržna vrednost povečane proizvodnje	4.977
Sekvestracija ogljika	Družbeni stroški ogljika	13.271
Kontrola poplav	Izognitev stroškom škode	18.016
Čiščenje voda	Nadomestitveni stroški	61.882
Rekreacija v naravi	Metoda potnih stroškov	80.262
Oskrba z vodo	Nadomestitveni stroški	4.887
Filtracija zraka delcev PM <sub>2,5</sub>	Izognitev stroškom zdravstvenega varstva	10.446
Ulov morskih rib	Čisti dobiček	1.042
<b>Skupaj</b>		<b>234.307</b>

Vir: JRC (2021).

### Z vključevanjem naravnih in okoljskih dejavnikov se izboljša analiza gonil gospodarske rasti.<sup>9</sup>

OECD izračunava BDP, prilagojen za onesnaženost, z odštetjem ocenjenih stroškov onesnaževanja, vključno z ogljikovim dioksidom, dušikom, žveplom in delci. Ti stroški vključujejo podnebne spremembe, ekosistemsko škodo, bolezni in smrt.<sup>10</sup> BDP, prilagojen za onesnaženost, je zato nižji od BDP, ki je prikazan v nacionalnih računih. V standardni analizi računovodstva rasti obstajajo trije glavni dejavniki gospodarske rasti: proizvedeni kapital (kot so stroji, stavbe in infrastruktura), delo in skupna factorska produktivnost. Skupna factorska produktivnost se praviloma izračuna kot preostanek, ko se prispevki kapitala in dela odštejejo od proizvoda. OECD to dopolni z merjenjem prispevka k rasti, ki izhaja iz večjega izkoriščanja narave (na primer s povečanjem rudarjenja ali sečnje). Okoljsko prilagojena skupna factorska produktivnost se lahko nato izračuna kot preostanek, ki nastane, če odštejemo te dejavnike od BDP, prilagojenega za onesnaženost.

**Enak obseg proizvodnje z manj vložki pomeni povečanje dodane vrednosti, podobno kot enak obseg proizvodnje z manj onesnaženja pomeni povečanje dodane vrednosti z dolgoročnega okoljskega vidika.** Med letoma 1996 in 2018 se je onesnaževanje v večini evropskih gospodarstev znatno zmanjšalo, kar je v Nemčiji, Franciji in Italiji k letni rasti BDP (prilagojeni za onesnaženost) prispevalo več kot 0,3 odstotne točke (tabela B), kar je bilo več kot dvakratnik prilagoditve za onesnaženost v ZDA. Na Kitajskem in v Indiji se je rast BDP povečevala na račun večjega onesnaževanja. Kar zadeva dejavnike, ki so prispevali k rasti, večje izkoriščanje narave skorajda ni prispevalo k povprečni rasti v državah OECD, na Kitajskem in v Indiji pa je bil prispevek majhen.

<sup>9</sup> Cárdenas Rodríguez, M. et al., »Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services«, *OECD Green Growth Papers*, november 2023.

<sup>10</sup> Kot primer stroškov onesnaženosti z delci navajamo podatek, da je onesnaženost zraka povzročila 238.000 prezgodnjih smrti v EU zgolj v letu 2020, glej Evropska agencija za okolje, *Health impacts of air pollution in Europe*, 2022.

**Tabela B****Z naravo prilagojeni prispevki k rasti v večjih gospodarstvih**

(rast: medletna sprememba v odstotkih; prispevek: odstotne točke)

Država	Merila rasti proizvoda			Prispevki k rasti proizvoda			
	Rast BDP	Rast BDP, prilagojena za onesnaženost	Razlika	Prispevek dela	Prispevek proizvedenega kapitala	Prispevek iz izkoriščanja narave	Okoljsko prilagojena rast skupne faktorske produktivnosti
Francija	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Nemčija	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italija	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Nizozemska	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Španija	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Povprečje EU27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
ZDA	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
Kitajska	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
Indija	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Viri: Cárdenas Rodríguez et al. (2023) in izračuni ECB.  
Opomba: Povprečje za obdobje 1996–2018.

**Rezultat takšnih okoljskih prilagoditev je višja izmerjena rast produktivnosti v Evropi (graf A).** Nedavne publikacije ECB so pokazale, da se lahko z zmanjšanjem emisij med zelenim prehodom začasno zmanjša izmerjena produktivnost.<sup>11</sup> Ti podatki kažejo, da ta proces morda že poteka. Standardna merila skupne faktorske produktivnosti kažejo upočasnitev povprečne letne rasti produktivnosti v obdobju 2009–2018 v primerjavi z obdobjem 1996–2008 v skupini 12 držav euroobmočja (EO12) (0,2% proti 0,5%) ter v ZDA (0,6% proti 1,2%).<sup>12</sup> Okoljsko prilagojena skupna faktorska produktivnost se je med tema obdobjema prav tako zmanjšala, vendar daje manj pesimistično sliko glede nedavne rasti produktivnosti. V skladu s tem je rast skupne faktorske produktivnosti v državah EO12 v obdobju 2009–2018 v povprečju znašala 0,6%, v ZDA pa 1%.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Glej članek z naslovom »How climate change affects potential output«, *Ekonomski bilten*, številka 6/2023, Evropska centralna banka; Bijens et al, 2024, *The impact of climate change and policies on productivity*, *ECB Occasional Paper Series*, št. 340.

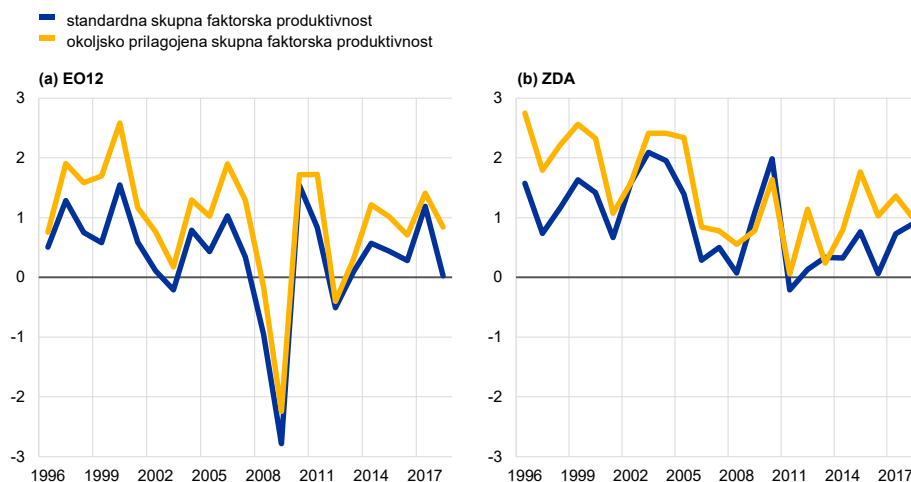
<sup>12</sup> EO12 vključuje Avstrijo, Belgijo, Finsko, Francijo, Nemčijo, Grčijo, Irsko, Italijo, Luksemburg, Nizozemsko, Portugalsko in Španijo, tehtano z BDP iz leta 2013.

<sup>13</sup> Podatek za EO12 iz leta 2009 ima zelo velik vpliv na povprečje. V obdobju 2010–2018 je bila povprečna okoljsko prilagojena rast skupne faktorske produktivnosti v EO12 na splošno skladna z rastjo v ZDA.

## Graf A

### Razlika med standardno in okoljsko prilagojeno rastjo skupne faktorske produktivnosti

(v odstotkih na leto)



Viri: Cárdenas Rodríguez et al. (2023), OECD in izračuni ECB.

Opomba: EO12 vključuje Avstrijo, Belgijo, Finsko, Francijo, Nemčijo, Grčijo, Irsko, Italijo, Luksemburg, Nizozemsko, Portugalsko in Španijo, tehtano z BDP iz leta 2013.

**Resnični pomen narave za gospodarsko aktivnost verjetno presega zgornje ocene, zato se lahko z nadaljnjo degradacijo narave bistveno zmanjša prihodnja proizvodna zmogljivost.**<sup>14</sup> Številne ekosistemske storitve še niso kvantificirane, zato je njihova vrednost podcenjena. Poleg tega je njihov gospodarski pomen odvisen tudi od tega, ali jih je mogoče nadomestiti z drugimi proizvodnimi dejavniki. Ročno delo na primer že nadomešča naravno opraševanje pri nekaterih pridelkih visoke vrednosti, vendar bi bilo to nemogoče storiti pri vseh pridelkih. S prekomernim izkoriščanjem naravnih virov se lahko kratkoročno poveča proizvod, vendar je lahko dolgoročno nevzdržno, saj degradacija narave v končni fazi zmanjša pretok ekosistemskih storitev in s tem gospodarsko aktivnost.<sup>15</sup>

**Neposredno merjenje ekosistemskih storitev znotraj BDP je pomemben napredek, vendar je za razumevanje dolgoročnih vplivov še vedno nezadostno.**

Nekatere izboljšave podatkov so že predvidene, saj Eurostat načrtuje objavo ekosistemskih računov od leta 2026 dalje na podlagi dela v okviru projekta INCA. Sprva bodo zajemali sedem ekosistemskih storitev v fizičnih enotah (na primer količino pridelkov, ki jo je mogoče pripisati opraševanju z naravnimi opraševalci, ali tone sekvestiranega ogljika), pri čemer se proučuje možnost izračuna denarne vrednosti.<sup>16</sup> Vendar *bruto* domači proizvod ne zajame vseh vplivov degradacije narave, saj ne vključuje izgube vrednosti. Degradacija narave, ki je posledica netrajnostnega izkoriščanja, zato ne bo nikoli vključena v BDP, tudi če bodo priznane

<sup>14</sup> Glej Döhring, B., et al., »Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity«, *European Economy Discussion Papers*, št. 180, Evropska komisija, februar 2023.

<sup>15</sup> Glej Kuchler, T. et al., »The economics of biodiversity loss«, prispevek na forumu ECB v Sintri, 2024.

<sup>16</sup> Oskrba s pridelki, opraševanje pridelkov, oskrba z lesom, filtracija zraka, uravnavanje podnebja na svetovni ravni, uravnavanje podnebja na lokalni ravni, na naravi temelječe storitve, povezane s turizmom. Glej COM/2022/329 Uredba o spremembi Uredbe (EU) št. 691/2011 glede uvedbe novih modulov okoljsko-ekonomskih računov.

ekosistemske storitve. Da bi v celoti razumeli posledice za prihodnji proizvod, je treba biti pozoren na *neto* domači proizvod, ki upošteva amortizacijo. Poleg tega številne ekosistemske storitve zmanjšujejo vpliv skrajnih podnebnih razmer, kot so poplave. Čeprav so gospodarske koristi lahko znatne, so nemerljive brez uporabe ekonomskih modelov, s katerimi se ugotavlja, koliko bi bila aktivnost nižja brez njihove zaščite.

**Napredek pri ekonomskem modeliranju je potreben tudi za boljše kvantificiranje koristi, ki jih prinašajo ekosistemske storitve, in ugotavljanje, kateri sektorji so odvisni od njih.** Tako bo mogoče identificirati primere, kjer bi naložbe v naravo lahko prinesle neto koristi v srednjeročnem obdobju. Prav tako bo lažje pojasniti, kako se motnje v ekosistemskih storitvah – doma in na tujem – širijo po gospodarstvu prek dobavnih verig. Ob teh motnjah se bo zmanjšala dejanska gospodarska aktivnost ne glede na to, ali se ekosistemske storitve merijo neposredno ali ne. Podrobnejša razprava o gospodarskih in finančnih posledicah degradacije narave in izgube biotske raznovrstnosti je v članku 2 v tej številki.

### 3 Zakaj so gospodinjstva v euroobmočju še vedno pesimistična in kakšne so posledice za zasebno potrošnjo?

Pripravili Alina Bobasu, Dario Esposito in Johannes Gareis

**Zaupanje potrošnikov v euroobmočju je po začetku ruske obsežne invazije na Ukrajino strmo upadlo in od takrat kljub določenemu okrevanju ostaja na nizki ravni.** Potem ko je zaupanje septembra 2022 doseglo najnižjo raven po invaziji, se je postopno izboljšalo, vendar se še ni vrnilo na povprečno raven pred pandemijo in je bilo avgusta 2024 precej manjše kot v času pred invazijo (graf A). V tem okvirju analiziramo temeljne dejavnike, ki pojasnjujejo šibko zaupanje potrošnikov, in ocenjujemo kratkoročne posledice vztrajno majhnega zaupanja za zasebno potrošnjo.

**Na zaupanje potrošnikov negativno vplivajo zlasti pričakovanja gospodinjstev glede splošnih gospodarskih razmer.** Indeks zaupanja potrošnikov, ki ga uporablja Evropska komisija, je sestavljeni kazalnik, izračunan kot aritmetična sredina ravnotežij odgovorov (tj. razlika med odstotkom pozitivnih odgovorov in odstotkom negativnih odgovorov) za štiri anketna vprašanja. Ta vprašanja se nanašajo na pričakovanja gospodinjstev za naslednjih 12 mesecev glede njihovega finančnega položaja, splošnih gospodarskih razmer in večjih nakupov ter na njihove ocene svojega finančnega položaja v zadnjih 12 mesecih.<sup>1</sup> Pričakovanja gospodinjstev glede splošnih gospodarskih razmer so od sredine leta 2023 večinoma nespremenjena, kar zavira morebitno nadaljnje izboljšanje zaupanja potrošnikov po izboljšanju, ki je sledilo upadu po invaziji (graf A). Nasprotno so se vse druge komponente zaupanja potrošnikov še naprej izboljševale, pri čemer so bile sredi leta 2024 ocene gospodinjstev glede njihovega preteklega finančnega položaja in namenov glede večjih nakupov rahlo višje od povprečnih ocen pred pandemijo.

---

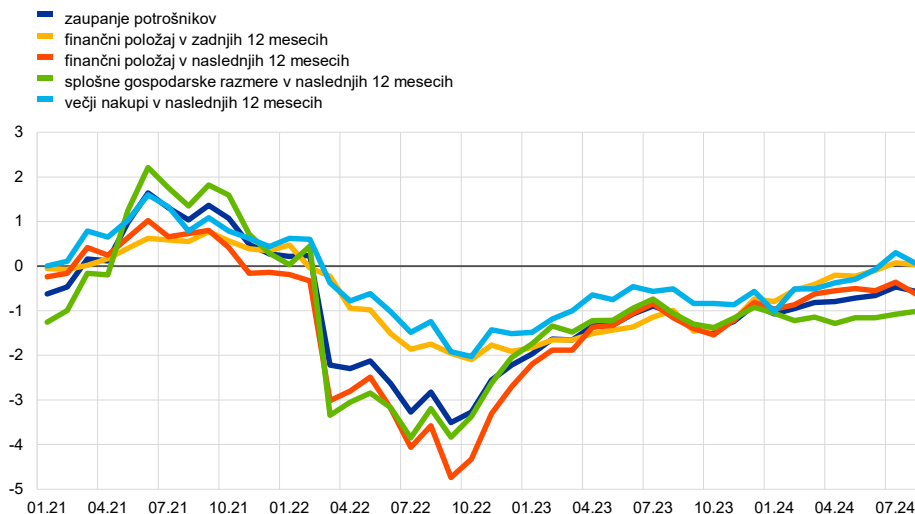
<sup>1</sup> Glej »A revised consumer confidence indicator«, Evropska komisija, 2018.



## Graf A

### Zaupanje potrošnikov in komponente

(standardizirana ravnotežja v odstotkih)



Viri: Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki so standardizirani za obdobje od januarja 1999 do decembra 2019, črta, ki označuje vrednost nič, pa ponazarja povprečje pred pandemijo. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2024.

### Model linearne regresije opisuje preteklo razmerje med zaupanjem potrošnikov in različnimi komponentami zasebne potrošnje.<sup>2</sup> Z omenjenim modelom se

zaupanje potrošnikov regresira na konstanto, dva odloga zaupanja potrošnikov in sočasne vrednosti stopnje inflacije, stopnjo brezposelnosti, merilo stroškov zadolževanja, medletno odstotno spremembo tečajev delnic, medletno odstotno spremembo cen stanovanj ter pričakovanja gospodinjstev glede inflacije in brezposelnosti v naslednjih 12 mesecih.<sup>3</sup> Odloga omogočata postopen odziv zaupanja potrošnikov na spremembe drugih spremenljivk. Pričakovanja gospodinjstev glede prihodnje inflacije in brezposelnosti so vključena, saj glede na to, da vplivajo na dojetanje blaginje gospodinjstev, pogosto bolje odražajo zaupanje potrošnikov kot dejanski rezultati.<sup>4</sup> Poleg tega po definiciji odražajo v prihodnost usmerjeno naravo večine komponent zaupanja potrošnikov.<sup>5</sup>

### Iz modela je razvidno, da je bil prvotni razlog za zmanjšanje zaupanja potrošnikov v primerjavi z obdobjem pred invazijo zviševanje dejanske in pričakovane inflacije, ki so mu pozneje sledili vse večji negativni učinki višjih

<sup>2</sup> Glej tudi Bolhuis, M. A., Cramer, J. N., Schulz, K. O., in Summers, L. H., »The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly«, *Working Paper*, št. 32163, National Bureau of Economic Research, februar 2024.

<sup>3</sup> Podatki o pričakovanjih gospodinjstev glede inflacije in brezposelnosti so vzeti iz ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov. Pričakovanja gospodinjstev glede inflacije se nanašajo na četrtletna inflacijska pričakovanja za naslednjih 12 mesecev v kvantitativnem smislu, medtem ko se pričakovanja glede brezposelnosti nanašajo na pričakovanja gospodinjstev glede brezposelnosti za naslednjih 12 mesecev v kvalitativnem smislu.

<sup>4</sup> Pomen inflacijskih pričakovanj gospodinjstev za zaupanje potrošnikov je predstavljen v »European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area«, *Technical Paper*, št. 074, Evropska komisija, julij 2024.

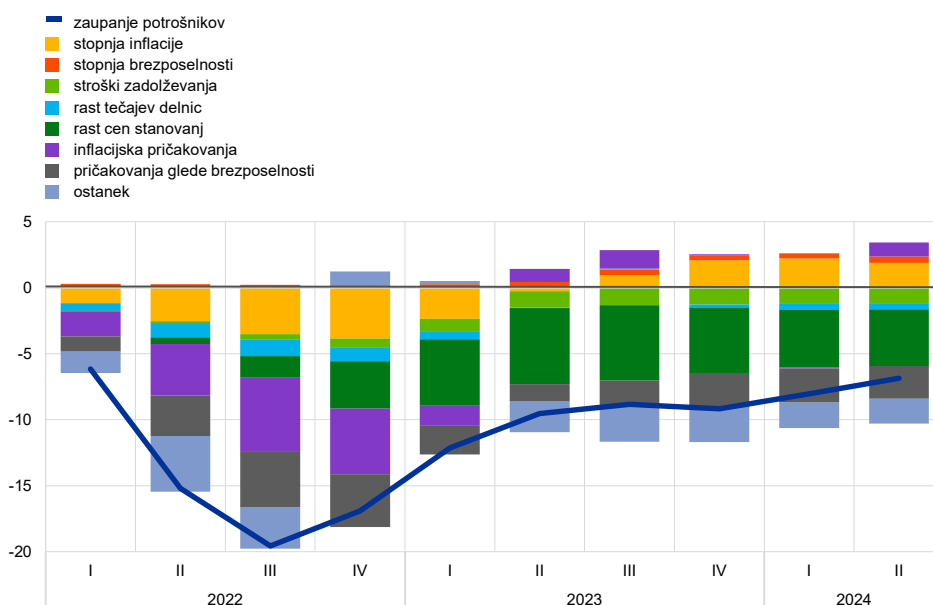
<sup>5</sup> Kljub temu bi lahko, ker so bila pričakovanja gospodinjstev glede prihodnje inflacije in brezposelnosti v letu 2022 kolinearna s splošno negotovostjo glede ruske invazije na Ukrajino, so ocenjeni koeficienti za ti dve spremenljivki v modelu zajemali tudi z vojno povezane dejavnike, ki niso učinki inflacije in brezposelnosti.

**stroškov zadolževanja v povezavi z zniževanjem cen stanovanj.** Modelski rezultati kažejo, da je bilo zmanjšanje zaupanja potrošnikov v euroobmočju po ruski invaziji na Ukrajino v primerjavi z zadnjim četrletjem 2021 večinoma posledica zviševanja dejanske in pričakovane inflacije (graf B). K poznejšemu izboljšanju zaupanja potrošnikov sta zato prispevala predvsem zniževanje dejanske inflacije in nižja pričakovana inflacija. V letu 2023 so se v primerjavi z letom 2022 zmanjšala tudi pričakovanja gospodinjstev glede brezposelnosti, vendar so bila v drugem četrletju 2024 še vedno višja kot v zadnjem četrletju 2021.<sup>6</sup> Poleg tega je zaostrovanje denarne politike prispevalo k višjim stroškom zadolževanja in znižanju cene stanovanj, kar je začelo negativno vplivati na zaupanje potrošnikov od sredine leta 2022 naprej. Kot je razvidno iz negativnega prispevka ostankov regresije, je zaupanje potrošnikov ostalo rahlo šibkejše kot v zadnjem četrletju 2021 zaradi drugih dejavnikov, ki v modelu niso bili zajeti, verjetno zaradi povečane geopolitične negotovosti in negotovosti glede ekonomskih politik.<sup>7</sup>

## Graf B

### Dejavniki zaupanja potrošnikov, ki temeljijo na modelu

(varnotežja v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah, odstopanja od IV 2021)



Viri: Evropska komisija, Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje prispevke regresorjev za regresijo četrletnega zaupanja potrošnikov na konstanto, dva odloga zaupanja potrošnikov in sočasne vrednosti stopnje inflacije, stopnja brezposelnosti, merilo stroškov zadolževanja, medletno odstotno spremembo tečajev delnic, medletno odstotno spremembo četrletnih cen stanovanj ter pričakovanja gospodinjstev glede inflacije in brezposelnosti v naslednjih 12 mesecih. Kot približek za stroške zadolževanja je uporabljena obrestna mera za potrošniška posojila. Model je ocenjen z uporabo podatkov iz obdobja od prvega četrletja 2004 do drugega četrletja 2024 in vključuje slepo spremenljivko za vsako četrletje v letu 2020. Najnovejše podatkovne točke se nanašajo na drugo četrletje 2024, razen pri rasti cen stanovanj, ki je napovedana za drugo četrletje 2024 na podlagi univariatnega modela AR(2).

<sup>6</sup> Večja pričakovana brezposelnost kot v zadnjem četrletju 2021 je v nasprotju z ugodnimi rezultati na trgu dela, pri čemer se je stopnja brezposelnosti od zadnjega četrletja 2021 do drugega četrletja 2024 vztrajno zniževala ter rahlo podpirala zaupanje potrošnikov v tem obdobju. Stopnja brezposelnosti in pričakovanja glede brezposelnosti so spodbudno vplivali na zaupanje potrošnikov v drugem četrletju 2024, saj je bila oziroma so bila nižja od povprečnih ravni pred pandemijo.

<sup>7</sup> To je približno skladno z indeksom negotovosti potrošnikov, ki ga uporablja Evropska komisija. Ta se je do drugega četrletja 2024 občutno znižal z najvišje vrednosti, dosežene v tretjem četrletju 2022, vendar je ostal visok v primerjavi z ravni v zadnjem četrletju 2021.

### **Zaupanje potrošnikov je navadno v tesni korelaciji z rastjo zasebne potrošnje.**

Kot je prikazano zgoraj, na zaupanje potrošnikov vplivajo spremenljivke, ki so tudi dejavniki zasebne potrošnje. Zaupanje je tako odraz osnovnih informacij o sedanjem in prihodnjem stanju gospodarstva.<sup>8</sup> V obdobju pred pandemijo je bilo denimo zaupanje potrošnikov na splošno tesno povezano s četrtno rastjo potrošnje, zlasti v obdobjih gospodarskega upada.<sup>9</sup>

**Dejstvo, da zaupanje potrošnikov ostaja šibko, nakazuje, da se bo zasebna potrošnja v kratkoročnem obdobju le zmerno izboljšala.** Model s premostitvenimi enačbami, ki četrtno rast zaupanja potrošnikov povezuje s četrtno rastjo zasebne potrošnje, napoveduje rahlo povečanje zasebne potrošnje v tretjem četrtnju 2024 (graf C).<sup>10</sup> Vseeno so obeti za zasebno potrošnjo negotovi zaradi negotovosti glede gibanja dejavnikov, ki vplivajo na zaupanje potrošnikov. V prihodnje se bo ob nadaljnjem zniževanju inflacije, nadaljnji podpori odpornih trgov dela in okrevanju realnega dohodka zaupanje potrošnikov verjetno še naprej izboljševalo, vendar pa bodo učinki zadnjega kroga zaostitve denarne politike verjetno še nekaj časa vztrajali, povečana geopolitična negotovost in negotovost glede ekonomskih politik pa bi lahko zaviralno vplivali na okrevanje.

---

<sup>8</sup> Ena od očitnih prednosti indeksa zaupanja potrošnikov pred dejavniki zasebne potrošnje je njegova pravočasnost. Glej tudi okvir z naslovom »[Does consumer confidence predict private consumption?](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2015.

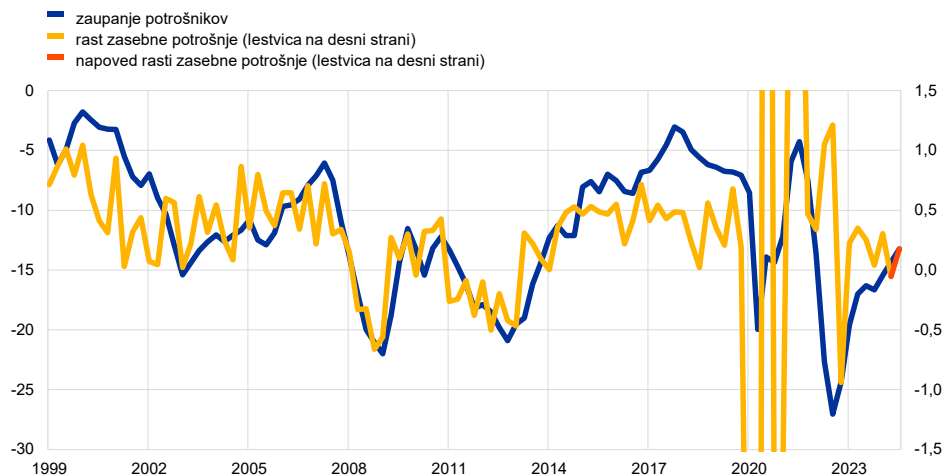
<sup>9</sup> Glej tudi članek z naslovom »[Confidence indicators and economic developments](#)«, *Monthly Bulletin*, ECB, januar 2013.

<sup>10</sup> Iz ocene modela s premostitvenimi enačbami zunaj vzorca je razvidno, da se je napovedna moč, merjena kot koren povprečne kvadratne napake pri napovedih, med pandemijo precej poslabšala, vendar se je nato od začetka leta 2023 izboljšala. Kar zadeva komponente zaupanja potrošnikov, omenjena ocena kaže, da so bila pred pandemijo finančna pričakovanja gospodinjstev nekoliko tesneje povezana z rastjo zasebne potrošnje kot splošno zaupanje potrošnikov, vendar pa so relativne razlike med napovedno močjo komponent v najnovjšem obdobju postale zanemarljive. Na splošno bi bilo treba te rezultate ocenjevanja razlagati previdno, ker je razpoložljivi vzorec za najnovjše obdobje majhen in se revidira z novimi podatki. Glej tudi okvir z naslovom »[Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2024.

## Graf C

### Zaupanje potrošnikov in rast zasebne potrošnje

(lestvica na levi strani: ravnotežja v odstotkih; lestvica na desni strani: medčetrletne spremembe v odstotkih)



Viri: Evropska komisija, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2024 pri rasti zasebne potrošnje in na avgust 2024 pri zaupanju potrošnikov. Rdeča črta označuje napoved rasti zasebne potrošnje za tretje četrletje 2024 na podlagi modela s premostitvenimi enačbami, s katerim se četrletna rast zasebne potrošnje regresira na konstanto, lasten odlog in sočasno četrletno zaupanje potrošnikov, pri čemer se uporabijo podatki iz obdobja od prvega četrletja 1999 do drugega četrletja 2024 in vključijo slepa spremenljivka za vsako četrletje v letu 2020. Pri napovedi za tretje četrletje 2024 se predpostavlja, da je četrletno zaupanje potrošnikov enako povprečni ravni iz julija in avgusta.

## Ugotovitve iz ankete med vodilnimi podjetji o trendih na trgu dela in uvajanju generativne umetne inteligence

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris in Christofer Schroeder

**V nedavni anketi ECB so bila vodilnim nefinančnim podjetjem zastavljena vprašanja o dejavnikih v zvezi z nekaterimi ključnimi značilnostmi trga dela v euroobmočju v zadnjih letih.** Med te značilnosti sodijo pogostejše navajanje težav podjetij pri zaposlovanju, visoka in naraščajoča zaposlenost kljub stagniranju gospodarske aktivnosti (s čimer se zmanjša produktivnost dela), občutno zmanjšanje povprečnega števila opravljenih ur in povečanje obsega dela na daljavo. Ta del ankete je vključeval vrsto splošnih trditev, s katerimi so se anketiranci lahko strinjali, popolnoma strinjali, ne strinjali, se nikakor ne strinjali ali pa se niso niti strinjali niti ne strinjali. Anketiranci so bili naprošeni, naj se osredotočijo na srednjeročni vidik in sedanje razmere primerjajo s tistimi pred petimi do desetimi leti. Če so se strinjali ali popolnoma strinjali s splošno trditvijo, naj bi odgovorili še na niz dodatnih trditev, namenjenih iskanju razlogov za to.

### **Podjetja smo vprašali tudi o uporabi generativne umetne inteligence.**

Generativna umetna inteligenca je najnovejši napredek v fazi hitrega tehnološkega razvoja in lahko močno vpliva na trg dela in produktivnost. V anketi so bila podjetja vprašana: (i) ali generativno umetno inteligenco uporabljajo operativno, in če jo, (ii) od kdaj, (iii) kolikšen delež zaposlenih jo uporablja pri delu vsaj enkrat tedensko ter (iv) kateri so glavni motivi za njeno uvajanje. Anketa je bila poslana podjetjem, s katerimi ECB vzdržuje redne stike, da zbere informacije o obetih za gospodarsko aktivnost, cenah in zaposlenosti.<sup>1</sup> Potekala je od konca maja do konca junija 2024 in prejela 46 odgovorov.

### **Anketiranci so se večinoma strinjali, da je zaposlovanje v zadnjih letih vse težje, in poudarili, da primanjkuje delavcev z ustreznimi kvalifikacijami (graf A).**

Več kot 90% se jih je strinjalo ali popolnoma strinjalo s trditvijo, da je zaposlovanje potrebnih delavcev težje kot pred petimi do desetimi leti, kar odraža splošno pomanjkanje delovne sile. Od teh se jih je 90% strinjalo, da primanjkuje kandidatov s potrebnimi znanji, kar kaže na pomanjkanje kvalificirane delovne sile. Nekoliko manjši, čeprav znaten delež (nekaj manj kot 50%) je navedel, da je kandidatov ne glede na zahtevane kvalifikacije na splošno premalo. Podjetja, ki jim je na splošno primanjkovalo prosilcev, so bila večinoma iz delovno intenzivnih storitvenih panog ali s precejšnjim deležem proizvodnje v Nemčiji. Kar zadeva dejavnike povpraševanja, sta se približno dve tretjini strinjali, da je zaradi sprememb v zahtevanih kvalifikacijah več težav pri zaposlovanju, skoraj 60% pa jih je navedlo, da je zaradi obstoječih plač težje pridobiti zaposlene s potrebnim znanjem.

<sup>1</sup> Več informacij o naravi in namenu teh stikov je v članku z naslovom »The ECB's dialogue with non-financial companies«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

## Graf A

### Povzetek odgovorov v zvezi s pomanjkanjem delovne sile

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Stolpci označujejo odstotke anketirancev, ki so navedli vseh pet možnih odgovorov. Vsi anketiranci naj bi odgovorili na splošno trditev, označeno s krepkim tiskom. Če so se strinjali ali popolnoma strinjali, naj bi odgovorili tudi na dodatne trditve. Deleži pri dodatnih trditvah se nanašajo na podskupino anketirancev, ki so se strinjali ali popolnoma strinjali s splošno trditvijo.

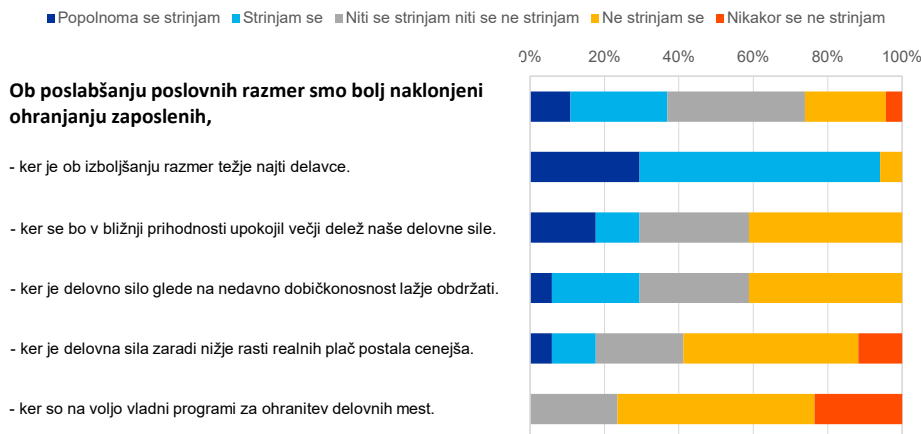
**Nekaj več kot tretjina anketirancev se je strinjala, da so njihova podjetja ob poslabšanju poslovnih razmer bolj naklonjena ohranjanju zaposlenih, skoraj vsi pa so to povezovali s pričakovanimi težavami pri zaposlovanju, ko se pogoji izboljšajo (graf B).** To kaže na močno povezavo med kopičenjem delovne sile in njenim pomanjkanjem. Pri vseh drugih dodatnih trditvah je bilo več nestrinjanja kot strinjanja, čeprav se je približno polovica podjetij, ki so bolj naklonjena ohranjanju zaposlenih, strinjala, da je bil pomemben še vsaj en dejavnik. Približno tretjina jih je dejala, da je ta dejavnik pričakovano večje število upokojitev v bližnji prihodnosti. Podoben delež se jih je strinjal, da si v zadnjem času lahko privoščijo obdržati delovno silo, približno 20% pa se jih je strinjalo, da je razlog nižja rast realnih plač. To nekoliko, čeprav omejeno, potrjuje prejšnji analizi o pomenu teh dejavnikov za odpornost zaposlenosti po koncu leta 2022.<sup>2</sup> Noben anketiranec se ni strinjal s trditvijo, da so k temu prispevali vladni programi za ohranitev delovnih mest.

<sup>2</sup> Glej okvirja z naslovoma »Višje profitne marže so prispevale h kopičenju delovne sile v podjetjih« in »Dejavniki rasti zaposlenosti v euroobmočju po pandemiji – pogled na podlagi modela«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2024.

## Graf B

### Povzetek odgovorov v zvezi s kopičenjem delovne sile

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

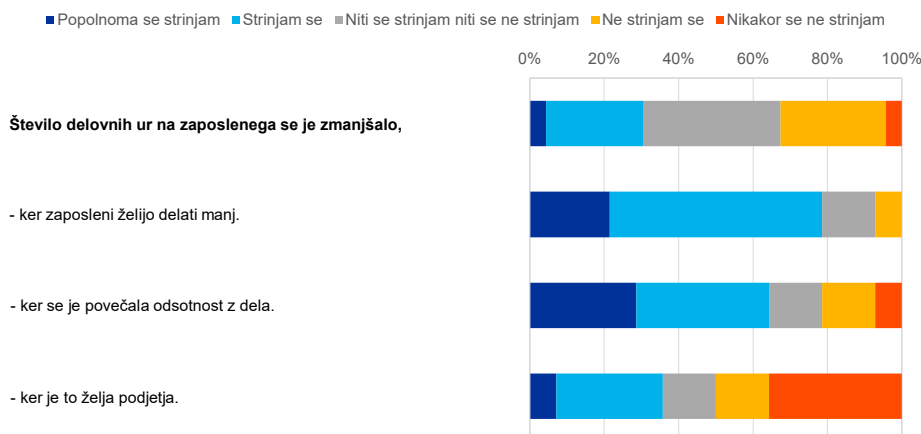
Opomba: Glej opombe h grafu A.

**Anketiranci, ki so se strinjali, da se je število delovnih ur na zaposlenega zmanjšalo, so kot najpomembnejši razlog navedli željo zaposlenih, da delajo manj (graf C).** 80% tistih, ki so se strinjali, da se je število delovnih ur zmanjšalo, je navedlo, da je razlog (vsaj delno) v tem, da zaposleni raje delajo manj, dve tretjini pa sta menili, da je k temu prispevalo povečanje odsotnosti z dela. Nasprotno pa jih je le tretjina navedla, da je to odraz želje podjetja (medtem ko se jih več kot polovica ni strinjala s to dodatno trditvijo, vključno s tretjino, ki se z njo nikakor ni strinjala).

## Graf C

### Povzetek odgovorov v zvezi s številom opravljenih delovnih ur

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Glej opombe h grafu A.

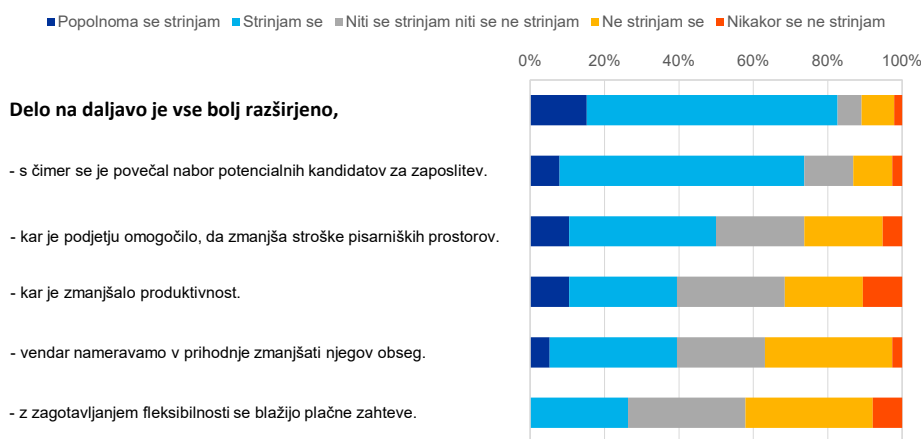
**Anketiranci so potrdili splošno povečanje obsega dela na daljavo, pri čemer se je večina strinjala, da se je s tem razširil nabor potencialnih kandidatov za**

**zaposlitev (graf D).** Od nekaj več kot 80% tistih, ki so odgovorili, da je delo na daljavo vse bolj prisotno, se jih je tri četrtine strinjalo, da se je s tem razširil nabor potencialnih kandidatov za delo. Približno polovica jih je dejala, da je to podjetju omogočilo zmanjšanje pisarniških prostorov in s tem povezanih fiksnih stroškov. Nasprotno pa se je le četrtina strinjala, da je to pripomoglo k umiritvi zahtev glede plač, medtem ko se jih skoraj polovica s tem ni strinjala. Približno 40% se jih je strinjalo s trditvijo, da se je z večjim obsegom dela na daljavo zmanjšala produktivnost (podoben delež jih je izjavil, da nameravajo v prihodnje zmanjšati obseg dela na daljavo), nekaj več kot 30% pa se jih s to trditvijo ni strinjalo.

## Graf D

### Povzetek odgovorov v zvezi z delom na daljavo

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Glej opombe h grafu A.

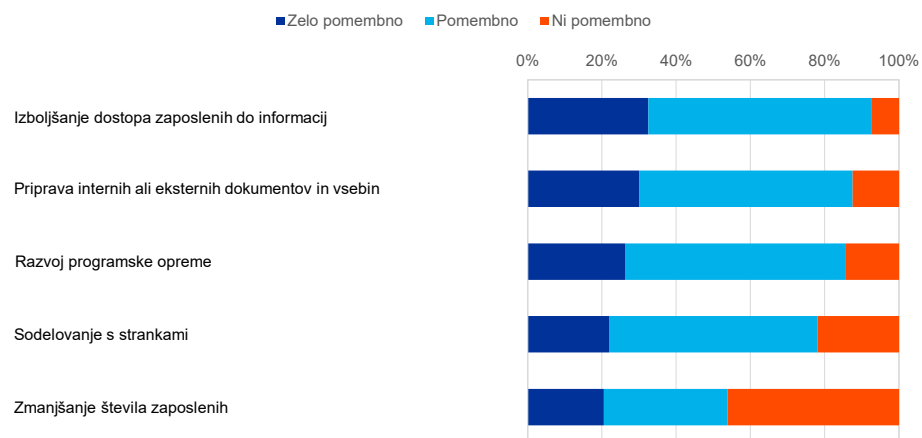
**Pri vprašanih o uporabi generativne umetne inteligence je skoraj tri četrtine vprašanih odgovorilo, da njihova podjetja že uporabljajo to tehnologijo, motivi za to pa so zelo raznoliki (graf E).** Med tistimi, ki generativno umetno inteligenco že uporabljajo operativno, jo je večina začela uporabljati razmeroma pred kratkim, v letu 2023 pa naj bi se njeno uvajanje močno razširilo. Približno polovica jih ocenjuje, da generativno umetno inteligenco vsaj enkrat na teden uporablja največ 10% zaposlenih, le 6% pa jih meni, da je delež zaposlenih, ki redno uporabljajo to tehnologijo, večji od 25%. Med glavnimi razlogi za uvajanje generativne umetne inteligence je na prvem mestu izboljšanje dostopa zaposlenih do informacij, saj ga več kot 90% vprašanih ocenjuje kot pomembnega ali zelo pomembnega. Takoj za tem sledi uporaba generativne umetne inteligence za ustvarjanje vsebin, razvoj programske opreme in sodelovanje s strankami. Približno polovica tistih, ki to tehnologijo uporabljajo, se je strinjala, da je pomemben motiv tudi zmanjšanje števila zaposlenih. Poleg tega je več anketiranih poudarilo, da je uporaba generativne umetne inteligence še vedno v eksperimentalni fazi, saj se podjetja še učijo in iščejo primere uporabe, da povečajo produktivnost, kakovost in učinkovitost.



## Graf E

### Povzetek odgovorov v zvezi z glavnimi motivi za uvajanje generativne umetne inteligence

(odgovori v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Stolpci označujejo odstotke anketirancev, ki so navedli vse tri možne odgovore.

## 5 Nedavna gibanja plač in vloga dodatkov na osnovno plačo

Pripravili Colm Bates, Katalin Bodnár in Kathinka Schlieker

**Spremljanje plač je eden od ključnih elementov pristopa ECB k analiziranju inflacijskih obetov.** To odraža pomembno vlogo plač v dinamiki osnovne inflacije, predvsem v komponenti storitev, ki je ostala vztrajna. Obeti za nadaljnjo dezinflacijo v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB med drugim temeljijo na pričakovanem umirjanju rasti plač.

**Rast plač v euroobmočju je bila povišana od ponovnega odpiranja gospodarstva po pandemiji – kar je odražalo tudi inflacijski šok po izbruhu ruske neupravičene vojne proti Ukrajini – vendar zdaj kaže znake umirjanja.**

Ključni kazalnik pri ocenjevanju rasti plač v euroobmočju je medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega. Ta se je nepretrgoma krepila do povišane 5,5-odstotne ravni v drugem četrtletju 2023, v prvem četrtletju 2024 pa je upadla na 4,8% in nato še nadalje na 4,3% v drugem četrtletju, kar predstavlja nekoliko močnejše umirjanje, kot je bilo pričakovano v septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB. Ostala merila plač, kot so sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro, prav tako kažejo znake upadanja. Kljub umirjanju so stopnje rasti različnih kazalnikov ostale povišane na ravni, ki je približno dvakrat višja od zgodovinskega povprečja (okrog 2,1% pri vseh kazalnikih). Dolgoročno povprečje vključuje tudi obdobja nizke rasti plač, zato se ne sme razumeti kot ciljna raven. Tako stopnje rasti ostajajo višje tudi od rasti plač, skladne z 2-odstotnim inflacijskim ciljem in 1-odstotno rastjo produktivnosti. To odraža predvsem močan vpliv kompenziranja visoke inflacije v preteklosti in s tem povezanega dohitevanja realnih plač (graf A). Razlike med rastjo sredstev za zaposlene na zaposlenega in rastjo dogovorjenih plač kažejo, da imajo pri pojasnjevanju dinamike plač vlogo tudi »dodatki na osnovno plačo«.<sup>1</sup>

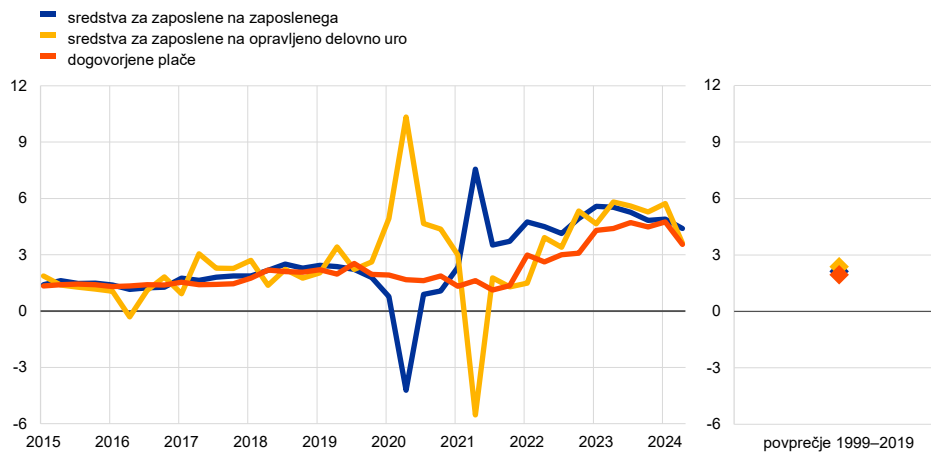
---

<sup>1</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Nedavna gibanja dodatkov na osnovno plačo v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2018.

## Graf A

### Kazalniki stroškov dela v euroobmočju

(medletne stopnje rasti v odstotkih)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2024.

**Po definiciji dodatki na osnovno plačo vključujejo vse elemente dejansko izplačanih plač na zaposlenega, ki niso zajeti v kolektivno dogovorjene plače, kot so na primer posamezni bonusi in nadurno delo.** Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je mogoče razčleniti na prispevke plač in prispevke delodajalcev za socialno varnost. Rast plač na zaposlenega pa obsega rast dogovorjenih plač in dodatke na osnovno plačo, pri čemer se slednji izračunajo kot razlika med rastjo plač na zaposlenega in rastjo dogovorjenih plač. Podatkovna vrsta za dogovorjene plače v euroobmočju obsega izid pogajanj o kolektivnih pogodbah v smislu sprememb plače povprečnega ali reprezentativnega zaposlenega v vključenih sektorjih. Vključuje tudi enkratna plačila, kadar so zajeta v kolektivnih pogodbah. Vseeno pa nekatere komponente plač niso zajete v kolektivnih pogodbah, vključno s posameznimi bonusi in povišicami zaradi napredovanja. Te ponazarja dejanska rast plač na zaposlenega in posledično dodatki na osnovno plačo. Na agregatni ravni dodatki na osnovno plačo vključujejo tudi elemente, kot so na primer razlike med rastjo individualno dogovorjenih in kolektivno dogovorjenih plač, pri čemer se njihov pomen poveča, ko upade številko delavcev, za katera veljajo pogajanja o kolektivnih pogodbah (in obratno). Ker dogovorjene plače odražajo plačo reprezentativnega ali povprečnega zaposlenega s polnim delovnim časom, dodatki na osnovno plačo zajemajo tudi spremembe povprečnega števila opravljenih delovnih ur (na primer zaradi nadurnega dela ali prehajanja med polnim in skrajšanim delovnim časom), s katerimi se določa dejanska plača. Nekateri od teh dejavnikov nakazujejo, da dodatki na osnovno plačo lahko kratkoročne spremembe gospodarskih razmer odražajo hitreje kot dogovorjene plače, ki so določene za nekaj časa v prihodnosti. Zato so dodatki na osnovno plačo pomemben element analize dejanske rasti sredstev za zaposlene.

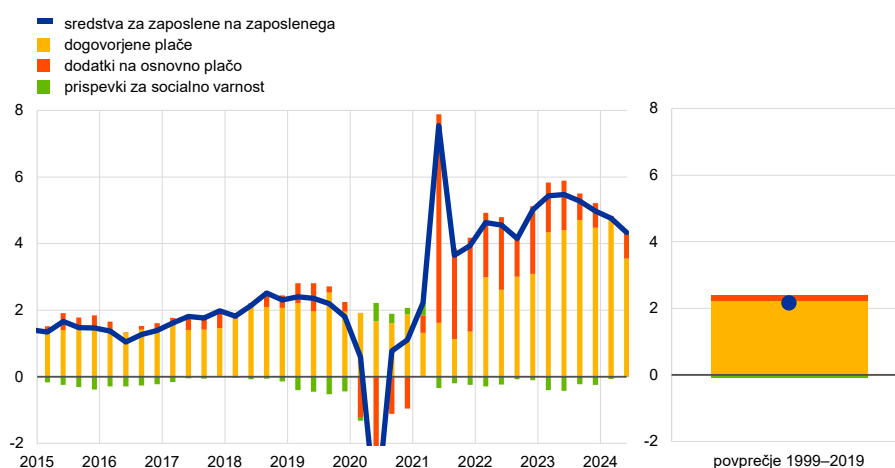
**K nedavnemu umirjanju rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega je prispevalo znižanje dodatkov na osnovno plačo.** Dodatki na osnovno plačo so močno vplivali na rast sredstev za zaposlene na zaposlenega po skokovitem porastu inflacije, kar lahko odraža, da je bilo kompenziranje tega porasta uvedeno prej pri

individualno dogovorjenih pogodbah ali predčasno (morebiti prostovoljno) pri kolektivno dogovorjenih pogodbah. Vztrajni pritiski na zvišanje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega so sprva izhajali iz dodatkov na osnovno plačo, nato pa v letu 2023 iz dogovorjenih plač, kar se je nadaljevalo še v drugo četrtletju 2024 (graf B). Premik relativne pomembnosti je v skladu s tem, da se je kompenziranje inflacije sčasoma »prerazporedilo« od komponente dodatkov na osnovno plačo k dogovorjenim plačam, tako v obliki zvišanja osnovne plače kot enkratnih plačil. Prispevek dodatkov na osnovno plačo k rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega je v obdobju 2022–2023 v povprečju znašal 1,5 odstotne točke, kar je precej višje od prispevka pred pandemijo, in nedavna raven je kljub določeni volatilitnosti še vedno nad povprečjem pred pandemijo (0,2 odstotne točke med letoma 1999 in 2019).

## Graf B

### Razčlenitev rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega

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



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na levi sliki je lestvica zaradi berljivosti odrezana navzdol. Vrednost rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega v drugem četrtletju 2020 je znašala -4,2%. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2024.

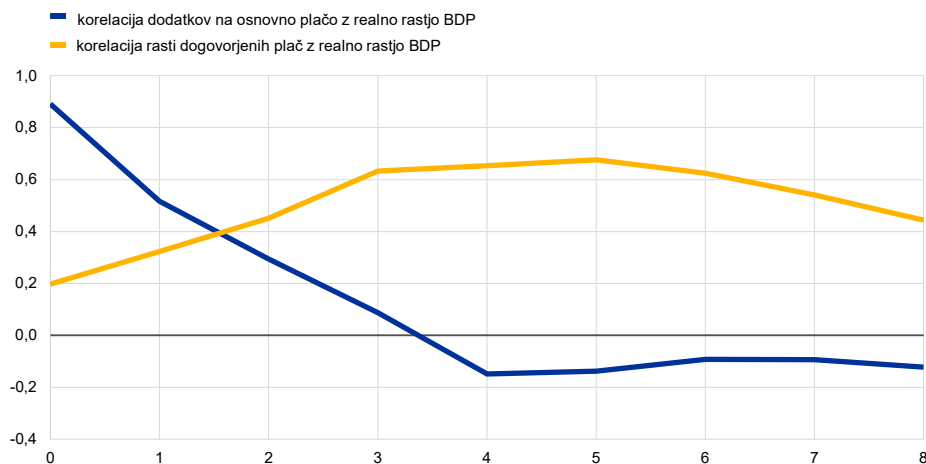
**Zadnje obdobje je tako primer tega, kako se gospodarske razmere hitreje odrazijo v dodatkih na osnovno plačo kot v rasti dogovorjenih plač.** Na splošno lahko ob pomanjkanju ustrezne delovne sile, ko delodajalci želijo obdržati ali nagraditi zaposlene, podjetja novim ali obstoječim zaposlenim ponudijo plače po plačnih lestvicah, ki so višje od lestvic v veljavnih kolektivnih pogodbah, zaposlenim ponudijo napredovanje v višje plačne razrede znotraj kolektivno dogovorjenih plačnih lestvic ali poleg dogovorjenih plač preprosto izplačajo še bonuse. Obenem zaposleni, ki niso vključeni v kolektivne pogodbe, lahko prilagoditve plač izpogajajo hitreje kot sindikati, ki jih veže obdobje veljavnosti pogodbe. Oba dejavnika bi prispevala k zvišanju dodatkov na osnovno plačo. Verjetnost, da se vse to zgodi, se poveča, kadar pomanjkanje ustrezne delovne sile spremlja tudi znatno znižanje realnih plač zaradi visoke inflacije. Toda ko se rast dogovorjenih plač prilagodi potrebi po kompenziranju inflacije, se prispevek dodatkov na osnovno plačo zmanjša, kar sčasoma privede do nasprotnega gibanja dveh glavnih komponent rasti plač. Preprosta korelacijska analiza to ponazarja s hitrejšim odzivom dodatkov na osnovno plačo na gospodarski cikel v primerjavi z dogovorjenimi plačami. Graf C

kaže, da imajo dodatki na osnovno plačo visoko sočasno korelacijo z rastjo BDP, ki se nato zniža, medtem ko se rast dogovorjenih plač odzove z zamikom več četrtletij.

### Graf C

#### Korelacija dodatkov na osnovno plačo in dogovorjenih plač z realno rastjo BDP

(korelacijski koeficient medletnih stopenj rasti)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

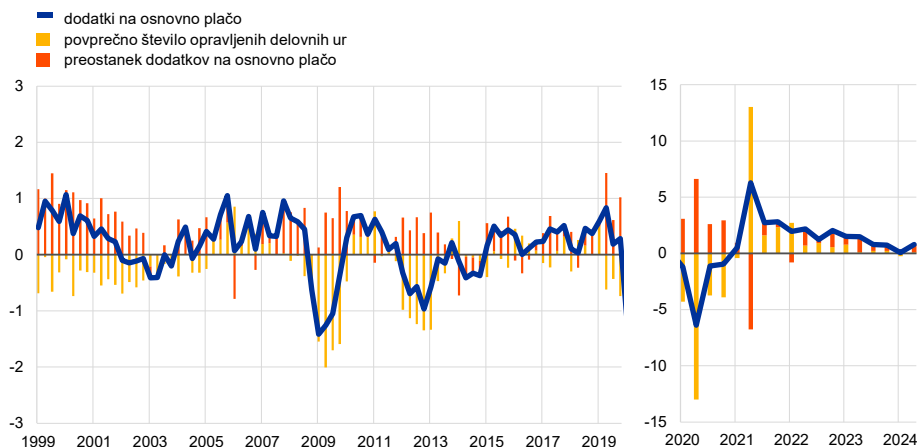
Opombe: Na osi x je prikazano število četrtletij zamika, s katerim se dodatki na osnovno plačo in rast dogovorjenih plač odzivajo v primerjavi z rastjo BDP. Izračuni temeljijo na podatkih od 1999 do drugega četrtletja 2024. Rezultati se bistveno ne spremenijo, če se upošteva samo obdobje pred pandemijo (od prvega četrtletja 1999 do zadnjega četrtletja 2019).

**Eden od kanalov, prek katerih gospodarski cikel vpliva na dodatke na osnovno plačo, je povprečno število opravljenih delovnih ur.** Ko podjetja zabeležijo povečano povpraševanje, je običajno njihov prvi odziv, da zaposlene prosijo, naj delajo več ur. Plačano nadurno delo se nato odraža v dodatkih na osnovno plačo. Velikega prispevka povprečnega števila opravljenih delovnih ur k dodatkom na osnovno plačo takoj po pandemiji pa ni mogoče pojasniti s tem cikličnim učinkom, ampak z okrevanjem povprečnega števila opravljenih delovnih ur, ko se je znižala udeležba v programih za ohranitev delovnih mest (graf D). Ta vpliv je v zadnjem času popustil, kar prispeva k znižanju dodatkov na osnovno plačo. Vseeno pa je bila v zadnjem času razlika med dodatki na osnovno plačo in rastjo povprečnega števila opravljenih delovnih ur prav tako nekoliko večja, kar kaže na vlogo kompenziranja inflacije.

## Graf D

### Razčlenitev dodatkov na osnovno plačo na rast povprečnega števila opravljenih delovnih ur in druge dejavnike

(medletna rast v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2024.

**Pri interpretaciji gibanja dodatkov na osnovno plačo je treba upoštevati tudi nekaj tehničnih dejavnikov.** Povprečne plače – in torej tudi dodatki na osnovno plačo – se lahko spremenijo, kadar so sektorji ali ravni strokovnega znanja povezani z različnimi plačnimi stopnjami in se sestava zaposlenosti v teh kategorijah spreminja. Med pandemijo je bila na primer prizadeta zaposlenost v sektorjih, povezanih s turizmom, v katerih so plačne stopnje običajno razmeroma nizke, kar je najverjetneje vplivalo na zvišanje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega, kar se nato odraža v dodatkih na osnovno plačo, ki so zaradi tega nekoliko proticiklični in deloma izravnavajo druge prociklične dejavnike. Poleg tega se pri izračunavanju dodatkov na osnovno plačo uporablja razlika med dvema kazalnikoma, ki zajemata različno število držav: podatkovna vrsta za dogovorjene plače je agregirana iz neharmoniziranih nacionalnih podatkov in ne zajema vseh držav euroobmočja, medtem ko so sredstva za zaposlene na zaposlenega izpeljana iz Evropskega sistema računov, ki harmonizirano zajema vse države.<sup>2</sup> Zaradi razlik v zajemanju držav dodatki na osnovno plačo vključujejo določeno pristranskost agregiranja, kar na primer odraža, da baltske države, v katerih je bila rast sredstev za zaposlene na zaposlenega sicer zelo visoka, nimajo podatkov o kolektivno dogovorjenih plačah.<sup>3</sup> Pristranskost je običajno zelo majhna, vendar je bila v zadnjih četrtletjih nekoliko večja (povprečno 0,2 odstotne točke med prvim četrtletjem 2022 in drugim četrtletjem 2024) kot pred pandemijo (0,1 odstotne točke med letom 1999 in 2019). Kot že rečeno, se je učinek programov za ohranitev delovnih mest med pandemijo

<sup>2</sup> ECB podatkovno vrsto za dogovorjene plače v euroobmočju pripravlja na podlagi devetih držav (Avstrija, Belgija, Nemčija, Španija, Finska, Francija, Italija, Nizozemska in Portugalska), pri čemer vrsta zajema približno 94% sredstev za zaposlene v euroobmočju.

<sup>3</sup> Čeprav je v večini držav euroobmočja večina delavcev vključena v sektorske kolektivne pogodbe, pa je v nekaj državah večina zaposlenih vključena v pogajanja na ravni podjetij. Glej Górnicka in Koester (urednika), »A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area«, *Occasional Paper Series*, št. 338, ECB, februar 2024.

na sredstva za zaposlene na zaposlenega odražal predvsem v dodatkih na osnovno plačo, ker ta izkrivljanja niso vplivala na dogovorjene plače.<sup>4</sup>

**Če povzamemo, rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je na splošno mogoče razdeliti na rast dogovorjenih plač in dodatke na osnovno plačo, pri čemer dodatki predhajajo dogovorjene plače v gospodarskem ciklu.** Medtem ko je rast sredstev za zaposlene na zaposlenega v euroobmočju še vedno rekordno visoka, smo trenutno na točki v procesu dezinflacije, na kateri popuščajo pritiski na zvišanje rasti, ki izhajajo iz dodatkov na osnovno plačo. Namesto tega se sedanja raven rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega ohranja zaradi visoke rasti dogovorjenih plač, ker je kompenziranje inflacije vse pogostejše vključeno v pogajanja o kolektivnih pogodbah. Ker je skokovit porast inflacije minil, se lahko zabeleži določen preostanek dohitevanja realnih plač, vendar se bodo pritiski na zvišanje rasti dogovorjenih plač najverjetneje umirili.

---

<sup>4</sup> Tudi popravki rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega se odražajo predvsem v dodatkih na osnovno plačo, ker se podatki o rasti dogovorjenih plač popravljajo v manjši meri.

## 6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike od 17. aprila do 23. julija 2024

Pripravila Samuel Bieber in Christian Lizarazo

**V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024.** Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 17. aprila do 23. julija 2024 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

**Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej zmanjševala in znašala 3.176,5 milijarde EUR.** Zmanjševanje je bilo posledica zapadlosti osme operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III.8) in predčasnih odplačil zneskov iz drugih operacij v okviru CUODR III s strani bank 26. junija 2024. Zaradi prenehanja ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev na začetku julija 2023 se je zmanjšal tudi obseg zagotavljanja likvidnosti. Z začetkom julija so se začela zmanjševati tudi imetja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), pri čemer se plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev zdaj le delno ponovno investirajo. Manjši obseg zagotavljanja likvidnosti je bil delno odtehtan z nadaljnjim zmanjševanjem neto avtonomnih dejavnikov.

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevki neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 47,1 milijarde EUR, na 1.484,0 milijarde EUR.** To je bilo skoraj v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 47,2 milijarde EUR na 1.322,5 milijarde EUR (glej Druge informacije o likvidnosti v tabeli A), h kateremu je prispevalo povečanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti, ki ga ni v celoti izravnalo povečanje avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti. Obvezne rezerve so se rahlo povečale, in sicer za 0,1 milijarde EUR, na 161,6 milijarde EUR.

**Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 20,8 milijarde EUR na 2.640,6 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov.** V povprečju so se neto drugi avtonomni dejavniki povečali za 47,5 milijarde EUR. To je bilo predvsem posledica povečanja stanja na računih prevrednotenja za 66,4 milijarde EUR, povezanega z rastjo cen zlata, katerega likvidnostni učinek je bil v veliki meri odtehtan z višjo vrednostjo neto tuje aktive. Vloge države, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju zmanjšale za 36,9 milijarde EUR na 117,7 milijarde EUR, so največ prispevale k zmanjšanju neto avtonomnih dejavnikov (glej Druge informacije o likvidnosti v tabeli A). Upadanje je odražalo nadaljnjo normalizacijo skupnega obsega vlog nacionalnih zakladnic pri Eurosistemu, ki so jo spodbudile tudi



spremembe obrestovanja, ki so začele veljati 1. maja 2023 in jih je Svet ECB nato potrdil 16. aprila 2024 (glej Ekonomski bilten, številka 4, 2024). Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju povečala za 10,3 milijarde EUR na 1.554,9 milijarde EUR. Povpraševanje po bankovcih se je stabiliziralo na nižji ravni, potem ko je julija 2022 doseglo najvišjo vrednost (dobrih 1.600 milijard EUR).

**Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so porasli za 68,3 milijarde EUR in znašali 1.318,6 milijarde EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto tuje aktive za 65,8 milijarde EUR.** Na povečanje neto tuje aktive je vplivalo povprečno povečanje vrednosti zlatih rezerv za 61,4 milijarde EUR, kar je mogoče pripisati višjim cenam zlata. Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju nekoliko povečala, in sicer za 2,5 milijarde EUR.

## Tabela A

### Likvidnostne razmere v Eurosistemu

#### Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 31. januar–16. april 2024	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april–11. junij 2024		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij–23. julij 2024		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti</b>	2.640,6	(+20,8)	2.632,4	(+14,1)	2.651,5	(+19,1)	2.619,7	(-33,7)
Bankovci v obtoku	1.554,9	(+10,3)	1.551,5	(+5,2)	1.559,5	(+8,0)	1.544,6	(-9,1)
Vloge države	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) <sup>1)</sup>	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
<b>Tekoči računi nad obveznimi rezervami</b>	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
<b>Obvezne rezerve<sup>2)</sup></b>	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
<b>Odperta ponudba mejnega depozita</b>	3.170,8	(-250,6)	3.214,0	(-124,0)	3.113,2	(-100,7)	3.421,3	(-99,1)
<b>Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

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

## Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 31. januar–16. april 2024	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april–11. junij 2024		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij–23. julij 2024		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Avtonomi dejavniki povečevanja likvidnosti</b>	1.318,6	(+68,3)	1.311,3	(+39,1)	1.328,3	(+17,1)	1.250,3	(+64,1)
Neto tuja aktiva	1.045,4	(+65,8)	1.031,7	(+36,2)	1.063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Neto aktiva v eurih	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Operacije odprtega trga	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Kreditne operacije	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
Operacije glavnega refinanciranja	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Dokončni portfelji <sup>1)</sup>	4.526,5	(-99,0)	4.550,7	(-49,7)	4.494,3	(-56,5)	4.625,5	(-76,5)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Vir: ECB.

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

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

## Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 31. januar–16. april 2024	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april–11. junij 2024		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij–23. julij 2024		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe <sup>1)</sup>	1.484,0	(-47,1)	1.482,9	(-25,1)	1.485,5	(+2,6)	1.531,2	(-99,7)
Neto avtonomi dejavniki <sup>2)</sup>	1.322,5	(-47,2)	1.321,6	(-24,8)	1.323,6	(+1,9)	1.369,7	(-98,0)
Presežna likvidnost <sup>3)</sup>	3.176,5	(-251,8)	3.219,3	(-125,3)	3.119,4	(-100,0)	3.428,3	(-100,2)

Vir: ECB.

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

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

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

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

## Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024				Prejšnje obravnavano obdobje: 31. januar 2024–16. april 2024			
	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april– 11. junij 2024		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij– 23. julij 2024		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. januar– 12. marec 2024		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 13. marec–16. april 2024	
Operacije glavnega refinanciranja	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega posojila	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega depozita	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
Indeks RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.

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

## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 299,0 milijarde EUR, na 4.660,5 milijarde EUR (graf A).** Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja kreditnih operacij, v manjši meri pa tudi zmanjšanja dokončnih portfeljev.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljen s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 199,9 milijarde EUR, na 134,0 milijarde EUR.** To je predvsem posledica znižanja zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti osme operacije v okviru CUODR III (47,4 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR 26. junija 2024 v višini 17,1 milijarde EUR. Rahlo se je povečalo stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v Eurosistemu, in sicer za 1,3 milijarde EUR, medtem ko je obseg operacij glavnega refinanciranja ostal večinoma nespremenjen. Omejeno sodelovanje bank v teh rednih operacijah in njihova sposobnost, da velike zneske sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja odplačajo, ne da bi se morale preusmeriti v redne operacije refinanciranja, sta odraz ugodnega likvidnostnega položaja bank in razpoložljivosti alternativnih virov financiranja po privlačnih obrestnih merah.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 99,0 milijarde EUR na 4.526,5 milijarde EUR.** To je bilo posledica prenehanja ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev od 1. julija 2023 dalje in v manjši meri delnega ponovnega investiranja v okviru programa PEPP od 1. julija 2024.<sup>1, 2</sup>

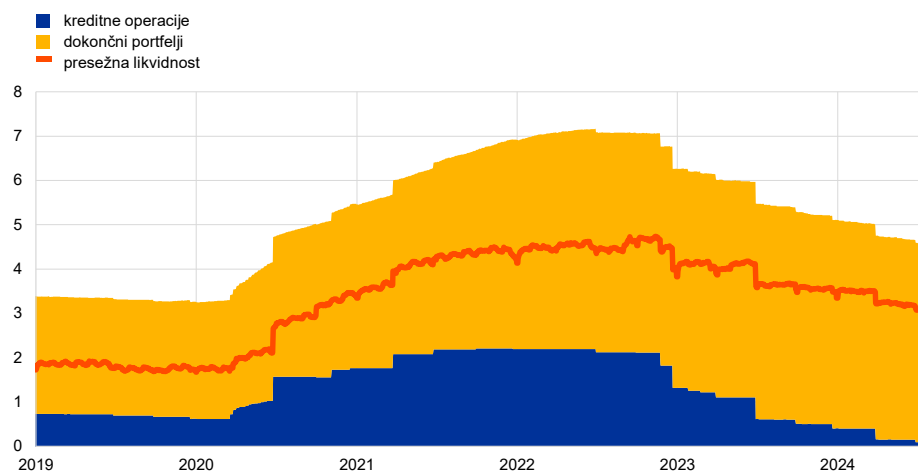
<sup>1</sup> Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe teh portfeljev.

<sup>2</sup> Junija 2024 je Svet ECB potrdil, da bo ECB v drugi polovici leta 2024 plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP, le delno ponovno investirala, konec leta 2024 pa bo s ponovnim investiranjem prenehala.

## Graf A

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

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 23. julij 2024.

## Presežna likvidnost

**Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 251,8 milijarde EUR in znaša 3.176,5 milijarde EUR (graf A).** Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Presežna likvidnost se je po doseženi najvišji vrednosti novembra 2022 (4.748 milijard EUR) postopoma zmanjševala.

## Gibanje obrestnih mer

**Svet ECB je vsako od treh ključnih obrestnih mer ECB znižal za 25 bazičnih točk. Nove obrestne mere so začele veljati 12. junija 2024.** Ob koncu obravnavanega obdobja je obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita znašala 3,75%, za operacije glavnega refinanciranja 4,25% in za odprto ponudbo mejnega posojila 4,50%.

**Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je odražala znižanje obrestnih mer, hkrati pa je ohranjala stabilen razmik glede na obrestno mero ECB za odprto ponudbo mejnega depozita.** €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 9,0 bazične točke manj kot obrestna mera za mejni depozit, v primerjavi s povprečjem 9,3 bazične točke v prvih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024.

**Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je bila še naprej na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.** Repo obrestna mera je v obravnavanem obdobju znašala 4,2 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, v primerjavi s povprečjem 4,9 bazične točke v prvih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024. K temu je prispevalo nadaljnje iztekanje dejavnikov, ki ustvarjajo pritiske na znižanje repo obrestnih mer, kot so obsežnejše neto izdajanje od začetka leta, sprostitev mobiliziranih instrumentov zavarovanja, zastavljenih za zapadle/odplačane ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja, in povečana razpoložljivost vrednostnih papirjev, s katerimi se javno trguje, kot posledica zmanjšanja imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa ob pandemiji.

## 7 Denarna in kreditna dinamika v euroobmočju in primerjava z ZDA

Pripravili Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino in Silvia Scopel

**V tem okvirju obravnavamo zadnjo transmisijo denarne politike na obseg denarja in kreditov in na obrestne mere v euroobmočju ter jo primerjamo s transmisijo v ZDA, pri čemer izpostavimo ključne razlike in podobnosti v obdobju pandemije.** Prvič, obrestne mere za vloge so v euroobmočju dosegle višjo raven kot v ZDA, čeprav se je ključna obrestna mera zvišala manj in je bilo izhodišče nižje. Drugič, od začetka zaostrovanja denarne politike se je rast kreditov v euroobmočju zmanjšala izraziteje, kar je bilo verjetno posledica močnejšega povpraševanja in izdatnejših vlog v ZDA. Tretjič, zdi se, da je v ZDA umiritev rasti širokega denarja z najvišje ravni, dosežene med pandemijo, precej večja, saj je bil glede na BDP obseg nakupov vrednostnih papirjev, ki jih je med pandemijo izvedel sistem centralnih bank ZDA, skoraj dvakrat tolikšen kot obseg nakupov, ki jih je izvedel Eurosistem.

**Obrestne mere za vloge strank so v euroobmočju dosegle višjo raven kot v ZDA, čeprav se je ključna obrestna mera zvišala manj in je bilo izhodišče nižje.**

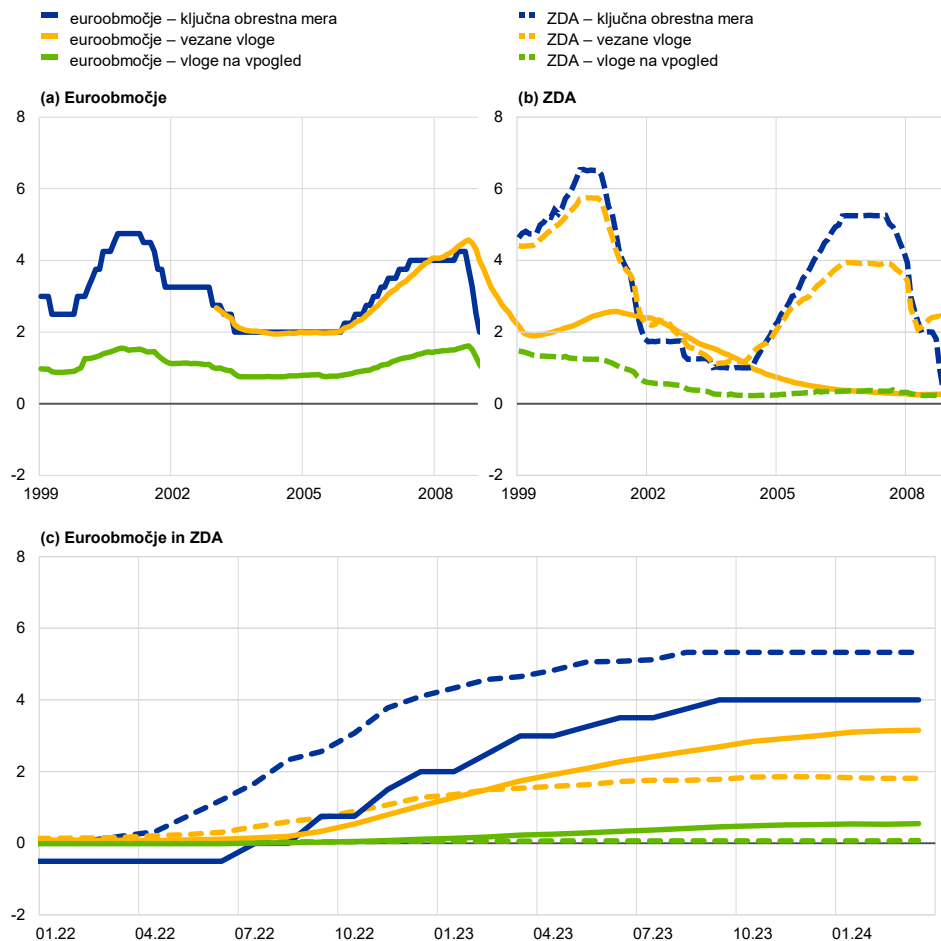
Ob zaostitvi denarne politike so se depozitne obrestne mere zvišale v obeh gospodarstvih.<sup>1</sup> Prav tako so se v obeh gospodarstvih vezane vloge odzvale hitreje in močneje kot vloge čez noč – tako kot v 2000-ih letih, ko so bile ključne obrestne mere krepko v pozitivnem območju (graf A, sliki a in b). Vendar pa je bila transmisija v euroobmočju precej močnejša kot v ZDA. Kljub nižji ključni obrestni meri (4% v euroobmočju v primerjavi z razponom med 5,25% in 5,50% v ZDA) je bilo marca 2024 tehtano povprečno obrestovanje kratkoročnih vezanih vlog več kot 3-odstotno, medtem ko v ZDA ni doseglo 2%. Podobno sliko kažejo vloge čez noč, katerih obrestovanje je v euroobmočju znašalo dobrega 0,5%, medtem ko v ZDA ni doseglo 0,1% (graf A, slika c).

<sup>1</sup> Zaradi razpoložljivosti primerljivih podatkov analiza temelji na obrestnih merah za obstoječe vloge. Vsaj kar zadeva euroobmočje, je dinamika obrestnih mer za obstoječe vloge na splošno podobna dinamiki obrestnih mer za nove vloge.

## Graf A

### Obrestne mere za obstoječe vloge strank

(v odstotkih na leto)



Viri: ECB (statistika obrestnih mer denarnih finančnih institucij, podatki finančnih trgov), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation in izračuni ECB.

Opombe: Izraz »vloge na vpogled« se v euroobmočju nanaša na vloge čez noč in v ZDA na izplačljive vloge. Izraz »vezane vloge« se nanaša na vezane vloge do 2 let v euroobmočju in na 12-mesečna potrdila o vlogah v ZDA. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2024.

**Banke v ZDA so, potem ko so med pandemijo zbrale več vlog, v ciklu zaostrovanja zabeležile obsežnejše preusmerjanje iz vlog, delno zaradi večjih donosov obveznic in konkurence skladov denarnega trga, ki v ZDA tradicionalno predstavljajo večji delež portfeljev kot v euroobmočju.** Vloge čez noč so se med pandemijo ob nižjih obrestnih merah, rasti denarja in prisilnem varčevanju močno povečale v obeh gospodarstvih. Ob zaostitvi denarne politike so se povečali donosi drugih varčevalnih instrumentov, sredstva pa so se začela preusmerjati iz najbolj likvidnih vlog. V ciklu zaostrovanja je v ZDA prišlo do odlivov likvidnih vlog v višini 11% BDP, v primerjavi z manj kot 8% v euroobmočju, zaradi česar je rast agregata M1 v obeh gospodarstvih postala zelo negativna. Obseg vlog, akumuliranih pred ciklom zaostrovanja, ki je bil v ZDA izrazitejši kot v euroobmočju, je vsaj na začetku najbrž prispeval k manjši motivaciji bank, da zvišajo depozitne obrestne mere. To je verjetno prispevalo k temu, da je bil razmik med donosnostjo državnih obveznic in depozitnimi obrestnimi merami od drugega četrtletja 2022 v ZDA dosledno večji kot v euroobmočju, s tem pa je mogoče pojasniti tudi večje

odlive vlog v ZDA (graf B). Skladno s tem so nedenarni sektorji v ZDA več sredstev preusmerili v obveznice (okrog 10% BDP) kot v vezane vloge (okrog 8%), medtem ko se je v euroobmočju večina preusmerjenih sredstev stekla v vezane vloge (skoraj 9% BDP v primerjavi z dobrimi 3% BDP, preusmerjenimi v obveznice). Tudi prilivi v sklade denarnega trga so bili v ZDA (5% BDP) precej večji kot v euroobmočju (1%), čeprav je to mogoče delno pripisati obdobju pretresov, povezanih s propadom banke Silicon Valley Bank, ki ga je sprožila zaskrbljenost glede solventnosti ameriških regionalnih bank. Približno v tem obdobju je bila zabeležena okrog polovica prilivov v sklade denarnega trga v ZDA. V zadnjem obdobju so se ob nadaljevanju cikla zaostrovanja prilivi v vezane vloge, obveznice in sklade denarnega trga zmanjšali v obeh gospodarstvih.

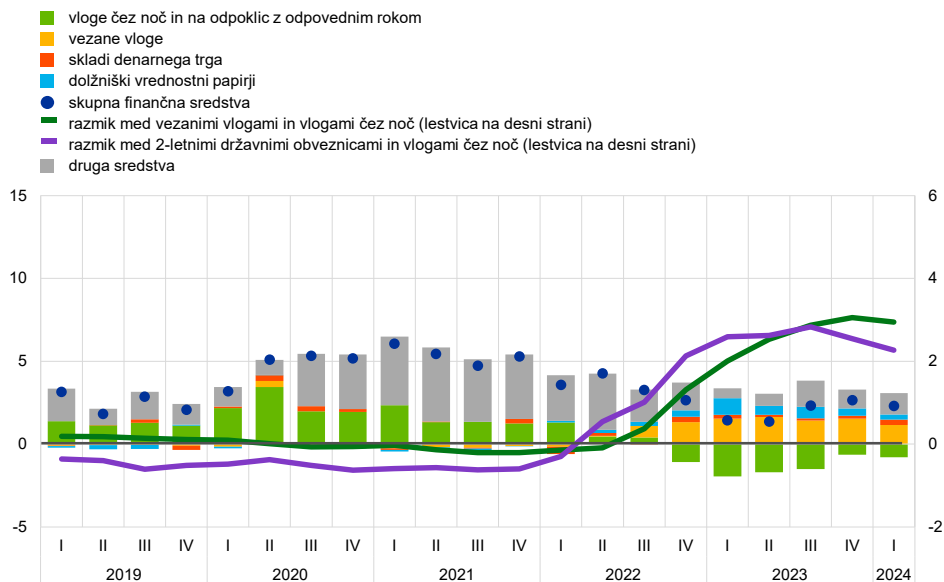


## Graf B

### Prestrukturiranje portfeljev

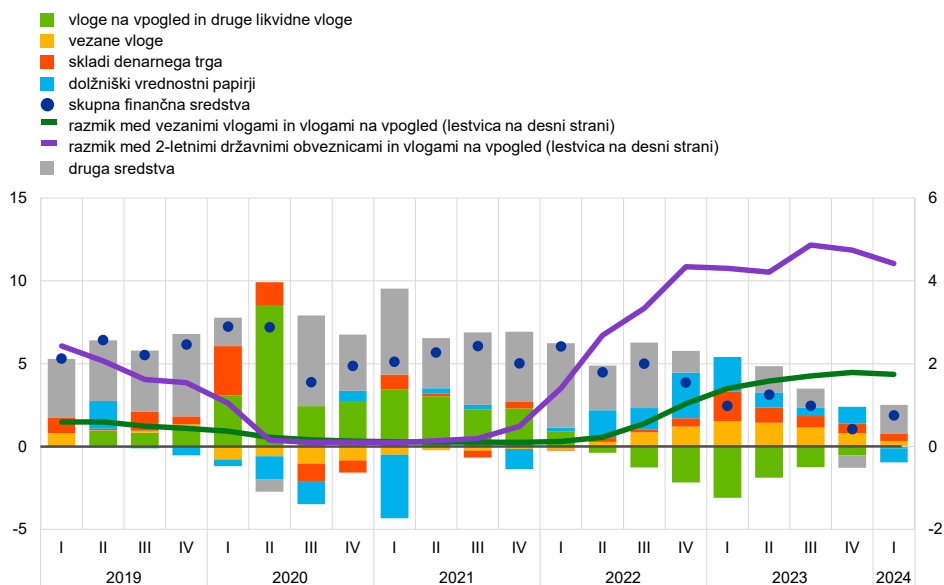
#### (a) Euroobmočje

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



#### (b) ZDA

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



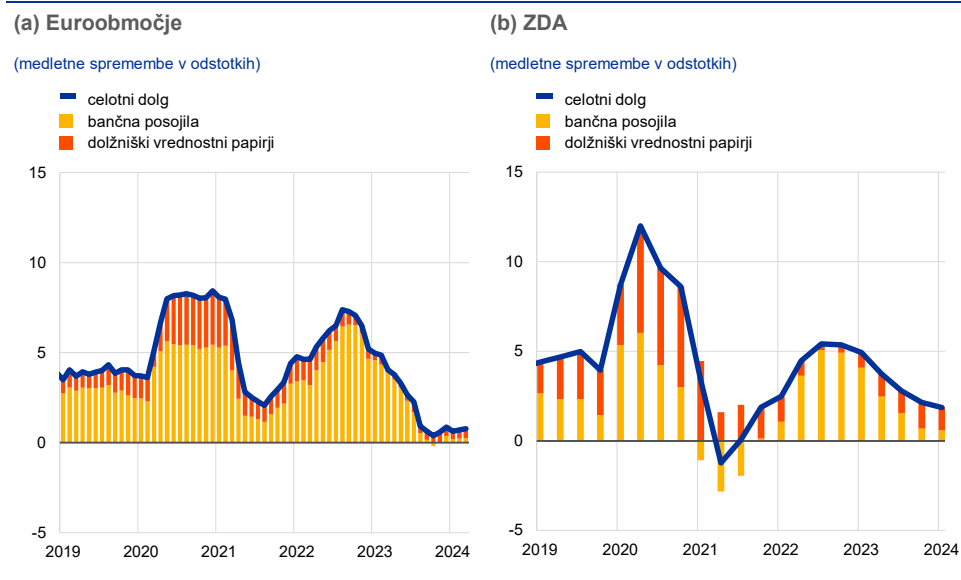
Viri: Za sliko a: ECB (bilančne postavke denarnih finančnih institucij, četrtletni sektorski računi, statistika obrestnih mer denarnih finančnih institucij, podatki finančnih trgov), Eurostat in izračuni ECB; za sliko b: podatki o denarnih tokovih v ZDA, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, nabor podatkov IDCIM, Bloomberg in izračuni ECB. Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2024.

**Zaradi zvišanja ključnih obrestnih mer so se krediti podjetjem v euroobmočju zmanjšali bolj kot v ZDA, medtem ko je bil prenos na posojilne obrestne mere podoben.** Po velikih nihanjih rasti kreditov med letoma 2020 in 2021 se je zunanje dolžniško financiranje podjetij začelo zmanjševati takoj potem, ko sta ECB in ameriška centralna banka začeli svoj cikel zviševanja ključnih obrestnih mer.

Medletna stopnja rasti kreditov podjetjem (bančnih posojil in podjetniških obveznic) se je v euroobmočju znižala bolj, in sicer z najvišje 7,4-odstotne ravni v avgustu 2022 na 0,7% po 12 mesecih. Pri kreditih podjetjem v ZDA je bil upad manjši, saj se je medletna stopnja rasti z najvišje 5,4-odstotne ravni v tretjem četrletju 2022 znižala na 2,2% v zadnjem četrletju 2023 (graf C). Če upoštevamo tudi nebančna posojila, razlike ostajajo, a so nekoliko manjše. Manjše zmanjšanje rasti kreditov podjetjem v ZDA bi bilo lahko posledica močnejšega kreditnega povpraševanja v odpornejšem gospodarstvu in še vedno obilnejših vlog v ZDA po močnejšem kvantitativnem rahljanju v odziv na pandemijo. Poleg tega je verjetno tudi odraz nekoliko šibkejšega prenosa denarne politike na posojilne obrestne mere za podjetja. Čeprav je ameriška centralna banka svojo ključno obrestno mero med februarjem 2022 in avgustom 2023 zvišala za 525 bazičnih točk – kar je za 75 bazičnih točk več, kot je ključno obrestno mero v svojem ciklu zaostrovanja zvišala ECB – so se posojilne obrestne mere za nova posojila podjetjem dejansko zvišale za okrog 3,8 odstotne točke, kar je le za 20 bazičnih točk bolj kot v euroobmočju (graf D). Razmerje med spremembo posojilnih obrestnih mer in spremembo ključne obrestne mere je v ZDA znašalo 72%, kar je rahlo manj kot 79% v euroobmočju. Vendar pa je sprememba povprečnih obrestnih mer na obstoječe zneske v obeh gospodarstvih znašala skoraj 50% ključnih obrestnih mer. Kljub temu so zaradi višjih izhodiščnih ravni posojilne obrestne mere v ZDA precej višje kot v euroobmočju.

### Graf C

#### Skupni krediti podjetjem brez nebančnih posojil

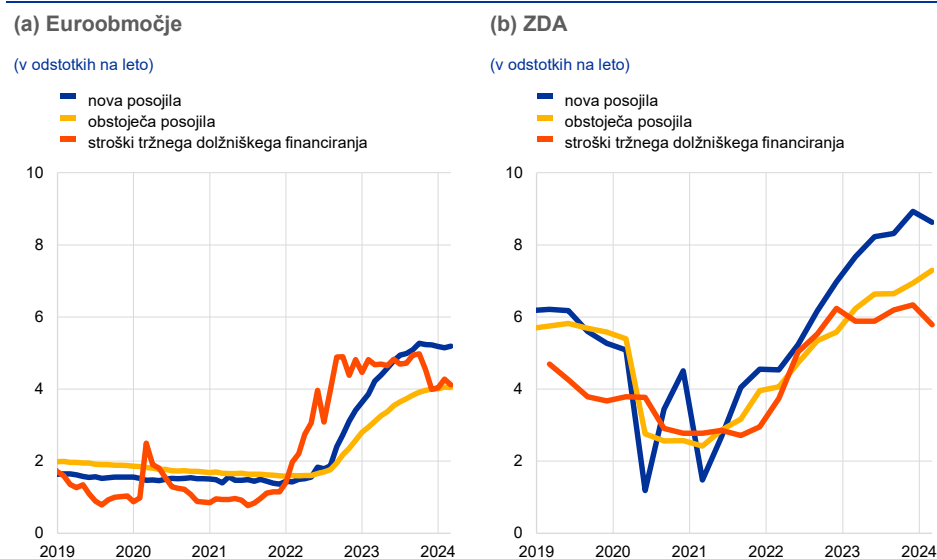


Viri: ECB in podatki o denarnih tokovih v ZDA.

Opombe: V euroobmočju so bančna posojila prilagojena za prodajo, listinjenje posojil in združevanje denarnih sredstev. Podatki za euroobmočje so mesečni, medtem ko so podatki za ZDA zaradi različne pogostosti v virih četrletni. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2024 za euroobmočje in na prvo četrletje 2024 za ZDA.

## Graf D

### Stroški dolžniškega financiranja za podjetja



Viri: ECB (statistika obrestnih mer denarnih finančnih institucij), Federal Reserve Economic Data, Merrill Lynch, anketa Federal Reserve Bank of Kansas City o kreditiranju malih podjetij in izračuni ECB.

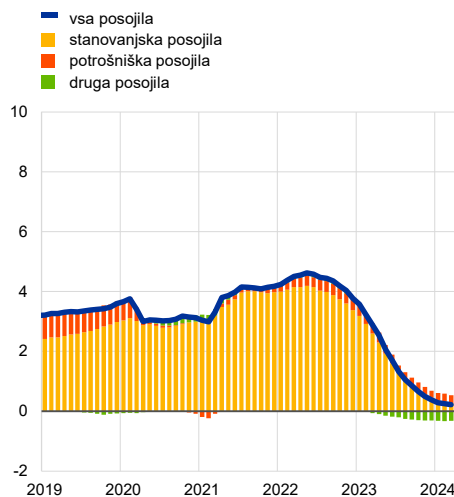
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na marec 2024 za euroobmočje in na prvo četrtletje 2024 za ZDA.

**Dinamika kreditiranja gospodinjstev je bila v euroobmočju kljub nižjim obrestnim meram za nova posojila kot v ZDA šibkejša, pri čemer se je rast hipotekarnih posojil zmanjševala, prenos na obrestne mere za obstoječa hipotekarna posojila pa je bil hitrejši.** V euroobmočju se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom znižala z najvišje 4,6-odstotne ravni v maju 2022 na okrog 0,2% v zadnjih mesecih. V ZDA se je med prvim četrtletjem 2022 in zadnjim četrtletjem 2023 znižala močneje, in sicer za 5,5 odstotne točke, vendar se je zaradi rekordno velikega obsega izdajanja hipotek med pandemijo začela zniževati s precej višje ravni. Zato je stopnja rasti v ZDA ob koncu leta 2023 še vedno znašala 2,7%, pri čemer je prispevek stanovanjskih posojil znašal blizu ravni pred pandemijo (graf E). Obrestna mera za nova hipotekarna posojila se je v ZDA zvišala močneje kot v euroobmočju. Hipotekarne obrestne mere v ZDA (za 5-letna hipotekarna posojila s prilagodljivo in fiksno obrestno mero) so se zvišale za okrog 4 odstotne točke, tj. za okrog 75% zvišanja ključne obrestne mere, v primerjavi z zvišanjem skupnih stroškov zadolževanja v euroobmočju za 2,1 odstotne točke, tj. za skoraj 47%. Vendar pa je bil v ZDA prenos na obrestne mere za obstoječa posojila precej počasnejši. Zaradi večje razširjenosti hipotekarnih posojil s fiksno obrestno mero v ZDA so se te obrestne mere zvišale le za 43 bazičnih točk, v primerjavi s 74 bazičnimi točkami v euroobmočju (graf F).

## Graf E Posojila gospodinjstvom

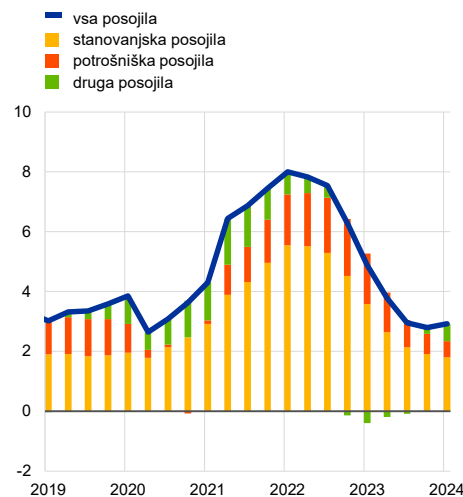
(a) Euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)



(b) ZDA

(medletne spremembe v odstotkih)



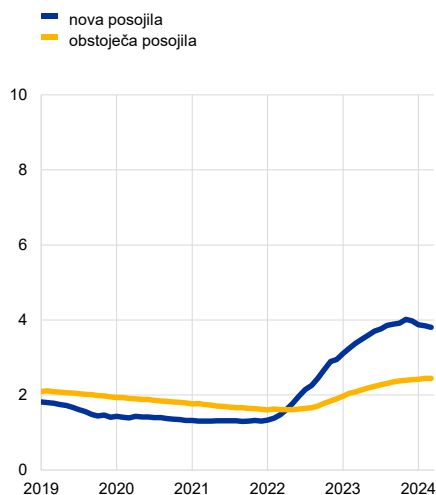
Viri: ECB in podatki o denarnih tokovih v ZDA.

Opombe: V euroobmočju posojila gospodinjstvom vključujejo le bančna posojila, medtem ko v ZDA vključujejo vsa posojila. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2024 za euroobmočje in na prvo četrtletje 2024 za ZDA.

## Graf F Hipotekarne obrestne mere

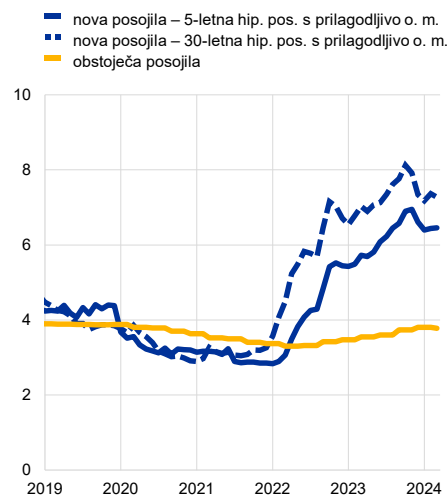
(a) Euroobmočje

(v odstotkih na leto)



(b) ZDA

(v odstotkih na leto)



Vira: ECB in Wall Street Journal.

Opombe: Pri ZDA je 5-letno hipotekarno posojilo s prilagodljivo obrestno mero (ARM) hipotekarno posojilo z obrestno mero, ki je fiksna pet let, nato pa se določi na novo. 30-letno hipotekarno posojilo s fiksno obrestno mero (FRM) je hipotekarno posojilo, ki zapade v 30 letih in ima vseskozi fiksno obrestno mero. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2024.

**Omenjena gibanja so se odražala v rasti širokega denarja, pri čemer je bil velik obseg vlog v ZDA posledica precej večjih s pandemijo povezanih nakupov vrednostnih papirjev, ki jih je izvajala ameriška centralna banka. Tik pred izbruhom pandemije je bila dinamika rasti širokega denarja v obeh gospodarstvih podobna. Agregata M3 v euroobmočju in M2 v ZDA sta ključna in najbolj primerljiva**

denarna agregata. Čeprav so glede obsega in opredelitve med njima nekatere razlike, to ne bi smelo vplivati na glavne obravnavane trende. Odziv denarne politike na izredne razmere zaradi pandemije je bil s kvalitativnega vidika na obeh straneh Atlantika podoben, pri čemer je centralna banka zagotavljala močno podporo prek nakupov vrednostnih papirjev, ki so jih dopolnjevali ukrepi sproščanja predpisov in rahljanja denarne politike, da bi se olajšal tok kreditov realnemu gospodarstvu. To je spodbudilo rast denarja. Vendar pa je bil obseg teh nakupov (in fiskalne ekspanzije) v ZDA precej večji (leto po izbruhu pandemije je v ZDA znašal približno 15% BDP iz leta 2019, v primerjavi z manj kot 9% v euroobmočju). Zaradi tega je bila rast denarja v ZDA precej višja in je dosegla najvišjo 26,8-odstotno raven, v primerjavi z 12,6% v euroobmočju.

**Med ciklom zviševanja ključnih obrestnih mer je k upadu ustvarjanja denarja v euroobmočju prispevalo bančno kreditiranje, medtem ko so bili v ZDA dejavniki tega upada sprva drugi viri, bančno kreditiranje pa je k temu prispevalo šele pozneje.** Avgusta 2022, takoj po prvem dvigu ključnih obrestnih mer, je rast agregata M3 euroobmočja znašala okrog 6%, pri čemer so bančna posojila podjetjem in gospodinjstvom prispevala več kot 4,5 odstotne točke (graf G). Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev so prispevali več kot 3 odstotne točke, vendar so njihov prispevek odtehtali zunanji denarni odlivi in prodaja državnih obveznic s strani bank pod vplivom Eurosistemovih nakupov. Do septembra 2023 se je prispevek bančnega kreditiranja zmanjšal praktično na nič, medletna rast agregata M3 pa se je znižala na okrog -1%. Čeprav je med ciklom zviševanja obrestnih mer postala negativna tudi rast agregata M2 v ZDA, so imele glavno vlogo pri tem druge protipostavke razen kreditiranja (in sicer nakupi vrednostnih papirjev s strani bank, zunanji denarni tokovi, grosistično financiranje bank in kvantitativno zaostrovanje). Šele marca 2023 so začela bančna posojila v ZDA k medletni rasti agregata M2 prispevati manj.

**Rahli obrat v rasti agregata M2 v ZDA je posledica zmanjšanja grosističnega financiranja bank ter, v manjši meri, nakupov obveznic s strani bank in tokov s tujino, medtem ko so glavni dejavnik obrata v rasti agregata M3 v euroobmočju prilivi iz tujine.** Rast agregata M2 v ZDA je aprila 2023 dosegla najnižjo vrednost (-4,5%), zavirali pa so jo kvantitativno zaostrovanje ameriške centralne banke in vsi drugi viri ustvarjanja denarja razen bančnega kreditiranja. Od takrat se je zaradi zmanjševanja portfelja vrednostnih papirjev v imetju ameriške centralne banke okreplil zaviralni učinek kvantitativnega zaostrovanja, vendar se je zaradi drugih protipostavk razen bančnega kreditiranja rast agregata M2 ponovno približala ničelni ravni. Čeprav so ameriške neto tokove s tujino tako kot v euroobmočju podpirale portfeljske naložbe, je vztrajni primanjkljaj tekočega računa v ZDA zaviralno vplival na denarne prilive iz tujine.

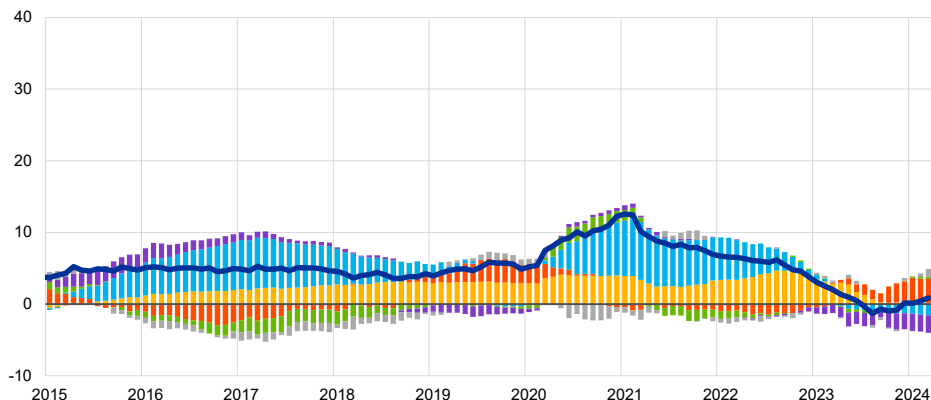
## Graf G

### Viri ustvarjanja denarja

#### (a) Euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

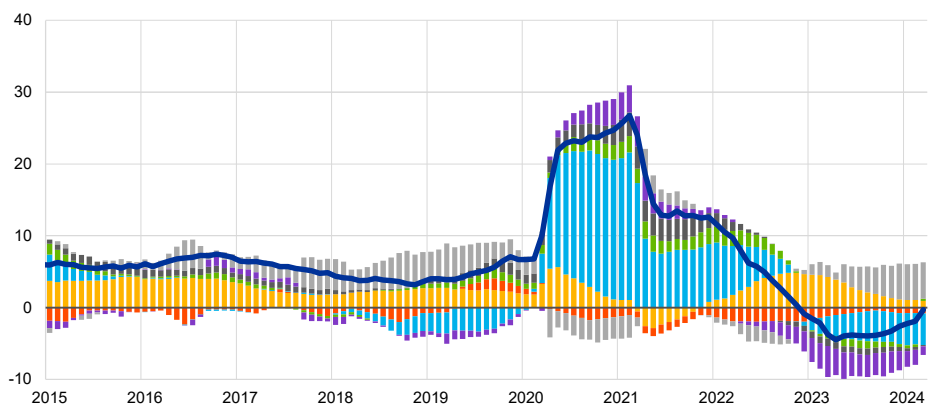
- M3
- posojila podjetjem in gospodinjstvom
- neto denarni tokovi s tujino
- Eurosistemovi neto nakupi
- bančni krediti širši državi
- dolgoročne obveznosti bank (-)
- druge protipostavke



#### (b) ZDA

(medletne spremembe v odstotkih)

- M2
- posojila in najemi bančnih kreditov – druga posojila
- neto denarni tokovi s tujino
- neto nakupi vrednostnih papirjev s strani ameriške centralne banke
- neto nakupi državnih vrednostnih papirjev s strani bank
- neto nakupi hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev s strani bank
- bančne obveznice in zvezni sistem financiranja stanovanjskih posojil (FHL Banks)(-)
- druge protipostavke



Viri: Za sliko a: ECB (bilančne postavke denarnih finančnih institucij) in izračuni ECB; za sliko b: Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki b so »neto denarni tokovi s tujino« (ki so izmenjave med nedennarnim sektorjem in tujino) izračunani tako, da se odšteje prispevek institucij, ki sprejemajo vloge, in centralne banke (če je na voljo) k plačilni bilanci ZDA. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2024.

# Članka

## 1 Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area

Prepared by Michael Fidora and Vanessa Gunnella

### 1 Introduction

**Euro area exporters have been going through a difficult period since the pandemic and have lost competitiveness in global trade.** Over the past two decades, the euro area has experienced a gradual decline in its market share in global trade. This downward trend is not unique to the euro area: other advanced economies have also been losing market shares as emerging economies become more integrated in global trade. While decreasing market shares do not necessarily reflect a decrease in competitiveness, the decline in the euro area's role in trade has accelerated more sharply than in other regions since the pandemic, suggesting that the euro area is facing particular challenges to its external competitiveness.

**This article analyses the long-term trends contributing to the decline in the euro area's market share in the last two decades and relates more recent declines to a series of global shocks that had an asymmetric effect on the region, exposing important vulnerabilities in its external competitiveness.** The article describes the longer-term trends in relative euro area export performance before discussing the drivers of the euro area's weak export performance since the pandemic. These drivers include the energy shock following Russia's invasion of Ukraine, supply disruptions, other factors affecting price and non-price competitiveness, and the role of trade in services since the pandemic. The article concludes by outlining some of the challenges that lie ahead, which relate to the persistence of the energy shock, risks associated with geo-economic fragmentation and the ongoing structural transformation of the European and global economies.

### 2 Longer-term trends in relative euro area export performance

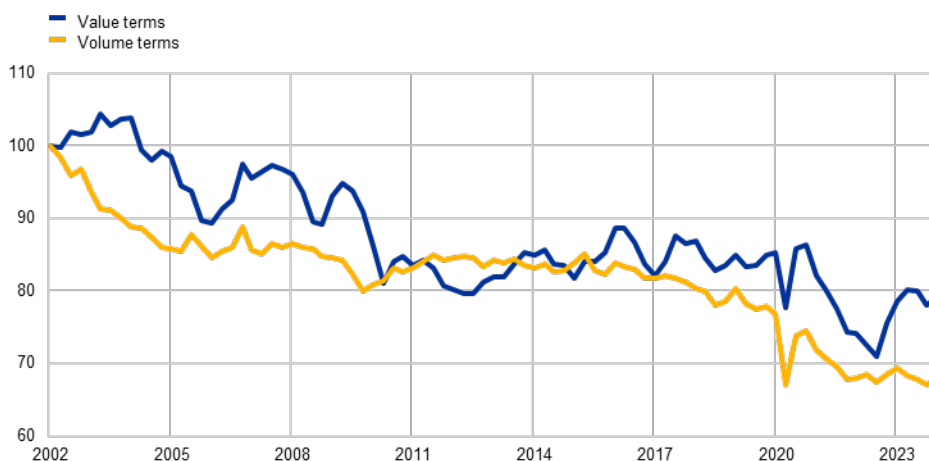
**Over the past two decades the euro area has gradually lost market share in global exports of manufacturing goods.** The euro area's share in the volume of global goods exports, as well as that of other advanced economies, has followed a declining trend (Chart 1). This has largely been due to the growing integration of major emerging economies such as China in the global economy. Yet the decline in market share has been less pronounced in value terms, and market shares actually stabilised after 2012, reflecting higher export prices for euro area goods sold in

pricier market segments. However, the last four years have seen renewed falls in the market share of the euro area.<sup>1</sup>

### Chart 1

#### Euro area export market shares in goods

(index: Q1 2002 = 100)



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, ECB, IMF World Economic Outlook and ECB staff calculations.  
Notes: Export market shares are calculated in value and volume terms. Export market shares in value terms are calculated by dividing the value of extra-euro exports by the value of world imports excluding the euro area. Similarly, export market shares in volume terms are calculated by dividing the volume of extra-euro exports by the volume of world imports excluding the euro area.

**The evolution of the market share of the euro area reflects the euro area's positioning and specialisation in key markets in terms of geography, as well as other factors affecting its competitiveness.** The global export market share of an economy typically increases if that economy has established strong links with fast-growing trading partners that are outperforming the global economy or if it has acquired market power in product segments for which global import demand is expanding faster than average global imports. In this respect, a shift-share analysis provides a framework for decomposing changes in total market share into changes owing to (i) the growth of destination countries (geographical effect), (ii) the growth of specific product markets (sectoral effect), and (iii) other factors capturing changes in exporters' price and non-price competitiveness (performance effect).<sup>2</sup>

**Before the pandemic, exporters in the euro area benefited from the growth of its key trading partners and product segments.** In the two decades up to the pandemic, geographical and sectoral effects supported the euro area's market share. In fact, had the geographical and sectoral composition of euro area exports

<sup>1</sup> Long-run trends in export market shares in volume terms should be interpreted with caution. Euro area export volumes and world import volumes are not fully consistent, as each statistical office employs specific methodologies for deflating and outlier cleaning. These methodologies may differ in terms of outlier detection and replacement and quality adjustment.

<sup>2</sup> See Cheptea, A., Fontagné, L., and Zignago, S., "European export performance", *Review of World Economics*, Vol. 150, 2014, pp. 25-58. The geographical, sectoral, and performance effects are estimated using bilateral product-level non-energy goods export data from Trade Data Monitor:

$$\ln \left( \frac{X_{ijk}^t}{X_{ijk}^{t-1}} \right) = FE_i^t + FE_j^t + FE_k^t + \varepsilon_{ijk}^t$$

The growth rate of each individual export flow (X) is estimated by a fixed-effects (FE) regression in which the geographical, sectoral and performance effects correspond to the fixed effects on importer j, product segment k and exporter i. In a second step, those are aggregated to the exporter level and translated into market share growth.

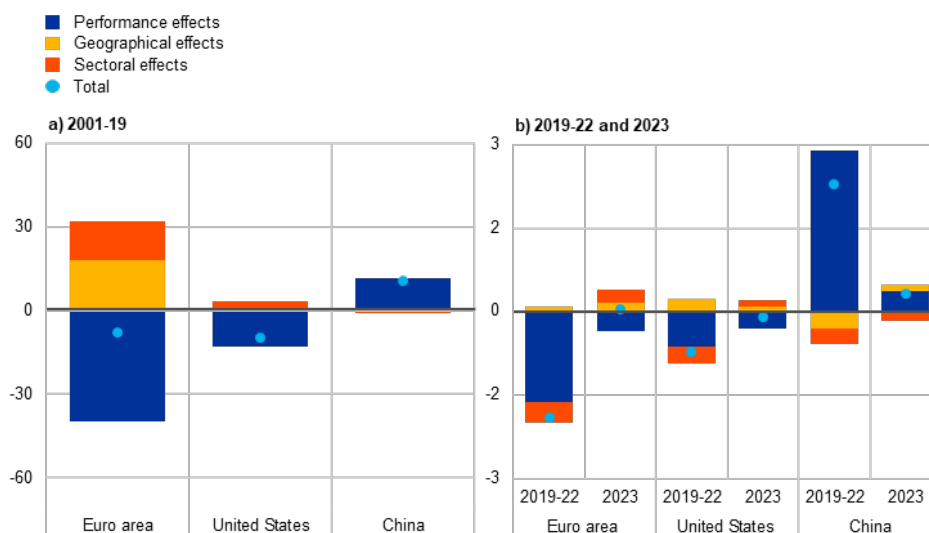


been less favourable, the losses in market share would have been almost twice as large as those observed between 2001 and 2019 (Chart 2). This pattern is not unique to the euro area – it can also be seen for other advanced economies such as the United States, albeit to a lesser extent. Performance-related losses in competitiveness in the United States may have been mitigated by more favourable developments in energy and labour costs and productivity compared with the euro area.<sup>3</sup> Emerging economies, notably China, recorded limited negative sectoral or geographical effects. As documented in the literature, this largely reflects differences in the technology intensity of exports between advanced and emerging economies. Higher technology intensity tends to support compositional effects in advanced economies, while price and cost factors strengthen the performance of emerging economies.<sup>4</sup>

## Chart 2

### Euro area goods export market shares and contributions

(percentage points)



Sources: Trade Data Monitor and ECB staff calculations.

Notes: Figures are expressed in terms of percentage changes in market shares with respect to 2001 in panel a) and with respect to 2019 and 2022 in the two columns in panel b), respectively. Market shares consider only the intensive margin and exclude energy and other specific and non-classified products (two-digit Harmonised System codes 25, 26, 27, 97, 98, 99).

**During the pandemic, the composition of euro area exports temporarily caused the decline in market share to accelerate.** Between 2019 and 2022 the beneficial compositional effect of euro area exports reversed, mainly reflecting low growth in the euro area’s main product segments. The low growth was partly due to lower demand for capital goods and industrial inputs as lockdown measures and supply disruptions fed through the value chain and curtailed production in the euro area’s trading partners. At the same time, households shifted their spending away from services towards at-home consumption, increasing global demand for consumer goods and electronic equipment primarily produced outside the euro area. Moreover,

<sup>3</sup> See the box entitled “Key factors behind productivity trends in euro area countries”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

<sup>4</sup> See, for example, Beltramo, A., De Backer, K. and Moussié, L., “The export performance of countries within global value chains (GVCs)”, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, No 2012/2, OECD Publishing, Paris, 2012.

the literature finds that containment measures had a greater effect on production in industries that are located more downstream (such as the automotive, pharmaceutical, food and beverage and consumer electronics industries). These industries are more prevalent in the euro area than in its main trading partners.<sup>5</sup>

**Although key markets in the euro area recovered to some extent in 2023, export performance was still rather anaemic.** After the post-pandemic recovery, euro area exporters again benefited from some more favourable sectoral and geographical factors, but export growth remained weak. The following section provides an overview of the shocks that have contributed to the recent weakness in euro area exports.

### 3 Drivers of the recent weakness in euro area exports

**This section looks at the main factors behind the euro area’s weak export performance since the pandemic.** The previous section summarised broad trends in the deterioration of the euro area’s market share and isolated the impact of sectoral and geographical compositional effects over the past two decades. This section identifies the main drivers of export performance after the pandemic and during the subsequent period of surging energy prices. Specifically, it disentangles common elements, such as changes in price and non-price competitiveness, as well as new challenges posed by supply chain disruptions and the energy crisis.

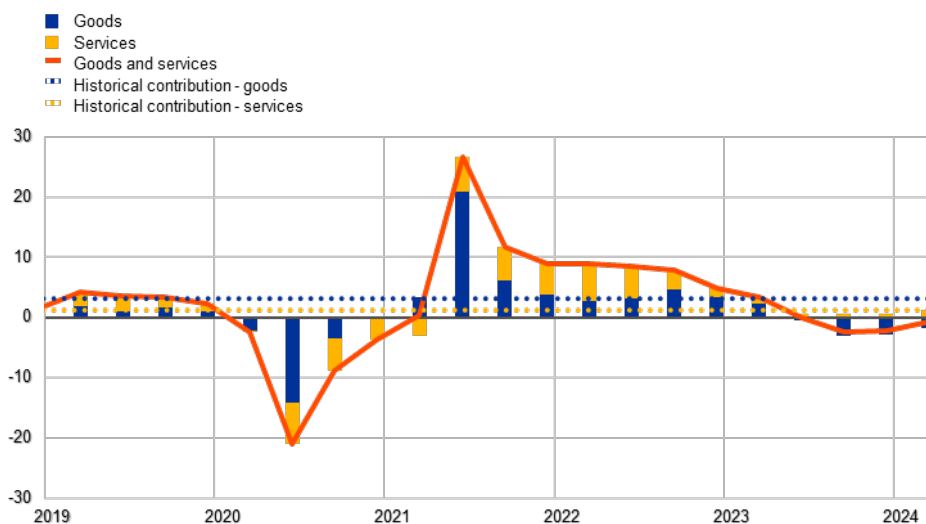
**Mobility restrictions during the pandemic and the related persistent supply disruptions depressed euro area exports of goods and, to a greater extent, services; since then, services exports have strongly recovered but goods exports remain weak.** Pandemic-induced demand shifts and supply chain disruptions were one of the main drivers of the deterioration in euro area export performance. Lockdowns, mobility restrictions and the ensuing transport and supply disruptions impeded the flow of goods globally. This had a particularly strong effect on the euro area as it is more deeply integrated in regional and global supply chains than other economies.<sup>6</sup> Global goods trade rebounded swiftly after the pandemic in 2021. However, it fell below historical trends towards the end of 2022, which was also reflected in weak euro area goods export growth (Chart 3). In addition, from 2022 euro area goods exports were held back by the energy price shock, recording negative growth from the second quarter of 2023. By contrast, services exports – which were a significant drag on euro area exports during the pandemic, especially in high-contact categories such as travel – became a driver of the recovery as mobility restrictions were gradually lifted and economies reopened. Box 1 discusses the resilience of the services export sector in recent years and the factors contributing to its unusual divergence from the goods sector.

<sup>5</sup> See, for example, “[Global Trade and Value Chains during the Pandemic](#)”, *World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery*, IMF, Washington DC, April 2022.

<sup>6</sup> See the box entitled “[Global value chains and the pandemic: the impact of supply bottlenecks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023.

**Chart 3****Euro area exports of goods and services**

(volumes, year-on-year percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

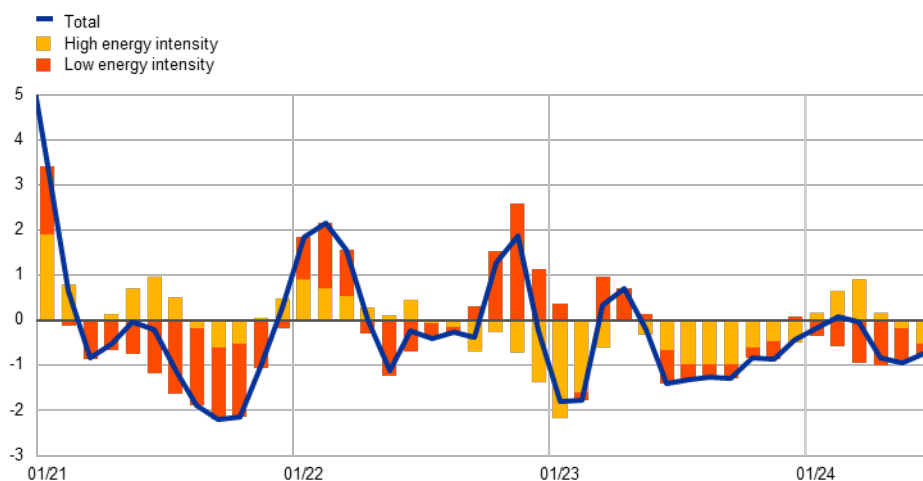
Note: Historical contribution refers to the average contribution over the period from the first quarter of 1995 to the first quarter of 2024.

**The key driver of the continued weakness in euro area goods exports was the energy shock following Russia's invasion of Ukraine, as exports in energy-intensive sectors declined substantially.** Energy prices began to rise from late 2021 as Europe experienced a particularly cold winter and Russia gradually reduced gas supplies to Europe. Gas prices then spiralled following Russia's full-scale invasion of Ukraine in February 2022. Production costs rose to such an extent that some energy-intensive industries were forced to cut back or pause production. As a result, the exports of energy-intensive sectors decreased strongly, accounting for almost the entire decline in total exports in 2023 (Chart 4).<sup>7</sup>

<sup>7</sup> For the effects of high energy costs on production, see the box entitled "How have higher energy prices affected industrial production and imports?", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2023.

**Chart 4****Contributions of sectors to euro area goods export growth by energy intensity**

(three-month-on-three-month percentage changes; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Seasonally adjusted volume indices of manufactured goods exports. Low (high) energy-intensity sectors have energy intensity below (above) the median. Energy intensity is the share of energy (direct and indirect use) in total inputs. The latest observations are for June 2024.

**The recent gas price shock hit the euro area more than other regions and substantially worsened its competitiveness relative to its main trading partners.**

The gas price shock following Russia's invasion of Ukraine was different from past energy crises – which were caused by oil price shocks – because of its regional nature, with cuts in gas supplies from Russia primarily affecting Europe.<sup>8</sup> In the third quarter of 2022, at the peak of the European gas crisis, the EU benchmark gas price index was 20 times its historical average, ten times the US benchmark and well above Asian benchmarks, highlighting the exceptional nature of the European gas shock. The asymmetric nature of the energy shock hit euro area export market shares as input costs of euro area exporters rose relative to those of their competitors in the euro area's main trading partners (see Box 2).

**Losses of price and cost competitiveness owing to the asymmetric energy shock were to some extent – but far from completely – buffered by exchange rate movements.**

The impact of rising costs in the euro area was cushioned by the depreciation of the exchange rate of the euro during the early phase of the energy crisis. The euro weakened significantly in nominal effective terms in 2021 and early 2022, which helped to buffer the euro area's competitive position.<sup>9</sup> In real effective terms, this was further supported by relatively contained increases in unit labour costs compared with competitors.<sup>10</sup> However, unit labour costs primarily capture domestic cost pressures, whereas external cost pressures from higher-input import prices are better reflected in the producer price index (PPI). PPI-based real effective

<sup>8</sup> See the box entitled “[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

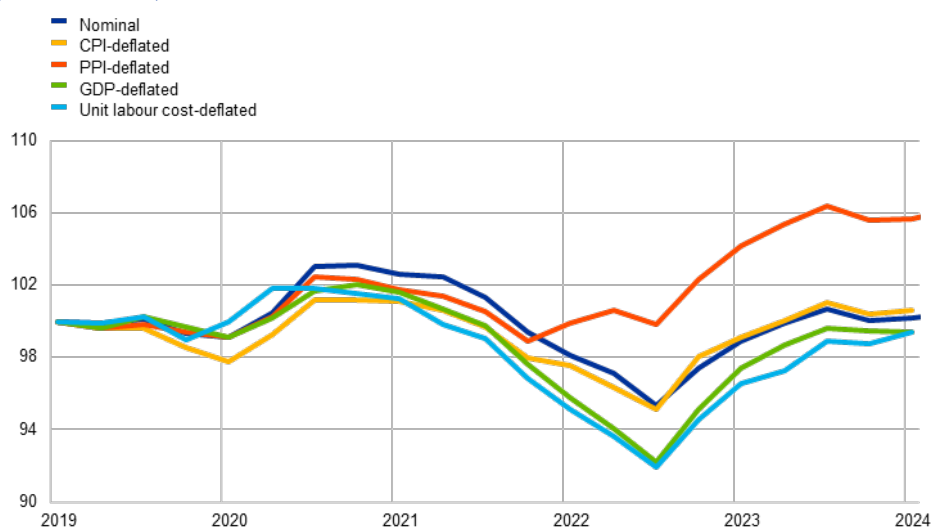
<sup>9</sup> See also “[Relative energy price rise hurting, euro depreciation supporting Germany's international price competitiveness](#)”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, December 2022.

<sup>10</sup> For a comparison of labour costs in the euro area and the United States, see the box entitled “[Inflation developments in the euro area and the United States](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022.

exchange rates, which summarise relative price pressures for tradable goods, point to a deterioration in export price competitiveness and suggest that the energy shock had a bigger impact on euro area competitiveness (Chart 5). Moreover, the previous gains in competitiveness from the nominal depreciation of the euro started to unwind from mid-2022 owing to a strengthening euro and rising price and cost pressures relative to competitors.<sup>11</sup>

**Chart 5**  
Euro area effective exchange rate

(index: Q1 2019 = 100)



Source: ECB.  
Note: CPI refers to consumer price index.

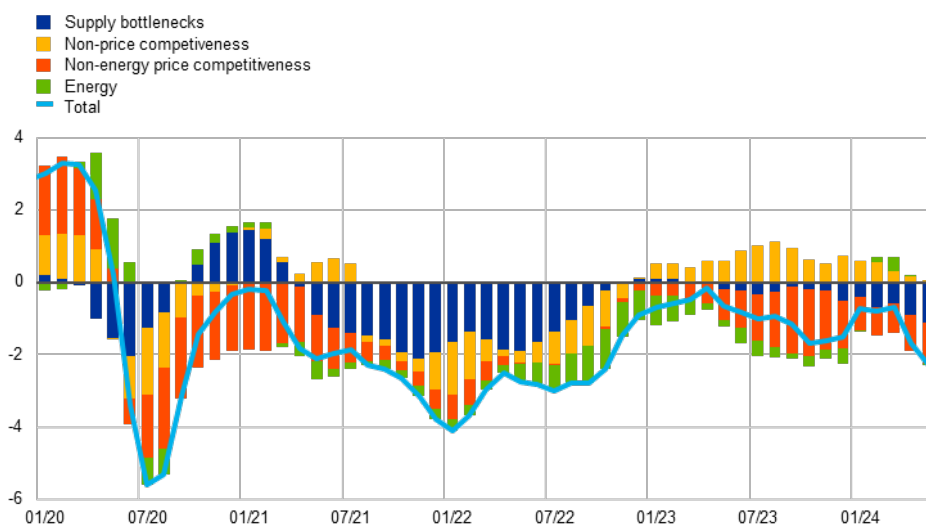
**A model-based analysis confirms that, while pandemic-related supply bottlenecks were the main initial driver of weak export performance, energy costs and other price competitiveness factors have since become the main drag on euro area competitiveness.** Results from a Bayesian structural vector autoregression (SVAR) analysis with sign restrictions illustrate the relative importance of four specific shocks: supply disruptions, energy price shocks, other price competitiveness shocks and non-price competitiveness shocks. Non-energy price competitiveness shocks encompass all factors that affect export shares through relative prices, such as input prices, labour costs and exchange rate conditions. Shocks to non-price competitiveness include all other conditions that affect demand for euro area products, sectoral demand growth, productivity gains and other idiosyncratic factors enhancing market presence (Chart 6). Supply chain disruptions and losses in non-price competitiveness explain about two-thirds of the deterioration in export market shares following the outbreak of the pandemic, given

<sup>11</sup> With regard to competitiveness factors, at the end of 2023 unit labour cost growth remained strong in the euro area whereas it had already started to decelerate in other countries (e.g. the United States), albeit remaining at higher levels. Higher unit labour costs reflect relatively higher wages and lower productivity in the euro area. See the box entitled “Recent inflation developments and wage pressures in the euro area and the United States”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2024.

the euro area's high degree of integration in regional and global supply chains.<sup>12</sup> The negative contribution of non-price competitiveness reflects a shift in global consumer demand away from goods traded by the euro area – such as investment-related goods – towards other items such as computer equipment and home improvement products, which are more extensively exported by competitors. They could also partly reflect the breakdown of trade relations with Russia. Following the invasion of Ukraine and the imposition of sanctions on Russia, euro area exports to Russia halved within months and have continued to decline since then. Since mid-2022, as supply disruptions faded and global demand patterns began to normalise, these factors no longer weighed on, or even buffered, euro area market shares.<sup>13</sup> At the same time, energy costs and other price competitiveness factors became a major drag on the euro area's export performance relative to its competitors.

**Chart 6**  
Structural drivers of euro area goods exports market shares

(percentage deviations from trend; percentage point contributions)



Source: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The SVAR is estimated at a monthly frequency over the period from January 2004 to May 2024 and includes the following variables: extra-euro area export market shares (de-trended), euro area nominal effective exchange rate (increase = appreciation), euro area relative export prices, and the ratio of energy-intensive to non-energy-intensive industrial production. The assumed sign restrictions on impact are: a non-price competitiveness shock implies extra-euro area export market shares (+), euro area relative export prices (+); a price competitiveness shock implies extra-euro area export market shares (+), euro area nominal effective exchange rate (-), euro area relative export prices (-); a supply bottleneck shock implies extra-euro area export market shares (-), euro area nominal effective exchange rate (-), euro area relative export prices (+), energy-intensive to non-energy-intensive industrial production (+); an energy shock implies extra-euro area export market shares (-), euro area nominal effective exchange rate (-), euro area relative export prices (+), energy-intensive to non-energy-intensive industrial production (-).<sup>14</sup>

<sup>12</sup> For more details, see the box entitled “The impact of supply bottlenecks on trade”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021. See also Lebastard, L. and Serafini, R., “Understanding the impact of COVID-19 supply disruptions on exporters in global value chains”, *Research Bulletin*, No 105, ECB, March 2023.

<sup>13</sup> Some of the negative contributions of supply bottlenecks from mid-2023 may be related to a deterioration in supplier delivery times as activity recovered and to disruptions in the Red Sea following attacks by Houthi rebels. See Attinasi M.G., Boeckelmann L., Emter L., Ferrari M.M., Gerinovic R., Gunnella V., Meunier B. and Serafini R., “Sailing through storms: The fallout of Red Sea disruptions for global trade and inflation”, *VoxEU Column*, April 2024.

<sup>14</sup> A positive sign of supply bottlenecks for energy-intensive to non-energy intensive industrial production is motivated by the fact that highly energy-intensive sectors rely more on commodity inputs that are not disrupted by supply bottlenecks.

## Box 1

### Will trade in services continue to act as a buffer for euro area export growth?

Prepared by Camilla Altieri, Nina Furbach and Tobias Schuler

In recent years, exports of services have majorly supported euro area trade, significantly outperforming exports of goods. This box examines whether this unusual decoupling of growth in services exports and goods exports can be expected to continue.

Services exports have grown at a faster pace than goods exports over the past 20 years as technological progress has made it possible for many services to be delivered and consumed in locations different from their origin, making them more tradable across borders. The share of services in the total value of euro area exports increased from 24% in 2000 to around 31% in 2023.

However, the recent stronger performance of services exports has been particularly notable. Services rebounded substantially after the pandemic and have continued to grow even as goods exports have contracted (Chart A). In 2022 services exports accounted for two-thirds of the annual growth in total euro area export volumes. This divergence has continued since September 2023, with goods exports falling and services exports continuing to expand.

#### Chart A

##### Euro area goods and services export growth

(three-month moving average of year-on-year percentage changes, constant prices)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Extra-euro area exports from the balance of payments are deflated using prices of intra-euro area plus extra-euro area exports from the main national accounts. The latest observations are for March 2024.

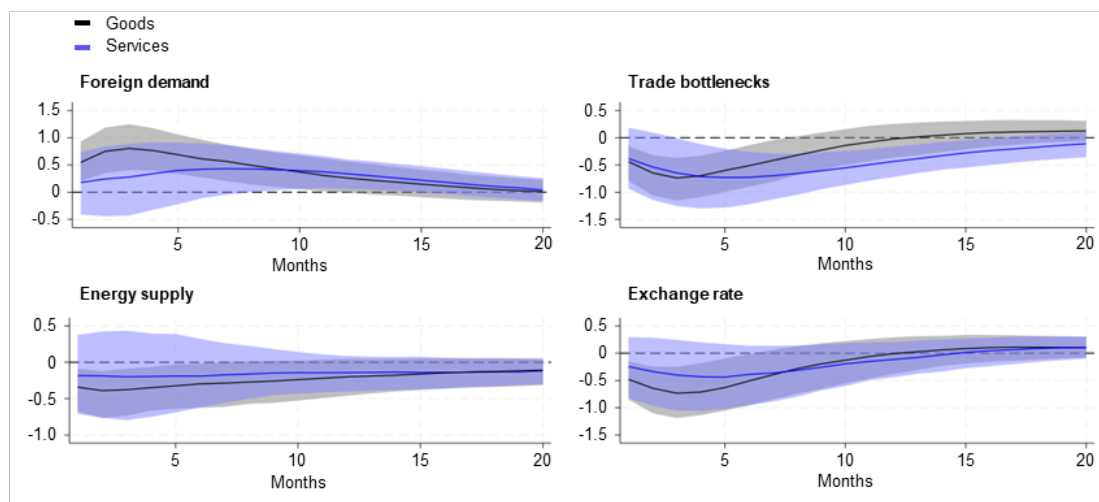
Services and goods exports have co-moved closely in the past. Over the past 15 years the correlation between the year-on-year growth rates of services and goods export volumes is roughly 0.6. Empirical evidence from an SVAR model suggests that goods and services exports react

similarly to a variety of shocks (Chart B).<sup>15</sup> Indeed, the main macroeconomic drivers of services and goods exports are similar, with the bulk of the cyclical fluctuation (74% of goods and 66% of services exports) explained by foreign demand, supply bottlenecks, energy supply and the exchange rate.

## Chart B

### Impulse responses of goods and services exports volumes

(response to a one-standard-deviation shock; percentage point deviation from steady state)



Source: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Federal Reserve of New York and ECB calculations.

Notes: Shaded blue and grey areas are confidence intervals for services and goods exports (both 68%). For details on the estimation, see footnote 15.

The historical similarity in the cyclical dynamics of goods and services exports reflect the close links between the two sectors. First, a large share of services exports are used as intermediates for goods production – just under half of the euro area’s value added in services exports are used as intermediate inputs for goods production in other countries.<sup>16</sup> Second, many services exports are directly related to goods exports. Sectors such as transport, trade-related services and freight insurance account for more than 20% of euro area services exports.<sup>17</sup> Finally, an important share of services are exported by manufacturers that bundle goods and services products together.<sup>18</sup>

The recent episode of pronounced decoupling was unusual and stemmed from the pandemic and large swings in travel services. The sectoral decomposition highlights the after-effects of the pandemic, including a strong rebound in exports of travel services (Chart C). In 2021 travel

<sup>15</sup> The model extends the SVAR with sign restrictions used to analyse goods exports – see the box entitled “[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)”, op. cit. The analysis imposes no restrictions on the response of services exports to identified shocks, which ensures that co-movement in the responses is not driven by assumptions. The following variables are included: synthetic energy price index, ratio of energy-intensive to non-energy-intensive industrial production, world imports, Harmonised Index of Consumer Prices, global supply chain pressure index, extra-euro area goods exports, euro area nominal effective exchange rate, extra-euro area services exports. Note that confidence intervals for services exports are somewhat wider than those for goods exports (Chart B), potentially owing to their more diverse composition, with services exports in different sub-sectors likely showing heterogeneous responses to shocks.

<sup>16</sup> Based on ECB staff calculations using multiregional input-output data from the Asian Development Bank.

<sup>17</sup> The analysis applies the [classification of the United Nations Statistics Division](#) for goods-related services sub-sectors to euro area export data.

<sup>18</sup> Ariu, A. et al. document that 23% of services exports from Belgium are bundled together with exports of goods. See Ariu, A., Mayneris, F. and Parenti, M., “One way to the top: How services boost the demand for goods”, *Journal of International Economics*, Vol. 123, March 2020.

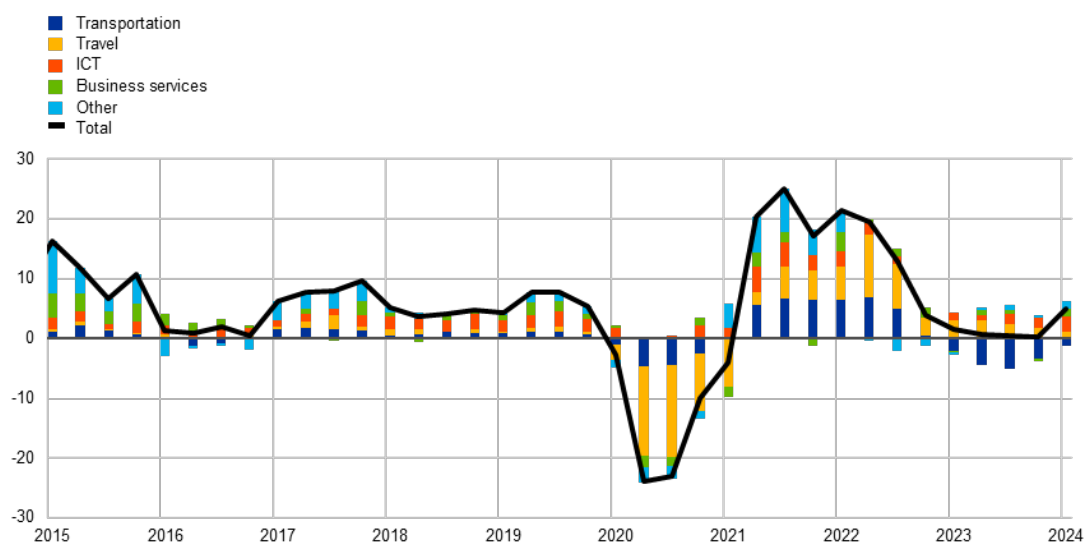


contributed around 30% to the growth in services exports, although it accounted for only 12% of total services export volumes. Services exports have held up thanks to the positive contribution of travel exports in 2023.<sup>19</sup> By contrast, transport exports, which had recovered from the pandemic by 2021, have been declining since 2022 owing to a period of restocking coming to an end and the impact of the energy shock on manufacturing firms.

### Chart C

#### Sectoral decomposition of growth in euro area services export volumes

(year-on-year percentage changes; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Volumes are calculated by applying the overall services exports deflator. ICT refers to information and communications technology. The latest observations are for the first quarter of 2024.

Over longer periods, services exports are likely to grow at a faster pace than goods exports, consistent with their stronger long-run trend. However, in the near-term that stronger performance may be boosted by the ongoing strength of travel services exports, which are yet to recover to their pre-pandemic level (Chart D, panel a). Tourism sector surveys remain more buoyant than those of broader services (and goods) export sectors, which suggests near-term strength (Chart D, panel b).

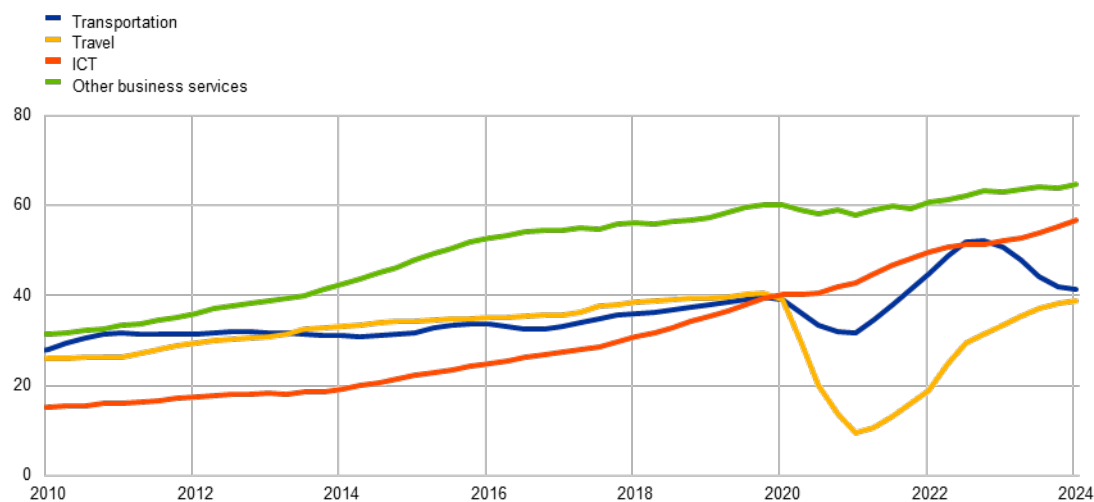
<sup>19</sup> The share of business in total travel exports has declined from 18% in 2019 to 12% in 2022. For more on the performance of the travel sector during the pandemic, see the box entitled “[Developments in the tourism sector during the COVID-19 pandemic](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

## Chart D

### Euro area services exports volumes by sub-sector and PMI orders

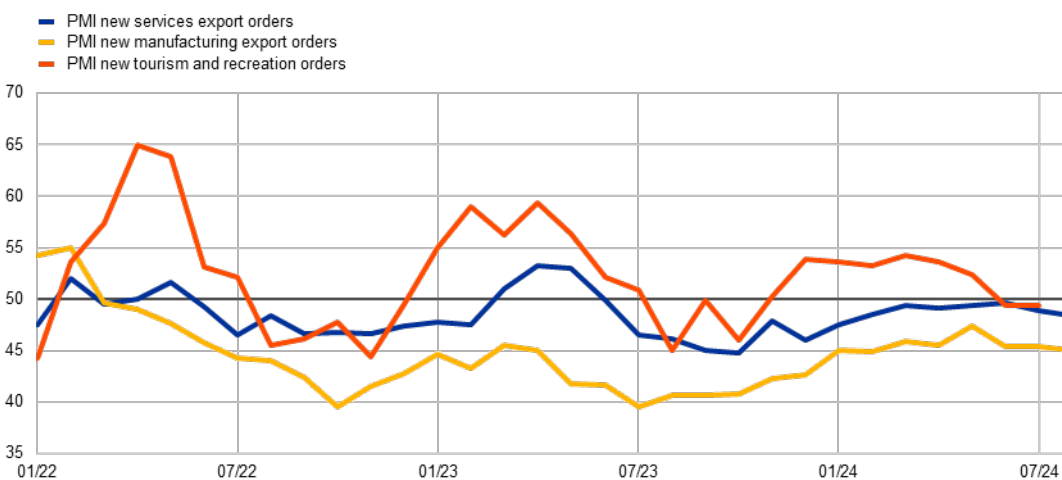
#### a) Euro area services exports volumes by sub-sector

(EUR billions; four-quarter moving average)



#### b) PMI manufacturing, services and tourism orders

(diffusion index)



Sources: Eurostat, S&P Global and ECB calculations.

Notes: Volumes in panel a) are calculated by applying the overall services exports deflator. PMIs shown in panel b) are for the EU. A number above 50 indicates an expansion and a number below 50 indicates a contraction. The latest observations are the first quarter of 2024 for panel a), and August 2024 for manufacturing and services export orders and July 2024 for tourism orders in panel b).

## Box 2

### Energy cost differentials and euro area competitiveness

Prepared by Virginia Di Nino and Marta Salazar Rodríguez

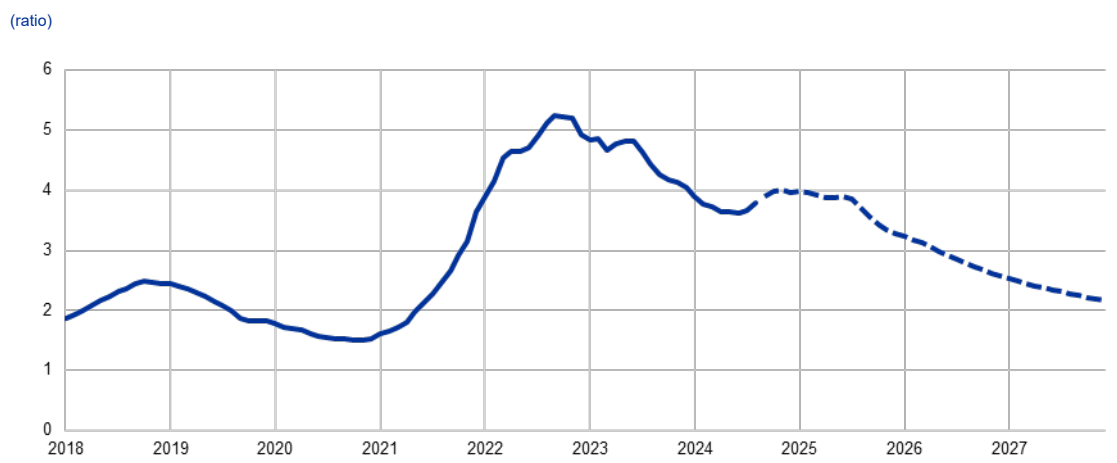
During the energy crisis the price differential for gas and electricity in Europe relative to other regions reached unprecedented highs.<sup>20</sup> Euro area producer prices for energy were twice as high

<sup>20</sup> The cost differential remained contained for oil, whose quotations rose in tandem across regions.

as those of its main competitors.<sup>21</sup> The differential relative to the United States was even wider (Chart A). This box assesses the impact of the energy shock on the competitiveness of euro area exporters and illustrates the shock's heterogeneous effects on firms.<sup>22</sup>

### Chart A

#### Energy prices in the euro area relative to the United States



Sources: ADB MRIO, IMF, Bloomberg, Trade Data Monitor and ECB staff calculations.

Notes: The relative energy price is computed as a weighted average of the relative natural gas price and the relative oil price. The solid line represents historical data up to August 2024. The dashed line shows the estimated evolution of the relative energy price based on future prices for crude oil and natural gas in Europe and in the United States. The last estimate is for December 2027.

Exposure to the energy shock varied substantially across industries depending on the energy intensity of production processes and the share of natural gas in total energy consumption.

However, the impact of an energy shock on an industry's export prices and market share does not only depend on an industry's input costs. It also depends on its position in the production chain. At industry level, the position of production processes in the chain can be determined by two coordinates, the distance from final demand ("upstreamness") and the distance from primary inputs ("downstreamness"). Positioning can influence the transmission of energy shocks in several ways. Upstream industries generally operate on tighter margins and thus tend to pass on the entire shock. In addition, since energy is often a key input for upstream industries, it may not be as easy for them to substitute domestic inputs with outsourced inputs as it is for downstream industries. At the same time, the more downstream a firm is in a production chain, the more likely it is for part of the energy shock to have been absorbed by the profit margins of producers positioned earlier in the chain. Thus, while upstreamness could magnify the effect of energy shocks, downstreamness may temper the effect as shocks move down the production chain.<sup>23</sup>

We test these arguments in a panel setting, which enables us to measure how the impact of the energy shock varies across industries and economies and to differentiate industries according to their position in the production chain. It also makes it possible to control for those factors which are difficult to observe or measure but are correlated with energy cost differentials, such as government

<sup>21</sup> The producer price index for energy in the euro area is compared with the weighted average of the PPI for energy of its main competitors (United States, United Kingdom, China and Japan), with weights assigned based on the share of each competitor in the competitors' total sum of exports.

<sup>22</sup> See also the box entitled "[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)", op. cit.

<sup>23</sup> For computation of upstreamness and downstreamness metrics, see Mancini, M., Montalbano, P., Nenci, S. and Vurchio, D., "Positioning in Global Value Chains: World Map and Indicators, a New Dataset Available for GVC Analyses", *The World Bank Economic Review*, 2024.

measures.<sup>24</sup> This box shows the results of a panel study of euro area export market shares. The study uses quarterly data spanning from the beginning of 2007 to the end of 2022 for 17 manufacturing industries in 20 euro area countries. It proxies the energy shock for the euro area by including a variable that measures the energy cost differential relative to a key competitor, the United States. The equation is specified as a logarithmic dynamic panel with fixed effects:

$$XMS_{sct} = \rho XMS_{sct-1} + \delta P_{sct} + \gamma IP_{sct} + \beta_1 E_{sct} + \beta_2 E_{sct} \times Up_{sct} + \beta_3 E_{sct} \times Down_{sct} + \mu_1 Up_{sct} + \mu_2 Down_{sct} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct} \quad (1)$$

$XMS (P)$  are exports (export prices) of a sector ( $s$ ) in a euro area country ( $c$ ) relative to exports (export prices) for the same sector ( $s$ ) in non-euro area countries at a time ( $t$ ).<sup>25</sup> The energy shock ( $E$ ) in a sector ( $s$ ) of a euro area country ( $c$ ) at a time ( $t$ ) is defined by the energy cost differential scaled by the energy intensity of production. Heterogeneity in the exposure to the energy crisis is allowed to differ across industry-country pairs by relating the energy cost shock ( $E$ ) to a measure of an industry's position in the chain, that is the number of links with upstream ( $Up$ ) and downstream ( $Down$ ) industries. Finally, the analysis controls for unobserved effects by including sector-country fixed effects ( $FE_{sc}$ ) and country-time fixed effects ( $FE_{ct}$ ). The estimated coefficients ( $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ ) are historical elasticities of euro area external competitiveness to energy cost differentials depending on energy intensity and upstream and downstream positioning.

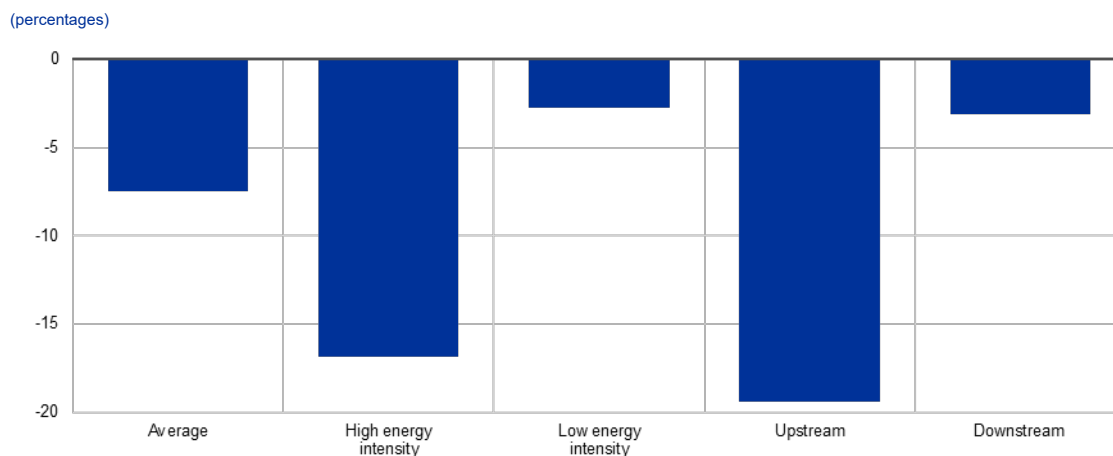
The panel estimates indicate that, at the peak of the European gas crisis, the average adverse impact on euro area export market shares was -7%. However, the estimates show marked heterogeneity. The impact on industries with the highest energy intensity was a decline of more than 15% in export market shares; this can grow to almost 20% for industries located very upstream in the chain and fall to around 3% for industries at the very end of the supply chain.

<sup>24</sup> Governments reacted to the energy shock by implementing measures to limit the impact on businesses and consumers. Failing to control for these measures could result in an underestimation of the potential impact of a widening in the energy cost differential vis-à-vis competitors for euro area external competitiveness. Similar attenuation biases could stem from exchange rate repricing dynamics and expenditure shifting away from expensive energy-intensive items.

<sup>25</sup> Relative export prices in equation (1) are instrumented with their four lags and other exogenous determinants to remove the simultaneity bias of  $P$  and  $XMS$ , under the assumption that past values of  $P$  ( $XMS$ ) are predetermined to future  $XMS (P)$  developments.

## Chart B

The impact on export market shares of the energy cost differential at the peak of the gas crisis in the third quarter of 2022 by type of industry



Sources: Trade Data Monitor, IMF, MRIO, TiVA, Mancini, M. et al. (2024) and ECB staff calculations.

Notes: Changes in export market shares evaluated at the highest/lowest energy intensity. Most upstream/downstream industries are based on coefficients estimated in equation (1). The effect of one determinant is evaluated at a time, setting the others to zero. This simplification helps us to isolate the effect of each determinant. As positioning in the chain for each industry-country pair is mapped by two coordinates (upstream and downstream) the total effect of positioning in the supply chain is given by the weighted average of the effect implied by the two coordinates.

## 4 Challenges ahead

**Looking ahead, some of the factors that have affected euro area export market shares in the recent past should fade away.** The supply disruptions and shifts in

global demand preferences that hindered euro area exports during the pandemic are gradually diminishing. Price competitiveness challenges in the medium term should also fade as comparatively higher costs in the euro area subside.<sup>26</sup> Nonetheless, euro area exporters could continue to face a challenging environment.

**At the same time, competitiveness challenges could persist as energy costs will likely remain elevated, and the euro area is still vulnerable to changes in global market conditions owing to its continued dependence on energy imports.**

The energy shock was a major driver of the deterioration in euro area market shares. Meanwhile, elevated energy costs for the foreseeable future pose a significant challenge to the competitiveness of the euro area, especially as energy prices in the euro area are still substantially higher than those of its main competitors and – based on futures prices – are expected to remain twice as high as those in the United States in the coming years.

**The recent crises have also exposed the euro area's vulnerability to input supply and cost shocks more generally, which may be further compounded by geo-economic fragmentation.** Recent evidence on the incidence of geo-economic fragmentation, notably with respect to trade and foreign direct investment flows,

<sup>26</sup> See Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G.M., "External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate", *European Economic Review*, Vol. 46, No 6, 2002, pp. 1049-1071, and Bobeica E., Christodouloupoulou, S. and Tkačevs, O., "The role of price and cost competitiveness for intra-and extra-euro area trade of euro area countries", *Working Paper Series*, No 1941, ECB, Frankfurt am Main, July 2016.

shows how economic linkages are increasingly influenced by geopolitical considerations.<sup>27</sup> For the euro area, there is evidence that firms progressively seek to diversify their supply of strategic goods to source these from producers in geopolitically aligned countries.<sup>28</sup> Such strategic diversification, while potentially increasing the resilience of supply chains, could lead to cost increases and have important implications for the competitiveness of euro area exporters. At the same time, fragmentation patterns may also affect the demand for euro area exports. Moreover, increasing geopolitical tensions may lead to new waves of tariffs and other trade restrictions that would weigh on global trade, with significant consequences for the euro area export sector.

**Looking ahead, the structural transformation of the European and global economies could present challenges and opportunities for euro area exporters.**

The transformation of the EU's energy market and supplies and the green transition will have important implications for the competitiveness of the euro area.<sup>29</sup> Likewise, the shift of global trade towards services and the potential opportunities emerging from advances in information technology and artificial intelligence are expected to significantly affect euro area exporters' competitiveness in the future.<sup>30</sup> In particular, euro area exporters are increasingly confronted with growing competitive pressures from emerging economies, which are becoming suppliers of high value-added content and competing in some of the euro area's key markets. Euro area exporters are currently facing competition from Chinese manufacturers that benefit from vast capacity, partly owing to sizeable subsidies. This capacity well exceeds domestic demand in China, leading to downward pressure on Chinese export prices and ultimately translating into significant losses of price competitiveness for the euro area.<sup>31</sup> Nevertheless, euro area exporters can maintain their market presence in value terms by specialising in higher-value segments such as services, for which the euro area is the world's leading exporter. This would allow them to charge premium prices and improve the euro area terms of trade.

<sup>27</sup> See, for example, Aiyar, S. et al., "Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism", *Staff Discussion Notes*, No 2023/001, International Monetary Fund, Washington DC, January 2023.

<sup>28</sup> See the box entitled "How geopolitics is changing trade", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2024

<sup>29</sup> See, for example the box entitled "Will the euro area car sector recover?", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024, which includes a discussion of competitive challenges emerging from the greening of the car sector.

<sup>30</sup> On the increasing relevance of services and automation, see Baldwin, R., "Globotics and macroeconomics: Globalisation and automation of the service sector", *Working Paper Series*, No. 30317, National Bureau of Economic Research, August 2022.

<sup>31</sup> See Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T., Al-Haschimi, A. and Spital, T., "Export markets: why China and the euro area are competing more than ever", *The ECB Blog*, ECB, September 2024 and the article entitled "The evolution of China's growth model: challenges and long-term prospects", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

## 2 Economic and financial impacts of nature degradation and biodiversity loss

Prepared by Andrej Ceglar, Miles Parker, Carlo Pasqua, Simone Boldrini, Marie Gabet and Sjoerd van der Zwaag

### 1 Introduction

**Nature is crucial to human wellbeing and provides essential ecosystem services that support economic activity.** Nature encompasses all living and non-living elements on our planet, forming ecosystems such as forests, lakes and wetlands.<sup>1</sup> These ecosystems provide habitats for numerous species and tangible goods like food, freshwater, timber and medicinal resources. These also maintain environmental balance, for example by regulating air quality, controlling climate and mitigating floods. Key processes facilitated by ecosystems include soil formation, nutrient cycling and pollination. Nature also offers intangible benefits such as recreation and tourism. These benefits are greatly at risk from the current unprecedented rate of nature degradation and biodiversity loss.

**Businesses, the financial sector and policymakers have long underestimated, or even disregarded, the economic significance of ecosystem services, many of which are neither traded in markets nor directly assigned a monetary value.**

For example, wetlands act as natural water filtration systems and storm barriers, saving billions in water treatment and disaster mitigation costs. Forests absorb carbon dioxide, playing a vital role in climate regulation and reducing the economic impacts of climate change. Healthy soils and pollinators are essential for crop production. Without pollinators, crop yields would decrease, leading to higher production costs, increased consumer prices and potential food shortages. Many of the services provided by ecosystems are public goods and are either undervalued in markets or not currently priced in at all. As a result, they are often overlooked in economic decisions, which has significant consequences for the natural world. The Integrated Natural Capital Accounting (INCA) project, an integrated system of ecosystem accounts for the EU, estimated that in 2019, ten ecosystem services in the EU28 generated a total annual flow of benefits worth €234 billion.<sup>2</sup> Box 2 in this issue of the Economic Bulletin sets out in more detail the challenges of incorporating ecosystem services into measures of economic activity.

**Recent research has demonstrated the highly non-linear nature of biodiversity loss.**<sup>3</sup> While financial losses identified so far may seem limited, it is important to recognise that even seemingly minor events – such as the loss of a single species of bee – may have knock-on effects that have a substantial economic impact. Species

<sup>1</sup> United Nations, [System of Environmental Economic Accounting](#).

<sup>2</sup> Eurostat, *Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)*, 2021.

<sup>3</sup> Giglio, S., Kuchler, T., Stroebel, J. and Wang, O., “[The economics of biodiversity loss](#)”, paper presented at the ECB Forum on Central Banking “Monetary policy in an era of transformation”, Sintra, Portugal, 2024.

loss can hold back economic productivity and make the provision of ecosystem services more fragile. This fragility can compromise economic resilience, lower growth opportunities and exacerbate our vulnerability to future biodiversity loss. So nature degradation can have important economic effects that central banks should be aware of to maintain price and financial stability. Indeed, negative news about biodiversity already increases financial market measures of risk, especially in countries where ecosystems are more depleted.<sup>4</sup>

**Central banks can only achieve their objectives for price and financial stability if they understand and forecast how economic shocks and trends affect inflation, the broader economy and the financial system.** Given the potential of climate change and nature degradation to cause significant economic disruptions, these environmental crises should be integrated into policy frameworks alongside factors such as globalisation, demographics and financial innovation. They pose severe risks that can affect the business cycle and there is an urgent need for thorough analysis and decisive policy action. During Hurricane Sandy, for example, coastal wetlands in the northeastern United States prevented USD 625 million in flood damages.<sup>5</sup> This illustrates how reduced capacity of ecosystems to protect against floods increases the likelihood that future extreme rainfall events will cause flooding, disrupting economic activity at the business cycle frequency. The loss of such ecosystem services can lead to greater damage, with long-lasting effects on the economy, infrastructure and financial stability of the region concerned.

**This article discusses the implications of nature degradation and biodiversity loss for the economy and financial stability.** It explores the drivers of biodiversity loss, its interconnection with climate change, and the material impact of these risks in the euro area. The article also highlights progress in quantifying nature-related risks, featuring a box with assessments by Dutch and French financial institutions. Finally, it outlines the next steps for managing these risks and their implications from a central bank perspective.

## 2 Drivers of biodiversity loss and the interconnection with climate change

**Human activity impoverishes biodiversity and threatens the continued provision of crucial ecosystem services.** Human demands have exceeded the planet's ability to sustainably provide ecosystem services, resulting in unprecedented rates of nature degradation and biodiversity loss.<sup>6</sup> Monitored wildlife populations across the world have declined by an average of 69% since 1970.<sup>7</sup> The global rate of species extinction is currently tens to hundreds of times higher than the average

---

<sup>4</sup> *ibid.*

<sup>5</sup> Narayan, S. et al., "The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA", *Scientific Reports*, 7, 9463, 2017.

<sup>6</sup> United Nations, Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (CBD/COP/DEC/15/4), December 2022.

<sup>7</sup> WWF – World Wide Fund for Nature, *Living Planet Report 2022 – Building a nature-positive society*, 2022.



over the past ten million years.<sup>8</sup> Europe is no exception, with over 80% of habitats now deteriorating.<sup>9</sup> The conservation status and habitat trends are worse for pollinators than for other species.

**The primary drivers of biodiversity loss and ecosystem change are land and sea use, climate change, overexploitation of natural resources (living and non-living), pollution and invasive species.**<sup>10</sup>

Land and sea use includes the conversion of pristine habitats such as forests and wetlands to other purposes, including agricultural land and urban areas. Nearly 420 million hectares of forests have been lost worldwide since 1990, an area the size of the European Union. Climate change is a rising threat for biodiversity, already endangering one in six species globally. It also jeopardises ecosystems that serve as vital carbon stores and are crucial for meeting climate mitigation targets. Invasive species, introduced by human activity, can disrupt local ecosystems, displace native species and significantly affect the economy, the environment and public health. They play a key role in 60% of global plant and animal extinctions, leading to global economic costs exceeding \$423 billion annually in 2019.<sup>11</sup>

**Biodiversity loss can also amplify climate change and related risks, particularly when ecosystems that store carbon or provide adaptation benefits are degraded or lost.**

Restoring ecosystems can reduce climate-related risks. But the reverse is not always true: measures to combat climate change can benefit nature but may also contribute to its degradation. Examples include inadequately planned reforestation initiatives, such as monocultures, or the mining of minerals critical to the energy transition in biodiversity hotspots. These situations highlight the reinforcement of risks and potential trade-offs, necessitating an integrated approach to addressing climate and broader nature-related risks.<sup>12</sup>

**With the scale of nature degradation becoming clearer by the day, efforts to halt and reverse nature loss are accelerating, which in turn also requires financial institutions to manage related economic and financial risks.**

In December 2022 the EU and 195 countries adopted the Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (GBF), which is seen as being as important for nature and biodiversity as the 2015 Paris Agreement has been for galvanising action against climate change. The GBF incorporates targets such as the protection of at least 30% of the world's land and water by 2030 and the reduction of harmful government subsidies by at least USD 500 billion per year. Additionally, it aims to mobilise at least USD 200 billion annually by 2030, from both public and private sources, to effectively support biodiversity strategies, such as encouraging private investments

---

<sup>8</sup> United Nations, “Species Extinction Rate Hundreds of Times Higher Than in Past 10 Million Years, Warns Secretary-General Observance Message, Urging Action to End Biodiversity Loss by 2030”, press release, 22 May 2022.

<sup>9</sup> European Environment Agency, “Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive”, 2021.

<sup>10</sup> Brondizio, E.S., Settele, J., Díaz, S. and Ngo, H.T. (eds.), *Global assessment report on biodiversity and ecosystem services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*, IPBES secretariat, Bonn, Germany, 2019.

<sup>11</sup> IPBES, *Thematic Assessment Report on Invasive Alien Species and their Control*, 2023.

<sup>12</sup> Network for Greening the Financial System, *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*, NGFS, July 2024.

and promoting innovative financial mechanisms. Importantly, it requires signatories to act to ensure that financial institutions “regularly monitor, assess, and transparently disclose their risks, dependencies and impacts on biodiversity including [...] along their operations, supply and value chains and portfolios.”<sup>13</sup>

**To address the concerning rate of ecosystem degradation, the EU, under the umbrella of the European Green Deal, is implementing a range of targeted policies and legislation.** Examples include the EU’s biodiversity strategy for 2030, plans to enhance the EU Birds and Habitats Directives, and the EU Pollinators Initiative. In June 2024 the EU adopted the Nature Restoration Law, a regulation focusing on actions such as restoring degraded ecosystems, enhancing biodiversity, increasing green urban spaces and improving the resilience of natural habitats to climate change.<sup>14</sup> EU countries are required to submit their National Restoration Plans to the Commission within two years of the law coming into effect. These plans must outline their strategies for meeting the established targets. The Nature Restoration Law introduces transition risks as businesses will need to adapt to new regulations, but it also offers long-term benefits for financial stability through the preservation of ecosystems and their services.

### 3 Nature degradation and biodiversity loss pose material economic and financial risks

**Nature-related risks can affect price and financial stability through multiple transmission channels.** As in the case of the more familiar climate-related impacts, the physical risks from the threat that nature degradation poses to economic activities dependent on ecosystems can be distinguished from the transition risks arising from changes in policy, legal precedent, consumer preferences and market sentiment, etc. Litigation risk, as a subset of physical and transition risk, can arise from a variety of factors, including liability claims, policy and regulatory changes and misconduct.<sup>15</sup>

**Physical risks occur in both acute and chronic forms and particularly affect sectors that are more dependent on specific ecosystem services (Figure 1).** Acute degradation is abrupt, arising for instance from forest fires, oil spills and pests. Chronic degradation, such as land degradation that eventually renders cropland unsuitable for cultivation, accumulates over time. Distinguishing between acute and chronic impacts can be difficult, since the various elements in nature are strongly interconnected, leading to compounding effects and tipping points which are hard to

---

<sup>13</sup> GBF Target 15: Businesses Assess, Disclose and Reduce Biodiversity-Related Risks and Negative Impacts.

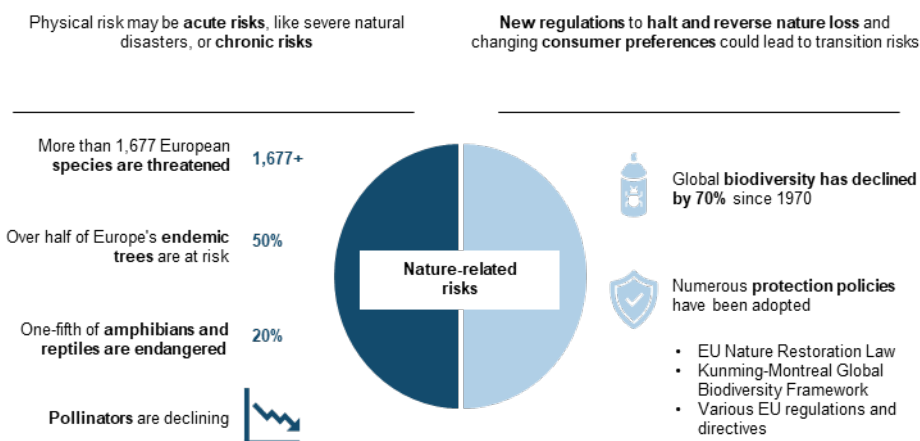
<sup>14</sup> European Commission, “Nature Restoration Law: A Regulation supporting the restoration of ecosystems for people, the climate and the planet”.

<sup>15</sup> O’Connell, M., “Birth of a naturalist? Nature-related risks and biodiversity loss: legal implications for the ECB”, *Legal Working Paper Series*, No 22, ECB, June 2024.

anticipate.<sup>16</sup> In this way, chronic degradation can result in a sudden major deterioration in ecosystem services at a particular point in time.

**Transition risks particularly affect activities that cause nature degradation and are hence responsive to efforts aimed at protecting and restoring nature (Figure 1).** Governments are stepping up their efforts to protect nature and biodiversity by strengthening regulations and policies that limit the exploitation of natural resources or ban certain products that trigger degradation. Technological innovation, new business models and changes in consumer or investor sentiment could similarly result in transition risks and costs as firms are forced to adapt.

**Figure 1**  
Nature degradation, including biodiversity loss, leads to physical and transition risk for the European economy and the financial system



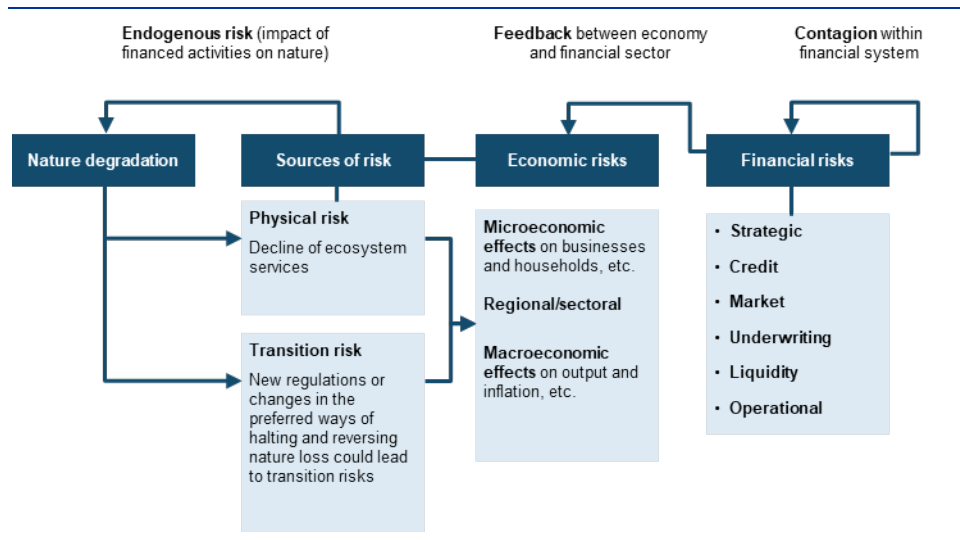
Source: ECB.

**The materialisation of both physical and transition risks can have major implications for the European System of Central Bank's (ESCB's) price stability objective under the Treaty on the Functioning of the European Union and trigger losses that can threaten financial stability (Figure 2).** These impacts can be direct, for example soil erosion and loss of pollinators impairing agricultural productivity and pushing up food prices, while also reducing land values and farmers' income. The impacts may also be indirect, as value chains transmit impacts occurring elsewhere in the world through to the domestic economy. For individual financial institutions or financial systems, economic impacts can subsequently translate into financial risks (including credit risks, market risks and underwriting risks) through financed activities. Such risks can be amplified by the compounding of individual risks or through financial contagion, and may well be endogenous, arising from the damage to nature caused by economic activity financed by these institutions. The macroeconomic effects of these nature-related risks could affect

<sup>16</sup> Compound impacts in interconnected ecosystems occur when multiple environmental stresses interact, leading to more severe consequences than any single stressor would cause alone. See Lenton, T.M. et al. (eds.), *The Global Tipping Points Report 2023*, University of Exeter, United Kingdom, for evidence of tipping points in a variety of ecosystems, including forest dieback, dryland desertification, lake eutrophication, coral reef die-off and fishery collapse.

monetary policy implementation, including through disruption to financial stability. In addition, the even transmission of monetary policy impulses across the euro area could be impaired if nature-related risks crystallise differently across countries.

**Figure 2**  
Transmission channels in the nature-related risk assessment framework



Note: This graph has been adapted from NGFS, "Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors", July 2024.

**Beyond the direct impact on the primary objective, the ESCB must also consider further Treaty provisions.** Where nature protection directly contributes to climate crisis mitigation, it can be considered consistent with the ESCB's obligation to support the general economic policies in the EU.<sup>17</sup> Moreover, under Articles 7 and 11 of the Treaty, the ESCB must ensure consistency with Union law, integrate environmental protection requirements into its policies and activities, and refrain from making decisions that counter these requirements.

#### 4 Progress in quantifying nature-related risks

**Recent ECB analysis revealed that the euro area economy and financial system are critically dependent on nature and the ecosystem services it provides.**<sup>18</sup> Out of 4.2 million non-financial corporations (NFCs) in the euro area, 72% are critically dependent on ecosystem services and would experience significant economic problems as a result of ecosystem degradation. For example, vegetation cover reduces soil erosion, prevents avalanches and landslides and provides flood and storm protection. Some 75% of all corporate loans in the euro area are granted to NFCs that are critically dependent on at least one ecosystem service (Chart 1). Loan portfolios may be significantly affected if environmental

<sup>17</sup> O'Connell, M., op. cit.

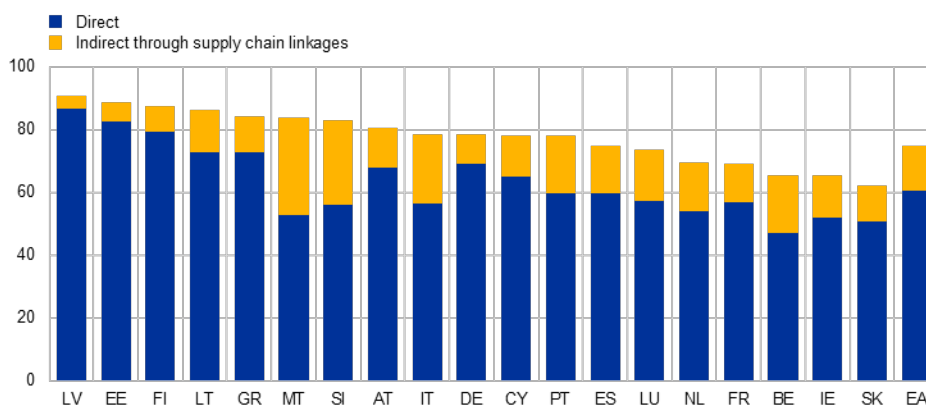
<sup>18</sup> Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L. and Heemskerk, I., "Living in a world of disappearing nature: physical risk and the implications for financial stability", *Occasional Paper Series*, No 333, ECB, 2023.

degradation continues to follow current trends, with stronger vulnerabilities concentrated in certain regions and economic sectors.

### Chart 1

#### Exposure of euro area banks' loan portfolios to nature-related risks

(December 2021, y-axis: percentages; share of loans with high dependency scores)



Sources: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit and ECB calculations.

Notes: The chart shows shares of loans with a high dependency score (greater than 0.7) for at least one ecosystem service. A loan is classified as highly dependent when the borrowing company has a sufficiently high direct dependency score (blue bar) or sufficiently high dependency when possible supply chain linkages are taken into account (yellow bar).

**Further ECB analysis explores how the euro area economy is affecting nature and its ecosystem services and demonstrates the double materiality of nature-related risks.** The euro area economy has significantly affected nature and biodiversity through two principal drivers: land use and climate change.<sup>19</sup> In total, euro area NFCs generate a local impact equivalent to the loss of around 365 million hectares of natural habitat in the euro area alone. This measure covers the loss of biodiversity resulting from (i) land conversion that has already been observed, and (ii) potential biodiversity loss in the next 100 years due to the global warming potential of greenhouse gas emissions in 2021.

**Nature-related risks have a global reach, with euro area NFCs' supply chain demands extending their environmental impact worldwide.** Euro area NFCs depend on raw materials sourced from outside Europe, promoting activities such as mining that contribute to nature degradation. Asia and Africa are the areas most affected, owing to high dependency of euro area NFCs on the supply of agricultural, mining and manufacturing products from these continents. In total, euro area NFCs cause around 217 million hectares of natural habitat loss outside the euro area. The combined European and global impact is equivalent to the loss of 582 million hectares of pristine natural areas worldwide (an area nearly 60% of the size of continental Europe). Given that this calculation excludes some other important drivers of biodiversity loss, such as unsustainable exploitation of natural resources and pollution, it is likely to underestimate the real figure for biodiversity loss.

**The negative impact on biodiversity financed by euro area banks is highly concentrated (Chart 2).** The ten banks with the greatest impact on nature are

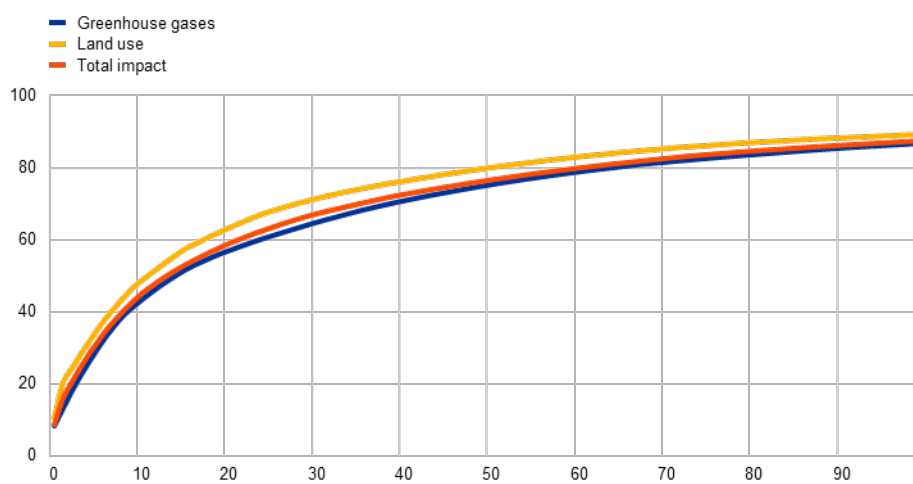
<sup>19</sup> Ceglar, A., Boldrini, S., Lelli, C., Parisi, L. and Heemskerk, I., "The impact of euro area economy and banks on biodiversity", *Occasional Paper Series*, No 335, ECB.

responsible for financing approximately 40% of the estimated worldwide global biodiversity loss caused by euro area NFCs. This share reaches around 90% for the 100 banks with the greatest impact – out of 2,500 included in the study – indicating a high concentration of financing activities with a negative impact on biodiversity and, in turn, transition risk. Legislation aimed at reversing nature degradation could bring financial repercussions for these financial institutions.

## Chart 2

### Concentration of impact on biodiversity financed by euro area banks

(December 2021, y-axis: percentages, x-axis: number of banks)



Sources: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – a Moody's Analytics company, iBACH and Schipper et al.\*.  
 Notes: Concentration of euro area biodiversity impact financed by the 100 banks with the greatest impact by type of pressure. Impacts are attributed from the borrower to banks according to the bank's share of the borrower's total indebtedness. Biodiversity losses are computed by summing the impact on mean species abundance of a borrower stemming from greenhouse gas emissions and the area of land used in the production of goods.  
 \*) Schipper, A.M. et al., "Projecting terrestrial biodiversity intactness with GLOBIO 4", *Global Change Biology*, Vol. 26, No 2, 2019, pp. 760-771.

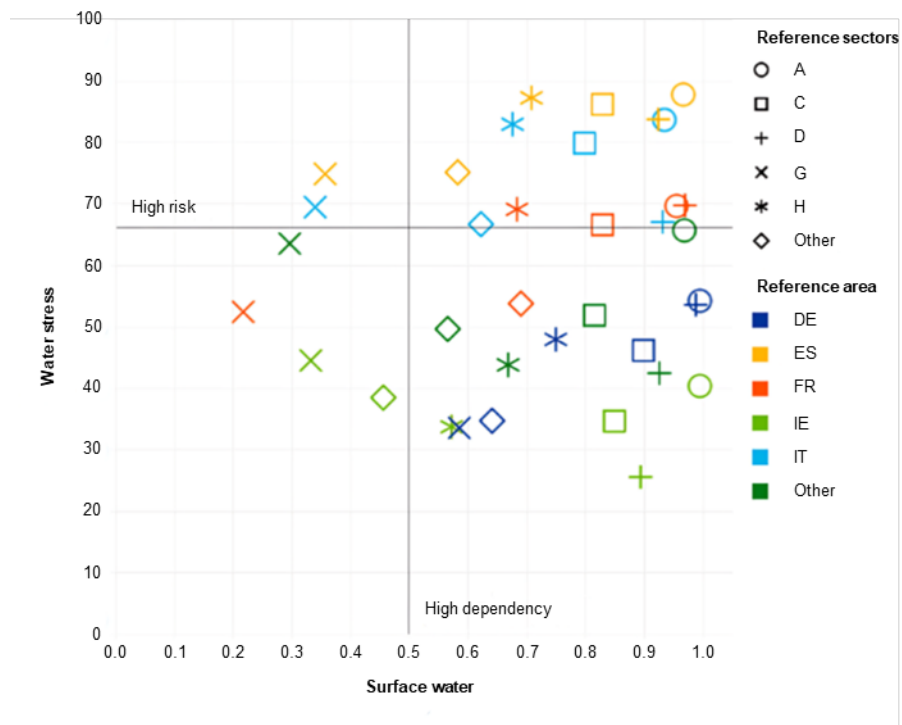
**It is essential to understand how banks and the financial system at large are exposed to the amplification of climate-related risks due to degradation of ecosystem services.** The highest risk for euro area banks is likely to materialise as a compound effect of both climate and nature. Chart 3, panel a) illustrates sectoral dependency on surface water provision and projected exposure to drought risk between 2030 and 2040. An economic sector's greater dependency on surface water provision can be compounded with a high risk of drought, which may amplify the impact on NFCs in those sectors and on the banks that lend to them. A large share of loans in southern Europe are granted to NFCs in sectors that are exposed to both risks (Chart 3, panel b).

### Chart 3

#### Physical risk in climate and nature space

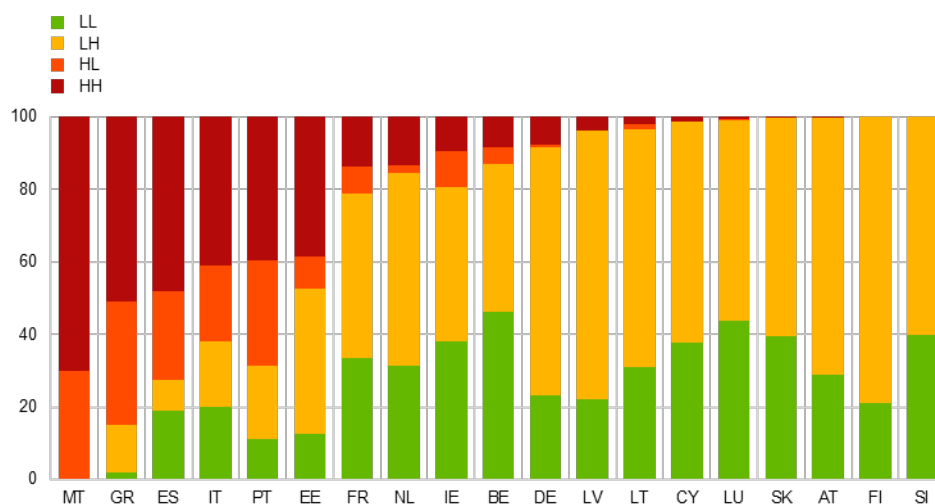
##### a) Average level of risk by country-sector

(y-axis: average level of water stress index for 2031-40, x-axis: average dependency score)



##### b) Share of loans by country of residence and level of risk of NFCs

(December 2021, y-axis: percentages; share of loans by level of risk)



Sources: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – a Moody's Analytics company, iBACH and Alogoskoufis et al.\*. Notes: Panel a) shows the average level of water stress risk for 2031-40 (y-axis) and the average dependency score on surface water (x-axis) by country-sector (NACE level), with the following level of granularity: A (agriculture, forestry and fishing), C (manufacturing), D (electricity supply), G (wholesale and retail trade), H (transport and storage) and Other for the reference sectors. The water stress score measures the projected changes in drought-like patterns over time. Panel b) illustrates, for each euro area country, the share of loans to euro area NFCs based on their combined climate and nature risk levels. LL stands for low climate risk, low nature dependency, LH for low climate risk, high nature dependency, HL for high climate risk, low nature dependency and HH for high climate risk, high nature dependency.

\*)Alogoskoufis, S. et al., "ECB economy-wide climate stress test", Occasional Paper Series, No 281, 2021.

**ECB analysis takes a forward-looking perspective and identifies euro area banks' vulnerabilities to future biodiversity losses (Chart 4).** If the world follows its current emission pathway and continues to exert significant pressure on biodiversity (adverse scenario), losses for euro area banks could be on average almost three times higher than they would be under a Paris-aligned, resource-efficient future scenario (sustainability scenario). The analysis shows that the biggest losses would occur in Germany, given how dependent the country's strongest economic sectors, such as manufacturing, are on biodiversity levels. Additional findings of the analysis show that banks with lower capital are more exposed to biodiversity risk. Smaller banks tend to have more concentrated portfolios and focus on smaller regions, while larger banks are better able to diversify.<sup>20</sup>

**Non-bank financial institutions (NBFIs) are also exposed to the economic consequences of nature degradation and biodiversity loss.** The European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) reports that approximately 30% of insurers' investments are critically dependent on nature and the ecosystem services it provides.<sup>21</sup> The IPBES Global Assessment<sup>22</sup> and the Dasgupta Review<sup>23</sup> emphasise that by incorporating biodiversity considerations into their investment decisions, NBFIs can play a pivotal role in mitigating the risks associated with nature degradation while promoting the conservation of ecosystems.

**Other Eurosystem research highlights the growing recognition among central banks and supervisors of the significant macroeconomic and financial stability risks posed by nature degradation.** De Nederlandsche Bank (DNB) revealed that a total of €510 billion of investments by Dutch banks, pension funds and insurers (representing 36% of the portfolio of more than €1,400 billion under review) are critically dependent on ecosystem services.<sup>24</sup> DNB also assessed potential transition risks, finding significant exposures to nitrogen-emitting sectors and global ecosystem protection policies. Similarly, the Banque de France found that 42% of the value of securities held by French financial institutions comes from issuers that are critically dependent on ecosystem services, with a biodiversity footprint comparable to the loss of 13 million hectares of pristine nature.<sup>25</sup> Assessments for the Irish and Lithuanian financial sectors have reported similar findings, underscoring the widespread relevance of nature-related financial risks.<sup>26</sup> Box 1 explores the ongoing research in more detail.

---

<sup>20</sup> Boldrini, S. et al., op. cit. See Chapter 4.2, Chart 18.

<sup>21</sup> "EIOPA Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance", EIOPA-23/247, 2023.

<sup>22</sup> Brondizio, E.S. et al., op. cit.

<sup>23</sup> Dasgupta, P., "The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review", HM Treasury, 2021.

<sup>24</sup> van Toor, J., Piljic, D., Schellekens, G., van Oorschot, M. and Kok, M., *Indebted to nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector*, De Nederlandsche Bank/ Planbureau voor de Leefomgeving, 2020.

<sup>25</sup> Svartzman, R., Espagne, E., Gauthey, J., Hadji-Lazaro, P., Salin, M., Allen, T., Berger, J., Calas, J., Godin, A. and Vallier, A., "A 'Silent Spring' for the Financial System? Exploring Biodiversity-Related Financial Risks in France", *Working Paper Series*, No 826, Banque de France, August 2021.

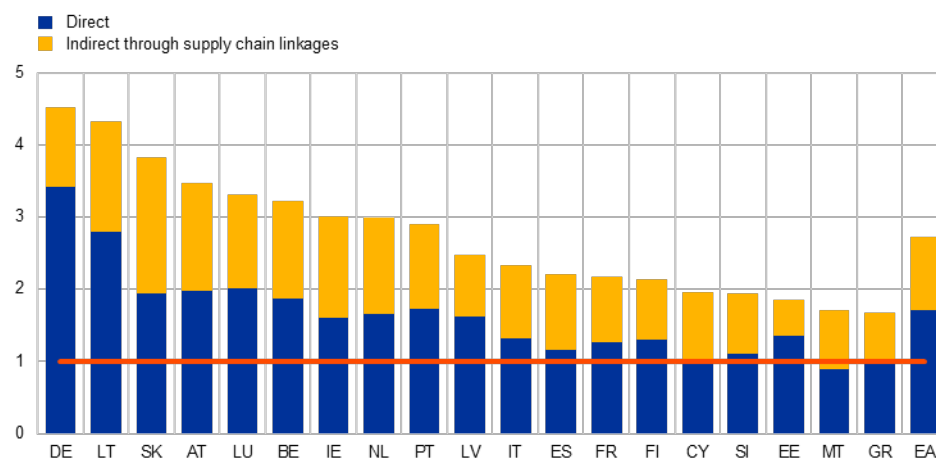
<sup>26</sup> KPMG, "The Nature of Finance. Assessing the nature-related risks and opportunities for the Irish Financial Sector", 2023; Borges, S. and Laurinaityte, N.M., "Assessing Nature-Related Financial Risks: The Case of Lithuania", *Occasional Paper Series*, No 48, Lietuvos bankas, 2023.



## Chart 4

### Ratio of changes in expected losses of banks' credit portfolios between adverse biodiversity and sustainability scenarios by 2050

(December 2021, ratio of banks' expected losses)



Sources: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit and ECB calculations.

Notes: Ratio of changes in banks' expected losses between the adverse biodiversity scenario (based on the Intergovernmental Panel on Climate Change scenario SSP5 x RCP8.5) and the sustainability scenario (based on SSP1 x RCP2.6). The adverse scenario is characterised by strong economic growth, a consumption-oriented and energy-intensive society and highly intensive agricultural practices, and is linked with a high level of climate change. On the other hand, the sustainability scenario is characterised by relatively low population growth, minimal consumption growth due to less resource-intensive lifestyles (e.g. reduced meat consumption) and more resource-efficient technologies, stricter regulation of land-use changes through the expansion of protected areas and substantial improvements in agricultural productivity, which facilitate reforestation. This scenario is linked to low level of climate change. Expected losses are initially computed at borrower-lender level using mean species abundance changes as a shock. The shock is then multiplied by the dependency score on ecosystem services of the borrower computed using EXIOBASE and ENCORE and the uncovered amount of loan issued to the borrower. The results are aggregated at country level using the amount of loans as weights.

## Box 1

### Nature-related risk assessment for Dutch and French financial institutions

Prepared by Marie Gabet and Sjoerd van der Zwaag

#### Phase 1: identifying sources of risk

Both De Nederlandsche Bank (DNB) and the Banque de France have analysed the exposure of their national financial systems to ecosystem services in order to better understand their impacts and dependencies.

DNB's study finds that 36% of the portfolios of Dutch financial institutions examined have a critical dependency on ecosystem services, but this only reflects direct dependencies on nature.<sup>27</sup> The Banque de France's study of securities held by French financial institutions improves on this analysis by including indirect dependencies.<sup>28</sup> It provides estimates based on data from the ECB's Securities Holding Statistics by Sector (SHSS) dataset, focusing on listed shares and debt securities issued by non-financial corporations and held by French financial institutions at the end of 2019. It finds that 42% of value comes from issuers that are critically dependent on one or more ecosystem services, such as water provision, erosion control or flood and storm protection.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> van Toor, J. et al., op. cit.

<sup>28</sup> Svartzman, R. et al., op. cit.

<sup>29</sup> *ibid.*

Disruption of these ecosystem services would likely result in substantial disruption to production, indicating that the portfolio could be highly vulnerable to potential shocks.

The study also finds that the economic activities financed by French financial institutions have a substantial impact on nature, comparable to the estimated loss of at least 13 million hectares of pristine nature – equivalent to the complete degradation of land covering a quarter of mainland France. This impact comes mainly from pressure exerted by changes to land use. Several economic sectors contribute to this footprint, including the production of chemicals, processing of dairy products and manufacture and distribution of gas.

DNB also conducted a pilot study using an integrated LEAP (locate, evaluate, assess and prepare) approach developed by the Taskforce on Nature-related Financial Disclosures<sup>30</sup> on two of its own-account equity portfolios.<sup>31</sup> The study focuses on the electric utilities sector, combining asset-level location data and individual financial risk scores to gain insights into nature-related risks at company and portfolio levels. It finds that while the energy production mix in its Paris-aligned mandate is less carbon-intensive than the passively managed broad market portfolio, this does not substantially lower its associated nature-related financial risks. This is mainly because the energy production mix has a higher exposure to hydroelectric power, which has low carbon intensity but relatively high impacts and dependencies on water. Instead of carbon intensity, differences in risk are mainly driven by the location of power plants (for example, being close to important ecosystems).

## Phase 2: assessing economic and financial risks

Moving beyond these initial studies, more recent work has aimed to better quantify the potential economic impact of nature-related financial risks. A study of a French transition policy aiming for “no net land take” by 2050 and a halved rate of land take by 2031 finds differences in vulnerability across sectors.<sup>32</sup> Some of the sectors contributing most significantly to land take, such as wholesale and retail trade, have a relatively higher adaptive capacity and are therefore less vulnerable. By contrast, sectors like agriculture and accommodation and food services would be hardest hit. Some sectors producing public goods (waste and water treatment) could also face financial difficulties.

The impact of nature-related risks depends on the speed of further nature degradation and policies enacted to reverse it or slow it down. Analysis by DNB explores the economic and financial stability risks associated with five nature scenarios (Figure).<sup>33</sup> The global scenario of ending all explicit and implicit fossil fuel subsidies suddenly and fully, and without considering the offsetting effect of fiscal stimulus, has a significant peak impact on GDP of a 3% decline in year two. In the Dutch nitrogen scenario, in which insufficient measures are taken to reduce the nitrogen footprint, the peak impact on Dutch GDP is a decline of 1.4% in the second year after the shock. By contrast, the scenario of reducing agricultural production sufficiently to tackle the nitrogen problem entails a peak GDP decline of 0.7%. Preliminary estimations of the credit losses for Dutch banks under the two

<sup>30</sup> TNFD, *Guidance on the identification and assessment of nature-related issues: The LEAP approach*, September 2023.

<sup>31</sup> Tiems, I., Smid, V. and Ginther, C., *Nature-related financial risks in our own account investments: An exploratory case study and deep dive in electric utilities*, DNB, February 2024.

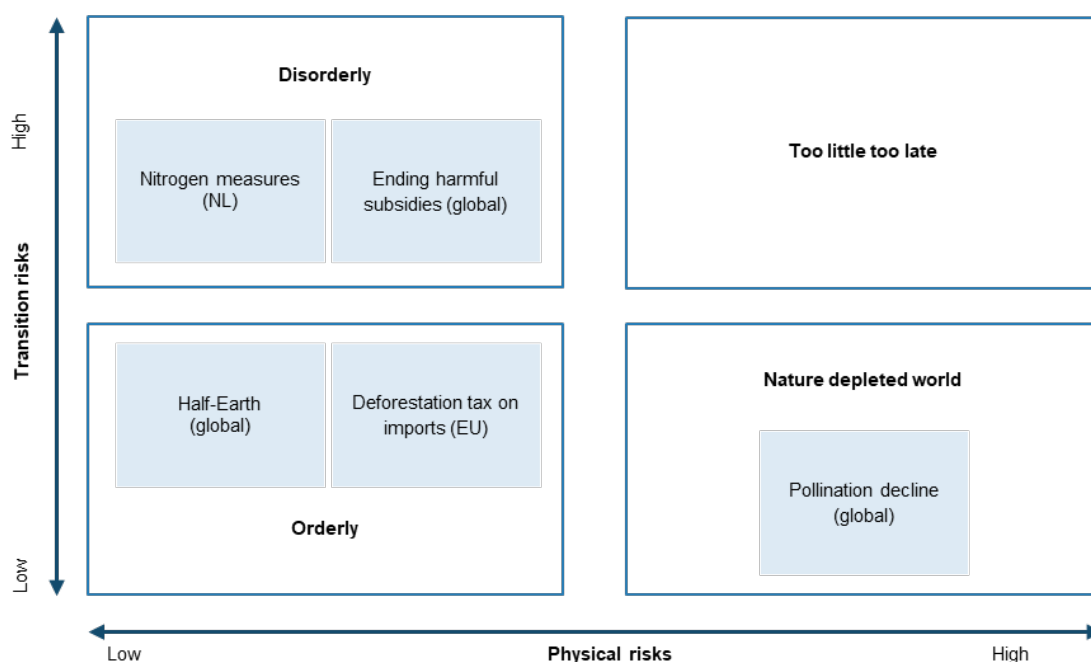
<sup>32</sup> L'Estoile, E., Salin, M., *Who Takes the Land? Quantifying the Use of Built-Up Land by French Economic Sectors to Assess Their Vulnerability to the 'No Net Land Take' Policy*. Banque de France Working Paper 941, 2024.

<sup>33</sup> Prodani, J. et al., “The economic and financial stability repercussions of nature degradation for the Netherlands: Exploring scenarios with transition shocks. A first exploration”, *Occasional Studies*, Vol. 21-2, De Nederlandsche Bank, 2023.

scenarios associated with the largest economic impact find limited system-wide capital depletions of between 5 and 30 basis points. These preliminary results suggest that it should be possible to enact nature conservation policies without substantially affecting the Dutch economy and financial stability.

## Figure

Taxonomy of nature-related scenarios



Source: Prodani et al., op. cit.

Note: The Half-Earth scenario involves preserving half the Earth for nature conservation.

The modelling of the economic impacts of nature-related risks is currently in its infancy, and the DNB study<sup>34</sup> has several limitations, including (i) studying policy measures in isolation, whereas more realistic scenarios would account for multiple shocks at the same time; (ii) the use of a computable general equilibrium model is likely to underestimate short-term stresses; (iii) many interdependencies are not yet captured, including interactions with climate; and (iv) heterogeneity of effects across sectors is not always captured in economic models and is never captured in the stress-testing models used. Taken together, the uncertainty associated with nature-related risks and the exploratory methodologies applied in this study point to an underestimation of impacts on the real economy and on financial stability.

## 5 Managing nature-related risks: next steps

**A systematic, proactive and comprehensive approach to quantifying and assessing the impact of escalating nature-related economic and financial risks on price and financial stability is required.** Integrating climate and nature

<sup>34</sup> *ibid.*

considerations into the ESCB's functions involves capturing a complex set of dynamic interactions between biodiversity, ecosystem functioning, the economy and the financial system. The steps for developing these approaches should be (i) identifying the most material sources of physical and transition risk from a macroeconomic, microprudential and macroprudential perspective; (ii) evaluating economic risks; and (iii) assessing risks to, from and within the financial system.

**Economic and financial models currently employed to assess climate change impacts do not fully capture all nature-related issues and therefore underestimate the likely cumulative impact and subsequent risks.**

Given the multidimensionality of nature-related risks, a broader spectrum of nature-related challenges needs to be assessed alongside climate concerns. Such enhanced assessment will require (i) gaps in nature-related data to be addressed and financial data disclosures to be improved; (ii) integrated climate and nature scenarios to be developed to enable forward-looking risk assessment; (iii) modelling capabilities to be enhanced to evaluate the localised impacts of nature loss on both regional and global scales; and (iv) quantitative risk assessment frameworks, such as integrated climate and nature stress tests, to be created.

**Advancing from exposure analysis to risk assessment will be essential for a more nuanced understanding of the implications for the ESCB's mandated objectives.**

To achieve this, data-driven methods and modelling tools need to be further developed. Spatial data granularity is very important in order to accurately assess specific biomes, regions and sectors. The inclusion in scenarios and assessment frameworks of more sectoral and geographical granularity, as well as multiple metrics, in order to capture non-linear and indirect impacts is key to evaluating indirect and cascading impacts throughout global value chains. Furthermore, a joint research effort from the legal and financial perspective is required to understand the repercussions of legislative changes for financial institutions, while acknowledging the global nature of these risks and the need for international cooperation. The Network for Greening the Financial System (NGFS) Taskforce on Biodiversity Loss and Nature-related risks is making significant progress on integrating nature-related risks into the operations of central banks and financial supervisors.<sup>35</sup>

**Banking supervisors are already taking nature-related risks into consideration, and banks themselves are increasingly concluding that nature degradation and biodiversity loss pose material risks.**<sup>36</sup>

The precautionary approach calls for proactive measures, even when faced with imperfect data and methodologies. As with climate-related risks, nature-related risks can lead to the impairment of assets and collateral, lower corporate profitability and impair insurability, affecting traditional financial risk categories. The increasing availability of data, coupled with the development of knowledge alongside scientists and regulators, provides a solid foundation for supervisors to take timely action to integrate nature-related risks into

---

<sup>35</sup> [NGFS publishes two complementary reports on nature-related risks](#), press release, NGFS, 2 July 2024.

<sup>36</sup> ECB Banking Supervision, "[Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure](#)", 2020; Elderson, F., "[The economy and banks need nature to survive](#)", *The ECB Blog*, 8 June 2023.

their policy frameworks.<sup>37</sup> This is especially critical in addressing sectors such as agriculture, forestry, mining and energy which already have the most detrimental impact on nature and biodiversity and for which data and methodologies are relatively advanced and can facilitate further action.

**Furthermore, central banks might consider incorporating nature-related considerations into their corporate sustainability plans and actions.** This could involve integrating nature into reserve management strategies and using indicators to monitor identified risks. Given the significant interplay between climate change and nature degradation, aligning climate action plans with nature conservation principles, consistent with the Global Biodiversity Framework, could be beneficial. This holistic strategy highlights the potential role of central banks in managing nature-related financial risks, balancing immediate actions with long-term strategic planning. ECB Banking Supervision and Eurosystem central banks have already launched some initiatives (Box 1).

**A key focus in the ECB's climate and nature plan for 2024-2025 is to further explore the impact of nature-related risks on our economy, in addition to better understanding the physical impacts of climate change.**<sup>38</sup> The complexity of environmental challenges and the potential risks they pose to both the ECB and national central banks highlight the need for a collaborative effort with the banking system while fostering coordinated initiatives with the scientific community. Various stakeholders, including policymakers and researchers, will need to be brought together to ensure the comprehensive and effective integration of nature considerations into the central banking framework.

## 6 Conclusions

**The risks arising from nature degradation and biodiversity loss pose potentially significant challenges to the ESCB's Treaty-based objective of maintaining price and financial stability.** Addressing these challenges requires a systematic, proactive and comprehensive approach to quantifying and assessing the escalating nature-related economic and financial risks. The accelerating rate of nature degradation underscores the urgency of these considerations, and neglecting them could jeopardise critical ecological stability and economic resilience. If we are to avoid the unpredictable knock-on effects of biodiversity loss, policymakers and financial institutions should fully incorporate the costs of nature degradation in their decision-making processes.

---

<sup>37</sup> European Commission, op. cit.

<sup>38</sup> ECB, [Climate and nature plan 2024-2025 at a glance](#).

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

<https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Conventions used in the tables

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	5.8	8.7	2.7	8.4	6.2	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.2	3.0	3.3	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.2	2.6	0.1	1.7	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q3	0.9	1.2	-0.1	-1.1	1.8	0.0	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.1	1.2	0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	0.9	0.4	0.7	-0.6	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	.	0.7	0.6	0.7	.	0.2	5.8	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
2024 Mar.	-	-	-	-	-	-	5.8	6.4	3.5	3.2	2.7	0.1	2.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.2	3.4	2.3	2.5	0.3	2.4
May	-	-	-	-	-	-	5.9	6.1	3.3	2.0	2.8	0.3	2.6
June	-	-	-	-	-	-	5.6	5.9	3.0	2.0	2.8	0.2	2.5
July	-	-	-	-	-	-	5.4	5.5	2.9	2.2	2.8	0.5	2.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.2

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.3	12.9
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.6
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-0.5	-3.8	2.7
2023 Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	49.3	51.4	47.0	0.3	-0.2	0.8
Q4	51.1	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	0.7	0.8	0.6
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.2	0.4	-0.7
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.5	2.1	1.1
2024 Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.2	0.4	-0.7
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.4	1.9	1.9	1.8
May	54.0	54.5	53.0	52.6	54.1	52.2	52.7	54.0	50.4	1.3	1.4	1.2
June	53.2	54.8	52.3	49.7	52.8	50.9	52.3	53.1	49.3	1.5	2.1	1.1
July	53.0	54.3	52.8	52.5	51.2	50.2	50.2	53.3	49.3	.	.	.
Aug.	53.2	54.6	53.8	52.9	51.2	51.0	49.9	53.8	48.4	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>
					Total	construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2021	12,577.5	12,070.1	6,439.2	2,777.5	2,715.2	1,396.8	773.4	538.1	138.2	494.1	6,113.5	5,606.2
2022	13,652.2	13,363.9	7,219.6	2,940.7	2,986.7	1,547.6	855.5	576.2	216.9	241.3	7,402.6	7,114.3
2023	14,499.9	13,979.2	7,721.2	3,086.3	3,130.9	1,605.3	903.4	614.6	40.9	530.8	7,388.5	6,867.8
2023 Q3	3,638.1	3,500.2	1,946.1	776.7	780.3	401.0	227.4	150.0	-3.0	141.2	1,830.1	1,692.2
Q4	3,680.5	3,544.0	1,956.7	788.8	795.0	401.5	223.5	168.2	3.5	134.3	1,843.3	1,706.8
2024 Q1	3,716.8	3,533.6	1,978.0	795.8	781.0	403.7	220.7	154.6	-21.3	182.2	1,865.1	1,681.8
Q2	3,739.6	3,541.1	1,984.3	803.2	765.3	402.5	221.1	139.7	-11.6	.	1,903.0	1,704.5
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.4	53.2	21.3	21.6	11.1	6.2	4.2	0.3	3.7	-	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q3	0.0	-0.1	0.3	0.7	0.0	-0.5	0.2	1.0	-	-	-1.2	-1.5
Q4	0.1	0.1	0.0	0.7	1.0	-0.6	-2.8	10.7	-	-	0.3	0.5
2024 Q1	0.3	-0.5	0.3	0.1	-1.8	0.1	-0.4	-8.0	-	-	1.1	-0.6
Q2	0.2	-0.3	-0.1	0.6	-2.2	-0.5	0.1	-9.8	-	-	1.4	0.5
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.2	5.0	4.7	4.3	3.5	5.7	8.0	-6.6	-	-	11.4	8.9
2022	3.3	3.5	4.9	1.1	1.9	0.2	4.0	3.5	-	-	7.3	8.1
2023	0.4	0.2	0.7	1.2	0.9	-1.3	2.1	4.7	-	-	-0.5	-0.9
2023 Q3	0.0	-0.3	-0.1	1.9	0.2	-0.6	1.4	0.8	-	-	-2.4	-3.1
Q4	0.2	0.2	0.9	1.9	1.3	-0.9	-1.0	10.4	-	-	-2.3	-2.4
2024 Q1	0.5	0.0	0.9	1.7	-1.0	-1.7	-3.0	4.0	-	-	-0.8	-1.9
Q2	0.6	-0.8	0.5	2.1	-3.0	-1.6	-2.9	-7.1	-	-	1.7	-1.1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q3	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
Q4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.5	-0.3	-0.1	-	-
2024 Q1	0.3	-0.5	0.2	0.0	-0.4	0.0	0.0	-0.4	-0.3	0.8	-	-
Q2	0.2	-0.3	0.0	0.1	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.0	0.5	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	6.2	5.0	2.5	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.3	3.4	2.6	0.3	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	-0.1	-	-
2023	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.6	0.2	-	-
2023 Q3	0.0	-0.3	-0.1	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.7	0.4	-	-
Q4	0.2	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.4	-0.9	0.0	-	-
2024 Q1	0.5	0.0	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	-0.6	0.5	-	-
Q2	0.6	-0.8	0.3	0.5	-0.6	-0.2	-0.2	-0.3	-0.9	1.4	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.



## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2021	11,232.0	185.8	2,173.4	589.7	2,014.9	601.8	518.3	1,267.8	1,353.6	2,195.9	330.7	1,345.5
2022	12,273.1	217.3	2,432.8	632.7	2,345.7	629.0	535.8	1,323.1	1,462.5	2,315.2	378.9	1,379.1
2023	13,117.8	224.3	2,593.3	702.2	2,445.5	676.4	602.2	1,450.0	1,570.4	2,442.2	411.3	1,382.1
2023 Q3	3,284.8	55.4	643.5	176.5	611.1	169.9	152.2	363.6	395.0	614.0	103.5	353.3
Q4	3,325.3	55.1	648.3	178.6	618.7	171.8	154.0	368.6	402.0	624.6	103.7	355.1
2024 Q1	3,350.5	56.3	636.8	181.4	624.6	173.8	159.0	373.3	406.7	632.8	105.6	366.3
Q2	3,370.5	56.5	632.3	181.1	633.4	176.0	160.9	376.7	411.6	635.8	106.1	369.1
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	19.8	5.4	18.6	5.2	4.6	11.1	12.0	18.6	3.1	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q3	0.0	-1.2	-1.0	-0.3	0.0	0.6	-0.2	0.2	0.4	0.4	1.8	0.5
Q4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	1.7	-0.5	0.5	1.0	0.6	-1.6	-2.9
2024 Q1	0.2	0.8	-0.6	0.4	0.6	0.2	1.1	0.5	0.4	0.1	1.0	1.2
Q2	0.2	-0.9	-0.1	-1.0	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	-0.2	0.5
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.1	2.1	8.3	3.5	8.0	10.1	5.5	2.2	8.7	3.4	4.8	7.3
2022	3.6	-1.2	0.4	-1.4	8.7	5.5	-2.0	2.2	5.0	2.7	15.9	1.2
2023	0.7	0.3	-1.6	1.1	0.1	4.7	0.1	1.5	1.8	1.0	4.5	-2.4
2023 Q3	0.2	-0.5	-2.2	1.7	-1.0	3.5	0.6	1.3	1.6	0.6	3.4	-1.6
Q4	0.6	-0.6	-2.4	2.1	0.0	5.0	-0.3	1.5	2.2	1.2	3.4	-3.5
2024 Q1	0.7	-0.2	-1.8	-0.2	1.0	3.6	0.7	1.1	2.4	1.3	1.8	-1.4
Q2	0.8	-1.0	-1.5	-0.7	1.2	2.8	0.6	1.5	2.3	1.4	1.0	-0.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-
Q4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	-
2024 Q1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-
Q2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	6.1	0.0	1.6	0.2	1.4	0.5	0.3	0.3	1.0	0.7	0.2	-
2022	3.6	0.0	0.1	-0.1	1.6	0.3	-0.1	0.2	0.6	0.5	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2023 Q3	0.2	0.0	-0.4	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	-
Q4	0.6	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.3	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.7	0.0	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	-
Q2	0.8	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persons employed</b>													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100.0	86.2	13.8	3.0	14.3	6.4	24.0	3.2	2.4	1.0	13.9	25.1	6.7
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.0	14.0	25.0	6.7
2023	100.0	86.4	13.6	2.8	14.1	6.4	24.3	3.4	2.3	1.0	14.0	25.0	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.4	1.6	0.4	0.3	0.0	3.3	0.2	4.4	0.5	0.9	2.9	2.1	1.1
2022	2.2	2.4	1.2	-1.0	1.2	3.3	3.2	5.9	-0.2	3.6	2.9	1.6	1.6
2023	1.4	1.5	1.0	-1.2	0.9	1.4	1.8	3.5	0.9	2.1	1.7	1.4	1.1
2023 Q3	1.4	1.5	0.9	-0.9	0.7	1.3	2.1	2.5	1.1	1.4	1.5	1.4	0.7
Q4	1.2	1.2	1.1	-0.5	0.4	1.6	1.2	2.7	0.9	1.3	1.2	1.5	1.3
2024 Q1	1.0	1.0	0.6	-0.5	0.1	1.2	1.2	2.2	0.7	0.0	1.0	1.5	0.3
Q2	0.9	0.9	0.7	-1.0	0.6	1.1	0.5	1.7	0.2	-1.4	0.7	1.6	1.1
<b>Hours worked</b>													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.6	18.4	4.1	15.0	7.4	24.1	3.5	2.5	1.1	13.9	22.6	5.9
2022	100.0	81.6	18.4	3.9	14.6	7.4	25.1	3.5	2.4	1.1	14.0	22.0	6.0
2023	100.0	81.8	18.2	3.8	14.5	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.0	22.0	6.0
<i>annual percentage changes</i>													
2021	5.9	5.7	7.1	1.5	4.9	9.8	6.6	7.6	2.7	6.5	8.3	4.0	6.8
2022	3.4	3.4	3.0	-1.5	0.9	3.4	7.4	5.6	-0.5	5.5	3.9	0.5	5.7
2023	1.2	1.5	0.2	-1.7	0.5	1.0	1.6	3.1	0.5	1.7	1.6	1.4	1.5
2023 Q3	1.5	1.7	0.6	-1.5	0.6	1.5	2.0	2.1	1.0	1.6	1.7	1.9	1.6
Q4	1.2	1.5	0.3	-1.0	0.5	1.3	1.3	3.0	0.4	0.9	1.4	1.8	1.1
2024 Q1	0.7	0.8	0.3	-1.8	-0.5	0.9	1.1	2.0	-0.3	-0.6	1.3	1.2	0.3
Q2	0.8	1.0	-0.1	-1.5	0.6	0.7	0.3	1.9	-0.2	-1.4	1.1	1.6	1.6
<b>Hours worked per person employed</b>													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.4	4.0	6.7	1.2	4.9	6.3	6.4	3.1	2.2	5.6	5.3	1.8	5.6
2022	1.1	1.0	1.8	-0.5	-0.3	0.2	4.1	-0.3	-0.3	1.9	0.9	-1.0	4.1
2023	-0.2	0.0	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.0	0.4
2023 Q3	0.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.1	0.2	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.2	0.5	0.9
Q4	0.0	0.2	-0.8	-0.5	0.1	-0.3	0.0	0.3	-0.4	-0.4	0.2	0.3	-0.2
2024 Q1	-0.3	-0.2	-0.3	-1.3	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	-1.0	-0.6	0.3	-0.3	0.0
Q2	-0.1	0.1	-0.8	-0.5	0.0	-0.4	-0.2	0.2	-0.4	0.0	0.4	0.0	0.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>2)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2021	165.154	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.549	7.4	6.283	8.2	2.5
2022	167.998	3.1	11.408	6.8	2.7	9.150	6.0	2.257	14.6	5.733	6.4	5.675	7.2	3.2
2023	170.162	2.9	11.178	6.6	2.4	8.881	5.8	2.297	14.5	5.644	6.2	5.535	6.9	3.0
2023 Q3	170.226	2.9	11.215	6.6	2.3	8.885	5.8	2.330	14.6	5.674	6.3	5.540	7.0	3.0
Q4	170.948	2.9	11.172	6.5	2.3	8.807	5.7	2.366	14.8	5.653	6.2	5.520	6.9	2.9
2024 Q1	171.509	2.9	11.213	6.5	2.3	8.884	5.7	2.328	14.5	5.661	6.2	5.552	6.9	2.9
Q2	-	-	-	6.5	-	-	5.6	-	14.5	-	6.2	-	6.8	2.6
2024 Feb.	-	-	11.236	6.6	-	8.887	5.7	2.349	14.7	5.726	6.3	5.510	6.9	-
Mar.	-	-	11.152	6.5	-	8.829	5.7	2.323	14.5	5.643	6.2	5.510	6.9	-
Apr.	-	-	11.092	6.5	-	8.772	5.6	2.320	14.5	5.632	6.2	5.459	6.8	-
May	-	-	11.107	6.5	-	8.780	5.6	2.327	14.6	5.660	6.2	5.447	6.8	-
June	-	-	11.104	6.5	-	8.803	5.6	2.300	14.4	5.680	6.2	5.424	6.7	-
July	-	-	10.990	6.4	-	8.727	5.6	2.263	14.2	5.679	6.2	5.311	6.6	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.4	0.9	8.7	9.1	7.9	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.5	5.1	6.3	-2.9	2.9	1.0	-2.7	3.4	4.5	9.8	-4.3
2023	-2.3	-1.8	-5.6	2.4	-1.7	-5.9	1.4	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.6	14.5
2023 Q3	-4.9	-4.4	-5.6	-2.5	-3.2	-7.7	1.6	-2.2	-1.9	-1.6	-3.8	1.8	15.4
Q4	-4.0	-4.3	-4.7	-2.5	-6.6	-1.1	1.1	-0.7	-0.6	0.0	-4.0	1.7	4.1
2024 Q1	-4.7	-4.9	-2.8	-6.0	-5.6	-1.4	-0.1	-0.2	-0.5	0.2	-0.6	3.1	4.6
Q2	-3.5	-3.7	-2.3	-6.8	0.4	0.3	-0.7	0.3	-0.2	0.7	0.6	2.6	4.2
2024 Feb.	-6.3	-6.4	-2.8	-9.1	-4.9	-3.3	-1.5	-0.3	-1.2	0.6	-1.4	4.3	4.5
Mar.	-1.2	-1.0	-2.7	1.7	-7.3	-2.0	0.0	0.6	0.9	0.8	-1.0	2.0	2.1
Apr.	-3.1	-3.1	-2.1	-5.1	-0.2	-1.9	-1.1	0.7	-0.2	1.2	1.5	4.3	4.5
May	-3.3	-3.7	-3.3	-7.3	1.5	0.4	-2.1	0.5	0.5	0.8	0.7	2.5	-3.6
June	-3.9	-4.4	-1.5	-7.8	-0.2	2.6	1.0	-0.4	-0.9	0.2	-0.2	1.2	11.7
July	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	-0.7	0.2	0.0	-	-8.2
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Feb.	0.0	0.9	0.4	1.3	-0.1	-3.1	0.1	-0.1	-0.2	0.5	-1.1	1.1	0.2
Mar.	0.5	0.9	-0.2	0.6	-1.9	-0.1	-0.3	0.6	1.1	-0.2	0.8	-0.3	-1.8
Apr.	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	3.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.9	0.7	-0.4	1.0	0.4
May	-0.9	-0.8	-0.9	-2.6	1.1	0.4	-0.9	0.1	0.9	-0.2	0.4	-0.1	-6.6
June	-0.1	-0.1	0.7	0.9	-1.5	1.9	1.7	-0.4	-0.7	-0.2	-0.6	-0.8	14.0
July	-	-	-	-	-	-	-	0.1	0.4	0.1	-1.0	-	-12.4

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

1) Excluding trade and financial services.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2021	111.2	9.6	80.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.3	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q4	94.8	-9.1	79.9	-16.7	-4.2	-6.6	6.2	90.5	43.9	44.0	48.4	47.2
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.5	-5.2	-6.2	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	95.9	-10.1	79.0	-14.4	-6.3	-7.2	6.4	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
Q3	.	.	78.3	.	.	.	.	90.3	.	.	.	.
2024 Mar.	96.3	-8.8	.	-14.8	-5.6	-6.1	6.4	.	46.1	47.1	51.5	50.3
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-6.0	-6.9	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	51.7
May	96.2	-9.8	.	-14.3	-6.1	-6.8	6.8	.	47.3	49.3	53.2	52.2
June	96.0	-10.1	.	-14.0	-6.8	-7.9	6.4	.	45.8	46.1	52.8	50.9
July	96.0	-10.4	78.3	-13.0	-6.4	-9.1	5.0	90.3	45.8	45.6	51.9	50.2
Aug.	96.6	-9.7	.	-13.5	-6.5	-8.1	6.3	.	45.8	45.8	52.9	51.0

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.1	95.2	2.0	3.6	19.1	8.6	8.8	36.2	7.3	77.2	5.5	10.5	3.3
2022	13.1	92.8	-0.2	2.4	12.3	2.3	8.1	37.1	5.4	72.4	3.3	9.2	2.2
2023	13.7	86.9	1.2	2.0	2.5	2.0	-0.8	35.2	5.6	68.0	1.7	1.2	0.7
2023 Q2	13.2	89.4	1.2	2.1	1.4	2.9	1.7	36.3	5.7	69.6	1.8	18.5	0.9
Q3	13.4	88.1	0.5	1.9	0.8	1.8	-0.1	35.9	5.8	68.7	1.6	-12.7	0.5
Q4	13.7	86.9	1.8	2.0	1.7	2.0	-0.8	35.2	5.6	68.0	1.7	2.9	0.7
2024 Q1	14.2	85.7	2.9	2.0	-2.2	2.1	-0.4	34.6	5.2	67.6	1.9	-4.6	0.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

### 2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q3	1,432.2	1,371.0	61.2	725.7	646.9	337.8	304.7	325.9	330.7	42.7	88.7	28.9	18.5
Q4	1,408.3	1,336.1	72.2	714.1	647.0	335.9	304.5	311.3	293.4	46.9	91.1	61.6	40.7
2024 Q1	1,433.5	1,321.3	112.2	726.6	623.0	362.9	331.2	299.6	289.1	44.3	78.1	19.3	31.0
Q2	1,466.2	1,341.2	124.9	742.6	632.9	359.5	321.7	318.3	300.1	45.7	86.5	22.1	16.3
2024 Jan.	471.6	429.6	42.0	242.0	198.8	119.2	109.3	96.0	95.6	14.4	25.9	4.0	13.3
Feb.	481.9	446.6	35.3	240.7	210.2	125.1	112.4	101.4	98.8	14.7	25.2	4.5	7.9
Mar.	480.0	445.1	34.9	244.0	214.0	118.5	109.4	102.2	94.7	15.3	27.0	10.8	9.7
Apr.	486.8	450.0	36.8	249.1	212.3	118.8	107.1	102.5	101.7	16.4	28.9	6.3	6.8
May	489.3	451.7	37.6	246.4	212.0	119.9	105.5	109.0	106.0	14.0	28.1	7.2	5.7
June	490.1	439.5	50.5	247.1	208.6	120.8	109.1	106.8	92.4	15.3	29.5	8.7	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 June	5,740.1	5,369.7	370.4	2,909.0	2,549.9	1,396.2	1,262.1	1,255.2	1,213.4	179.7	344.3	132.0	106.5
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 June	38.9	36.3	2.5	19.7	17.3	9.4	8.5	8.5	8.2	1.2	2.3	0.9	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods <sup>1)</sup>, values and volumes by product group <sup>2)</sup>

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q3	-5.2	-22.1	703.6	331.6	141.9	214.5	586.2	678.6	390.7	111.7	158.4	489.6	82.2
Q4	-4.8	-16.6	708.3	333.3	144.1	214.8	588.6	669.3	383.2	107.6	157.9	477.2	81.1
2024 Q1	-3.0	-12.0	714.4	336.3	142.4	219.1	589.6	653.9	370.9	105.1	158.2	462.7	75.8
Q2	1.6	-4.6	716.1	.	.	.	589.3	667.9	.	.	.	471.1	.
2024 Jan.	1.3	-16.0	239.3	113.3	48.2	72.1	197.2	212.0	121.4	33.8	51.4	150.2	25.2
Feb.	0.3	-8.0	238.0	111.1	47.6	73.0	197.0	221.2	124.6	35.7	52.6	154.6	24.8
Mar.	-9.4	-11.6	237.0	111.9	46.6	73.9	195.4	220.7	124.9	35.6	54.2	157.9	25.7
Apr.	13.4	1.8	243.4	113.8	46.3	76.4	199.0	225.1	129.8	36.1	54.7	158.6	27.9
May	-0.9	-6.9	236.5	112.4	44.5	73.7	196.6	224.1	128.0	35.6	53.7	157.8	27.0
June	-6.3	-8.6	236.2	.	.	.	193.7	218.7	.	.	.	154.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q2	-3.7	-6.7	97.2	92.7	100.0	105.2	97.2	109.5	107.3	112.2	112.0	110.7	158.7
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	96.0	102.4	96.0	106.7	104.6	111.4	109.5	108.6	171.6
Q4	-3.6	-8.6	96.3	93.1	96.1	103.0	95.5	104.5	101.8	104.7	108.3	105.6	164.5
2024 Q1	-4.0	-7.1	96.7	94.0	93.4	104.1	95.5	103.4	100.9	101.3	107.4	102.9	164.5
2023 Dec.	-7.3	-11.0	96.7	93.1	96.1	104.6	95.4	105.0	101.9	105.3	107.0	105.2	168.6
2024 Jan.	0.8	-9.6	97.8	96.2	95.5	102.3	96.7	101.5	99.8	97.3	104.6	100.7	161.0
Feb.	-0.8	-3.4	96.4	92.6	92.3	104.9	95.0	103.7	101.3	103.0	106.9	103.0	166.8
Mar.	-10.7	-8.1	96.0	93.2	92.3	105.2	94.8	105.1	101.6	103.7	110.8	104.9	165.8
Apr.	10.8	2.8	96.9	94.1	90.3	107.4	95.7	104.9	102.8	103.8	108.7	105.4	172.4
May	-3.6	-7.3	94.9	93.0	87.3	104.4	93.9	102.8	101.0	101.7	106.8	102.7	171.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.1	0.6	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.6	1.0	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.2	0.2	0.2	1.1	2.7	2.3
Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.6	0.5	-0.4	0.0	-0.5	1.2	2.5	2.8
2024 Mar.	125.3	2.4	2.9	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.5	2.4	2.5
Apr.	126.0	2.4	2.7	1.3	3.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	2.4	2.1
May	126.3	2.6	2.9	1.3	4.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-1.2	0.6	2.5	2.8
June	126.6	2.5	2.9	1.2	4.1	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.8	0.3	2.4	3.4
July	126.5	2.6	2.9	1.4	4.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.8	0.3	2.4	4.1
Aug. <sup>3)</sup>	126.7	2.2	2.8	.	4.2	0.2	0.4	0.1	0.0	-1.0	0.4	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2023 Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2	
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0	
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8	
Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0	
2024 Mar.	2.6	3.5	-0.5	0.4	1.1	-1.8	3.4	2.8	3.9	-0.4	5.2	3.8	
Apr.	2.8	3.2	1.2	0.5	0.9	-0.6	3.4	2.8	2.7	-0.5	4.8	3.9	
May	2.6	2.8	1.8	0.6	0.7	0.3	3.3	2.8	4.2	-0.7	5.3	4.0	
June	2.4	2.7	1.3	0.6	0.7	0.2	3.3	2.8	4.3	-0.4	5.1	4.1	
July	2.3	2.7	1.0	0.9	0.7	1.2	3.4	3.0	4.0	-0.4	4.8	4.0	
Aug. <sup>3)</sup>	2.4	2.7	1.1	.	0.4	-3.0	.	.	.	.	.	.	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Flash Estimate.

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.5	5.7	10.9	2.6	2.2	3.3	1.7	30.3	5.8	7.9	0.6
2022	132.8	32.8	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.5	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6
2023	130.0	-2.1	1.9	3.8	-0.2	5.2	8.3	8.3	5.6	-13.3	6.9	-1.1	-8.2
2023 Q3	127.8	-8.6	-0.3	1.5	-3.9	4.5	6.4	5.4	4.9	-25.1	5.1	-2.2	-9.3
Q4	128.1	-8.4	-1.1	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.1	3.1	-22.9	4.5	-1.2	-9.1
2024 Q1	124.9	-8.0	-1.6	-1.3	-5.3	2.0	1.5	-0.3	1.4	-20.5	3.7	-0.4	.
Q2	122.9	-4.4	-0.2	-0.6	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.0	-12.1	2.8	.	.
2024 Feb.	124.7	-8.3	-1.5	-1.3	-5.4	2.0	1.4	-0.5	1.3	-21.3	-	-	-
Mar.	124.0	-7.7	-1.2	-1.3	-4.9	1.9	1.2	-0.7	1.1	-20.4	-	-	-
Apr.	122.9	-5.6	-0.6	-1.0	-3.9	1.5	1.1	-0.9	1.1	-15.0	-	-	-
May	122.6	-4.2	-0.1	-0.5	-3.1	1.7	1.1	-0.5	1.0	-11.6	-	-	-
June	123.3	-3.3	0.1	-0.2	-2.3	1.6	1.2	0.1	0.9	-9.6	-	-	-
July	124.3	-2.1	0.3	0.2	-1.2	1.4	1.2	0.1	0.9	-6.9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>		Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	109.6	2.1	2.8	2.2	1.9	4.0	5.9	8.0	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	115.1	5.1	7.0	6.9	4.7	7.9	12.9	17.5	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	121.8	5.8	4.4	6.2	3.7	4.0	0.4	-2.5	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2023 Q3	122.2	5.8	3.5	6.1	3.5	2.9	-2.0	-6.4	79.8	-13.4	-14.5	-12.2	-14.5	-15.2	-13.7
Q4	123.6	4.9	3.7	4.0	2.7	2.5	-1.9	-4.5	78.5	-8.8	-9.3	-8.3	-9.8	-10.4	-9.0
2024 Q1	124.4	3.6	2.7	3.2	3.5	2.2	-0.6	-2.8	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	124.9	3.0	2.8	2.7	2.7	1.7	0.6	0.0	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
2024 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	1.2	8.3	-5.7	0.7	6.6	-6.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	12.7	20.3	5.0	10.5	15.1	5.0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.1	13.5	12.6	11.8	11.4	12.2
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.2	15.6	10.7	12.0	12.7	11.2
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	11.3	12.6	10.0	11.8	12.7	10.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9.8	10.3	9.2	11.2	12.2	10.1

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (col. 9).

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

## 3 Prices and costs

### 3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months <sup>5</sup>	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q3	3.5	21.9	15.4	6.5	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.7	18.8	17.6	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.7	16.7	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
Q2	6.1	13.8	13.7	3.4	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
2024 Mar.	5.6	14.5	15.1	1.6	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.1	13.9	2.4	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.5	13.9	13.3	3.4	56.9	49.2	60.5	48.3	54.2
June	6.1	13.5	13.9	4.3	54.7	51.4	59.3	49.5	53.5
July	6.7	14.5	12.3	1.9	53.0	53.6	60.0	49.9	52.9
Aug.	6.1	12.6	12.4	1.6	50.6	53.4	57.8	51.1	53.7

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup> 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	101.0	1.0	1.1	0.7	1.0	1.1	1.4
2022	105.7	4.6	3.9	7.1	5.0	3.9	2.9
2023	110.4	4.4	4.3	4.7	4.9	3.4	4.5
2023 Q3	106.9	5.0	5.1	4.7	5.6	3.7	4.7
Q4	117.9	3.4	3.3	3.8	4.1	2.0	4.5
2024 Q1	107.9	4.9	5.1	4.4	4.7	5.4	4.7
Q2	118.5	4.1	4.0	4.5	4.0	5.2	3.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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



## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, entert- ainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	110.1	-0.4	0.8	-3.2	5.0	-2.2	0.4	-1.3	5.3	-0.9	1.2	-0.4
2022	113.9	3.5	4.6	4.7	9.0	0.8	3.2	5.5	5.8	3.5	2.7	-5.9
2023	121.1	6.4	4.0	8.0	5.1	7.7	3.9	6.1	4.6	6.0	4.9	1.9
2023 Q3	121.8	6.7	5.0	8.9	4.3	8.5	4.3	5.3	3.5	6.1	5.4	2.9
Q4	123.6	6.0	5.0	8.6	4.4	6.7	2.7	6.8	4.7	4.2	4.5	3.2
2024 Q1	125.0	5.2	3.1	6.7	5.8	4.1	3.2	4.9	3.3	3.6	5.4	4.8
Q2	125.6	4.6	3.7	6.8	5.6	3.9	2.7	4.6	0.9	3.0	4.3	4.7
Compensation per employee												
2021	111.8	4.3	2.6	4.8	5.2	5.4	5.8	3.6	6.7	4.7	2.5	3.3
2022	116.9	4.6	4.5	3.8	4.1	6.1	2.7	3.5	4.3	5.5	3.8	7.4
2023	123.1	5.3	5.6	5.4	4.8	5.9	5.1	5.2	3.9	6.1	4.5	5.4
2023 Q3	123.8	5.3	5.5	5.7	4.8	5.3	5.4	4.8	3.3	6.2	4.7	5.6
Q4	125.4	5.0	4.9	5.5	4.8	5.4	5.0	5.5	4.9	5.3	4.1	5.3
2024 Q1	126.9	4.8	3.4	4.7	4.4	3.9	4.6	4.9	4.5	5.0	5.3	6.4
Q2	127.5	4.3	3.7	4.5	3.6	4.6	3.8	5.1	3.9	4.6	4.0	4.5
Labour productivity per person employed												
2021	101.6	4.7	1.8	8.3	0.2	7.7	5.4	5.0	1.4	5.6	1.3	3.7
2022	102.7	1.1	-0.1	-0.8	-4.5	5.3	-0.4	-1.8	-1.4	2.0	1.1	14.1
2023	101.6	-1.0	1.6	-2.4	-0.3	-1.7	1.2	-0.8	-0.6	0.1	-0.4	3.4
2023 Q3	101.6	-1.3	0.5	-2.9	0.4	-3.0	1.0	-0.4	-0.2	0.1	-0.7	2.7
Q4	101.4	-1.0	-0.1	-2.9	0.5	-1.2	2.3	-1.1	0.2	1.0	-0.3	2.0
2024 Q1	101.5	-0.4	0.3	-1.9	-1.3	-0.2	1.3	-0.1	1.1	1.4	-0.2	1.5
Q2	101.5	-0.3	0.0	-2.1	-1.8	0.7	1.1	0.4	3.0	1.6	-0.2	-0.2
Compensation per hour worked												
2021	114.5	0.3	0.2	0.2	-0.4	-0.7	2.9	1.7	2.1	0.2	1.0	-1.3
2022	118.5	3.5	5.6	4.2	4.3	1.6	3.3	3.8	3.1	4.3	4.9	4.0
2023	124.8	5.3	5.4	5.7	5.0	5.9	5.4	5.8	4.5	6.1	4.4	4.6
2023 Q3	125.2	5.0	5.1	5.8	4.7	5.3	5.5	5.1	4.4	6.0	4.1	4.2
Q4	126.9	4.7	4.9	5.4	4.7	5.1	4.5	5.8	4.2	4.8	3.8	5.1
2024 Q1	128.4	5.0	3.8	5.1	4.6	4.1	4.9	5.8	4.7	4.8	5.6	6.5
Q2	128.6	4.2	2.6	4.5	4.0	4.5	3.6	5.4	4.1	4.1	4.1	3.8
Hourly labour productivity												
2021	104.9	0.3	0.6	3.2	-5.7	1.3	2.3	2.7	-4.0	0.3	-0.5	-1.8
2022	104.8	0.0	0.4	-0.5	-4.6	1.2	-0.1	-1.6	-3.2	1.1	2.1	9.6
2023	104.0	-0.8	2.1	-2.1	0.1	-1.5	1.6	-0.3	-0.2	0.2	-0.4	2.9
2023 Q3	103.7	-1.5	1.0	-2.8	0.3	-2.9	1.4	-0.3	-0.4	-0.1	-1.2	1.8
Q4	103.6	-1.0	0.4	-2.9	0.8	-1.3	2.0	-0.7	0.6	0.7	-0.6	2.2
2024 Q1	103.6	-0.2	1.6	-1.4	-1.0	-0.1	1.6	0.9	1.7	1.1	0.1	1.5
Q2	103.6	-0.2	0.5	-2.1	-1.4	0.9	0.9	0.8	2.9	1.1	-0.2	-0.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024 Mar.	3.91	3.85	3.92	3.89	3.72	5.31	0.02
Apr.	3.91	3.85	3.89	3.84	3.70	5.32	0.08
May	3.91	3.82	3.81	3.79	3.68	5.31	0.08
June	3.75	3.63	3.72	3.71	3.65	5.33	0.08
July	3.66	3.62	3.68	3.64	3.53	5.34	0.08
Aug.	3.66	3.60	3.55	3.42	3.17	5.33	0.23

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1)</sup>					Euro area <sup>1)2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1)2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Mar.	3.78	3.26	2.80	2.30	2.36	-0.90	-0.83	-0.55	2.68	2.09	2.07	2.70
Apr.	3.74	3.35	3.00	2.58	2.64	-0.72	-0.57	-0.42	2.91	2.44	2.37	2.96
May	3.67	3.33	3.02	2.64	2.70	-0.63	-0.69	-0.47	2.95	2.52	2.45	3.03
June	3.41	3.10	2.80	2.42	2.50	-0.60	-0.73	-0.51	2.74	2.31	2.22	2.91
July	3.29	2.92	2.58	2.19	2.33	-0.59	-0.72	-0.49	2.50	2.04	2.03	2.86
Aug.	3.26	2.74	2.36	2.14	2.39	-0.35	-0.51	-0.46	2.21	1.85	2.27	2.87

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024 Mar.	509.8	4,989.6	1,046.7	330.6	161.5	123.1	223.8	965.1	1,114.6	358.1	283.7	764.4	5,170.6	39,844.3
Apr.	511.2	4,981.4	1,049.5	325.4	160.1	132.7	232.6	960.6	1,086.7	361.3	281.0	757.2	5,112.5	38,750.5
May	519.5	5,022.6	1,031.6	318.8	165.9	131.8	239.2	987.8	1,105.0	382.4	286.9	779.5	5,235.2	38,557.9
June	510.0	4,952.0	997.7	309.2	160.7	125.2	231.2	951.1	1,159.0	377.0	288.9	772.9	5,415.1	38,858.9
July	506.3	4,913.9	978.1	296.9	159.0	125.6	235.8	943.7	1,138.0	374.7	295.7	780.5	5,538.0	40,102.9
Aug.	494.1	4,788.5	958.1	283.8	159.7	122.8	229.2	922.6	1,055.6	380.0	303.8	819.4	5,478.2	36,873.3

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

### 4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) <sup>1), 2)</sup>

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		APRC <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.60	16.47	8.78	7.84	8.50	5.36	4.71	4.22	3.79	3.51	4.16	3.86
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.78	16.55	8.51	7.83	8.56	5.40	4.74	4.25	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.60	3.27	3.31	7.98	16.55	8.26	7.87	8.54	5.58	4.83	4.29	3.78	3.61	4.27	3.92
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.98	16.66	7.29	7.91	8.54	5.56	4.91	4.32	3.90	3.70	4.35	4.02
Dec.	0.37	1.66	3.28	3.46	8.04	16.79	7.55	7.71	8.43	5.38	4.90	4.24	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan.	0.39	1.69	3.20	3.15	8.14	16.93	7.99	8.02	8.73	5.38	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.89	7.66	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.84
Mar.	0.39	1.72	3.18	2.91	8.18	16.99	8.08	7.79	8.54	5.15	4.79	4.00	3.57	3.44	4.04	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	17.00	8.09	7.85	8.58	5.20	4.82	3.99	3.59	3.42	4.04	3.80
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.20	17.07	7.56	7.95	8.69	5.26	4.79	3.97	3.62	3.41	4.03	3.80
June	0.38	1.74	3.03	2.84	8.19	17.04	7.38	7.72	8.45	5.15	4.82	3.96	3.64	3.39	4.03	3.79
July	0.38	1.74	3.01	2.77	8.16	17.03	7.54	7.79	8.49	5.02	4.76	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) <sup>1), 2)</sup>

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.47	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.59	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.67	5.87	5.73	5.49	5.29	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.71	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.49	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.23
2024 Jan.	0.89	3.69	3.37	5.37	5.29	5.69	5.65	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.97	5.14
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.35	5.40	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.18	5.16	4.16	5.19
Apr.	0.91	3.66	3.34	5.36	5.20	5.61	5.63	5.35	5.09	4.30	5.19	5.00	4.15	5.18
May	0.91	3.64	3.61	5.32	5.28	5.75	5.68	5.38	5.07	4.29	4.99	4.96	4.18	5.11
June	0.87	3.54	3.54	5.23	5.26	5.69	5.67	5.22	4.99	4.23	5.02	5.04	4.16	5.07
July	0.87	3.48	3.28	5.19	5.04	5.43	5.51	5.27	4.92	4.18	5.08	5.00	4.12	5.06

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Short-term</b>														
2021	1,411.7	428.9	128.4	52.5	89.7	764.7	674.9	386.6	137.9	79.0	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,380.5	476.2	142.7	52.0	94.6	667.0	621.7	480.4	182.5	115.9	48.3	48.1	133.9	97.1
2023	1,550.8	611.1	151.7	63.9	86.2	701.8	659.1	502.4	212.7	113.4	39.4	48.9	127.5	103.8
2024 Feb.	1,556.9	609.4	170.0	62.4	93.2	684.2	643.6	460.1	183.3	113.9	37.8	39.6	123.3	101.1
Mar.	1,572.8	617.4	179.6	71.6	82.1	693.7	646.1	478.1	182.9	124.6	47.2	38.5	132.2	103.7
Apr.	1,535.0	576.3	169.3	62.6	91.3	697.9	648.1	454.7	170.5	101.3	38.7	48.9	134.0	106.2
May	1,507.8	555.0	166.8	58.1	93.5	692.6	638.8	451.3	171.5	105.5	40.5	41.7	132.6	101.9
June	1,575.7	564.1	211.4	56.6	89.1	711.1	657.0	427.5	165.0	91.4	39.0	39.8	131.2	94.0
July	1,569.2	558.4	210.8	52.3	92.8	707.2	651.3	469.3	174.6	112.6	38.7	47.3	134.7	112.0
<b>Long-term</b>														
2021	19,918.5	4,168.6	3,364.7	1,376.9	1,621.5	10,763.7	9,942.7	317.1	68.7	83.5	34.1	23.3	141.6	128.1
2022	17,884.2	3,955.3	3,226.4	1,369.8	1,431.9	9,270.6	8,558.6	298.9	79.4	71.0	29.6	17.8	130.6	121.2
2023	19,555.2	4,490.5	3,398.3	1,379.3	1,565.6	10,100.9	9,361.1	326.9	94.6	72.7	28.2	21.2	138.4	130.0
2024 Feb.	19,656.9	4,547.8	3,472.4	1,381.8	1,573.5	10,063.2	9,311.2	370.3	99.8	64.7	10.5	19.3	186.5	168.2
Mar.	19,943.2	4,629.9	3,502.7	1,380.9	1,602.3	10,208.3	9,446.5	438.5	127.0	97.6	29.0	34.9	179.1	164.4
Apr.	19,841.1	4,647.1	3,497.4	1,374.5	1,591.8	10,104.8	9,355.0	345.2	100.4	66.2	12.9	34.6	144.0	138.1
May	19,890.3	4,662.6	3,525.5	1,371.0	1,610.9	10,091.3	9,341.1	398.6	77.1	108.5	21.0	34.7	178.3	160.1
June	20,054.1	4,665.0	3,590.9	1,384.5	1,617.9	10,180.3	9,425.6	319.3	71.0	81.4	29.5	27.3	139.7	131.4
July	20,283.4	4,706.3	3,601.8	1,367.6	1,625.8	10,349.5	9,585.9	290.6	78.5	77.8	16.4	14.7	119.6	115.2

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Outstanding amount</b>											
2021	21,330.2	4,597.6	3,493.0	1,429.4	1,711.1	11,528.4	10,617.5	10,366.3	600.3	1,486.7	8,278.3
2022	19,264.7	4,431.5	3,369.1	1,421.8	1,526.5	9,937.6	9,180.3	8,711.0	525.2	1,290.2	6,895.0
2023	21,106.0	5,101.6	3,550.0	1,443.2	1,651.8	10,802.6	10,020.3	9,684.0	621.8	1,414.7	7,647.0
2024 Feb.	21,213.8	5,157.2	3,642.4	1,444.3	1,666.7	10,747.5	9,954.9	10,159.4	652.5	1,506.4	8,000.0
Mar.	21,516.1	5,247.3	3,682.3	1,452.5	1,684.4	10,902.0	10,092.6	10,515.3	727.8	1,595.4	8,191.6
Apr.	21,376.1	5,223.4	3,666.8	1,437.1	1,683.1	10,802.8	10,003.1	10,242.2	729.5	1,533.5	7,978.7
May	21,398.1	5,217.5	3,692.2	1,429.1	1,704.4	10,783.9	9,979.9	10,376.2	750.6	1,561.4	8,063.7
June	21,629.9	5,229.0	3,802.3	1,441.1	1,707.0	10,891.5	10,082.6	10,068.2	697.9	1,507.9	7,862.0
July	21,852.6	5,264.7	3,812.6	1,419.9	1,718.6	11,056.8	10,237.2	10,109.0	734.9	1,526.3	7,847.4
<b>Growth rate<sup>1)</sup></b>											
2023 Dec.	5.9	12.2	3.1	1.5	2.3	4.6	5.0	-1.5	-3.1	0.7	-1.7
2024 Jan.	6.0	11.2	5.0	3.4	2.1	4.7	5.1	-1.5	-3.0	0.7	-1.8
Feb.	5.8	10.7	4.8	2.6	2.0	4.5	4.8	-1.5	-3.0	0.7	-1.7
Mar.	5.9	11.4	4.9	2.7	2.3	4.3	4.6	-1.3	-3.0	1.0	-1.6
Apr.	5.7	10.3	4.4	0.9	2.9	4.4	4.6	-1.4	-3.1	0.6	-1.6
May	5.4	8.8	3.7	-2.4	2.7	4.8	4.8	-1.2	-3.2	0.6	-1.3
June	4.7	7.4	3.4	-3.1	3.0	4.2	4.1	-0.6	-3.3	-1.0	-0.3
July	4.1	5.4	3.4	-4.4	2.0	4.1	4.1	-0.5	-3.5	-0.8	-0.2

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	88.9	67.1	87.4	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.1	62.2	82.5	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.5	64.5	86.3	121.8	94.7
2023 Q3	98.9	94.9	99.0	89.4	64.9	87.2	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	89.2	65.0	86.9	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.4	98.4	89.5	65.0	87.4	123.7	95.2
Q2	98.7	94.6	98.4	.	.	.	124.1	95.2
2024 Mar.	98.8	94.8	98.7	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.5	98.5	-	-	-	124.0	95.2
May	98.9	94.8	98.6	-	-	-	124.4	95.3
June	98.5	94.5	98.3	-	-	-	124.0	95.0
July	99.0	95.1	98.8	-	-	-	124.8	95.5
Aug.	99.0	94.9	98.7	-	-	-	125.2	95.7
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Aug.	0.0	-0.1	-0.1	-	-	-	0.4	0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Aug.	0.0	-0.1	-0.4	-	-	-	1.2	-0.4

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q3	7.886	.	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
2024 Mar.	7.830	.	25.292	7.457	395.087	162.773	4.307	0.855	4.9708	11.305	0.966	1.087
Apr.	7.766	.	25.278	7.460	392.411	165.030	4.303	0.857	4.9730	11.591	0.976	1.073
May	7.821	.	24.818	7.461	387.183	168.536	4.280	0.856	4.9754	11.619	0.983	1.081
June	7.805	.	24.779	7.459	394.763	169.813	4.321	0.846	4.9767	11.285	0.962	1.076
July	7.875	.	25.299	7.461	392.836	171.171	4.282	0.843	4.9730	11.532	0.968	1.084
Aug.	7.874	.	25.179	7.461	394.695	161.055	4.292	0.852	4.9766	11.456	0.945	1.101
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Aug.	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.5	-5.9	0.2	1.0	0.1	-0.7	-2.3	1.6
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Aug.	-0.5	.	4.4	0.1	2.5	2.0	-3.8	-0.9	0.7	-3.0	-1.4	0.9

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q2	32,071.3	31,998.5	72.8	12,218.1	10,028.3	11,962.3	14,119.1	-9.0	6,794.7	7,851.1	1,105.2	16,375.9
Q3	32,250.2	31,983.3	266.9	12,318.8	10,109.6	12,006.9	14,111.2	-31.2	6,842.1	7,762.5	1,113.6	16,374.8
Q4	32,190.1	31,841.7	348.4	11,939.7	9,696.9	12,447.1	14,682.9	-15.3	6,670.8	7,461.9	1,147.7	16,048.3
2024 Q1	33,581.1	32,989.2	591.9	12,255.9	9,806.9	13,142.9	15,446.3	-15.8	6,983.1	7,736.1	1,215.1	16,537.5
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q1	229.4	225.4	4.0	83.7	67.0	89.8	105.5	-0.1	47.7	52.9	8.3	113.0
<i>Transactions</i>												
2023 Q3	129.6	35.4	94.2	4.4	14.8	98.5	111.0	-1.1	29.9	-90.4	-2.2	-
Q4	-304.0	-424.3	120.3	-308.1	-300.2	44.0	84.3	23.0	-69.3	-208.4	6.4	-
2024 Q1	563.9	451.9	112.0	118.3	50.0	174.4	190.0	11.4	258.6	211.9	1.2	-
Q2	195.0	64.7	130.3	49.2	-32.6	160.6	226.5	2.3	-20.9	-129.2	3.8	-
2024 Jan.	214.8	174.8	39.9	25.6	16.0	71.3	91.2	12.0	105.0	67.7	0.8	-
Feb.	208.8	193.9	14.9	52.4	3.0	59.1	72.6	11.4	85.1	118.3	0.9	-
Mar.	140.3	83.1	57.2	40.3	31.1	44.0	26.2	-11.9	68.4	25.8	-0.5	-
Apr.	68.7	55.4	13.3	25.6	-7.0	23.1	45.2	6.6	12.7	17.2	0.8	-
May	138.9	108.5	30.4	22.0	4.0	63.5	63.7	-2.8	54.5	40.8	1.6	-
June	-12.6	-99.2	86.6	1.6	-29.6	74.0	117.6	-1.5	-88.0	-187.2	1.3	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 June	584.5	127.7	456.8	-136.1	-268.0	477.6	611.8	35.7	198.2	-216.1	9.1	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 June	4.0	0.9	3.1	-0.9	-1.8	3.2	4.1	0.2	1.3	-1.5	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
2021	1,469.3	9,822.6	11,291.8	918.8	2,504.9	3,423.7	14,715.5	118.7	644.1	25.3	788.1	15,503.7
2022	1,539.5	9,763.0	11,302.6	1,382.1	2,563.9	3,946.1	15,248.7	124.2	646.1	49.5	819.7	16,068.4
2023	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2023 Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.1	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.2
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Q1	1,522.8	8,735.8	10,258.6	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,137.1	192.7	787.1	72.5	1,052.3	16,189.5
Q2 <sup>(a)</sup>	1,533.6	8,809.0	10,342.6	2,530.1	2,428.7	4,958.8	15,301.3	206.7	814.7	58.7	1,080.1	16,381.4
2024 Feb.	1,533.0	8,711.8	10,244.8	2,423.9	2,433.7	4,857.6	15,102.4	178.6	769.2	69.2	1,016.9	16,119.3
Mar.	1,522.8	8,735.8	10,258.6	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,137.1	192.7	787.1	72.5	1,052.3	16,189.5
Apr.	1,531.8	8,722.6	10,254.4	2,460.1	2,431.5	4,891.6	15,146.0	205.1	797.2	73.3	1,075.6	16,221.6
May	1,529.0	8,725.9	10,254.9	2,505.8	2,430.8	4,936.6	15,191.5	205.2	791.0	67.4	1,063.6	16,255.1
June	1,533.6	8,809.0	10,342.6	2,530.1	2,428.7	4,958.8	15,301.3	206.7	814.7	58.7	1,080.1	16,381.4
July <sup>(a)</sup>	1,536.7	8,748.4	10,285.1	2,526.6	2,423.9	4,950.5	15,235.6	226.9	823.4	54.2	1,104.4	16,340.1
<b>Transactions</b>												
2021	106.6	908.1	1,014.7	-121.0	65.7	-55.3	959.4	12.3	20.3	13.2	45.7	1,005.1
2022	70.3	-47.4	23.0	429.5	54.9	484.4	507.4	3.9	2.4	76.6	82.8	590.2
2023	-5.0	-954.4	-959.3	925.5	-100.1	825.4	-133.9	40.9	93.8	23.3	157.9	24.0
2023 Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.4	18.2	-8.8	25.8	-4.7
Q4	0.3	-129.5	-129.2	228.9	-6.8	222.1	92.9	35.0	26.0	-6.2	54.8	147.7
2024 Q1	-12.6	-104.1	-116.6	135.8	-27.0	108.9	-7.8	8.3	47.4	7.6	63.3	55.5
Q2 <sup>(a)</sup>	10.7	72.4	83.2	58.3	-2.3	56.0	139.1	13.6	24.6	-13.5	24.7	163.8
2024 Feb.	0.2	-17.8	-17.6	65.7	-13.3	52.4	34.8	-4.6	15.1	-15.1	-4.6	30.2
Mar.	-10.2	24.0	13.8	23.5	-2.7	20.8	34.6	14.2	17.9	1.6	33.7	68.3
Apr.	9.0	-14.8	-5.8	10.8	0.5	11.3	5.5	12.2	9.9	1.8	23.9	29.4
May	-2.8	6.4	3.6	35.8	-0.6	35.2	38.8	0.3	-7.7	-4.9	-12.2	26.6
June	4.5	80.8	85.4	11.7	-2.2	9.5	94.9	1.1	22.3	-10.4	13.0	107.9
July <sup>(a)</sup>	3.1	-58.6	-55.5	-2.8	-4.8	-7.6	-63.2	20.4	7.3	-5.4	22.2	-40.9
<b>Growth rates</b>												
2021	7.8	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.2	158.5	6.2	6.9
2022	4.8	-0.5	0.2	45.8	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	458.1	11.1	3.8
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.7	19.3	0.2
2023 Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.0	19.9	-1.2
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.7	19.3	0.2
2024 Q1	-1.2	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-17.0	19.3	0.9
Q2 <sup>(a)</sup>	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.5	12.8	1.3	62.1	16.7	-28.5	18.7	2.3
2024 Feb.	-0.4	-8.9	-7.7	57.9	-4.7	18.8	-0.6	29.6	17.8	-0.1	18.2	0.4
Mar.	-1.2	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-17.0	19.3	0.9
Apr.	-0.3	-6.8	-5.9	45.4	-4.2	15.6	0.1	78.5	17.8	-9.7	22.7	1.3
May	-0.5	-5.8	-5.0	41.3	-3.8	14.7	0.6	64.6	14.4	-20.4	17.6	1.5
June	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.5	12.8	1.3	62.1	16.7	-28.5	18.7	2.3
July <sup>(a)</sup>	0.2	-3.6	-3.1	30.5	-3.3	11.4	1.2	66.9	18.0	-30.7	21.0	2.3

Sources: ECB.

<sup>1)</sup> Data refer to the changing composition of the euro area.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	Insurance corporations and pension funds <sup>4)</sup>	Other general government <sup>4)</sup>
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,088.0	5,380.9	374.1	2,332.3	0.7	1,272.7	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	135.0	6.4	8,373.4	5,536.6	444.9	2,391.1	0.9	1,302.3	236.3	560.8
2023	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2023 Q3	3,322.7	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.1	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Q2 <sup>4)</sup>	3,394.9	2,421.6	836.8	127.5	9.1	8,530.0	5,063.6	1,198.4	2,266.7	1.3	1,286.0	226.0	537.5
2024 Feb.	3,316.4	2,366.9	810.0	127.9	11.5	8,452.6	5,065.7	1,114.0	2,271.9	1.0	1,214.0	223.4	541.6
Mar.	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.1	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Apr.	3,346.3	2,384.2	824.6	126.8	10.7	8,487.9	5,058.9	1,160.6	2,267.4	1.0	1,248.8	209.9	526.4
May	3,371.8	2,389.1	847.0	127.0	8.7	8,496.2	5,047.0	1,180.4	2,267.7	1.0	1,262.1	214.8	522.8
June	3,394.9	2,421.6	836.8	127.5	9.1	8,530.0	5,063.6	1,198.4	2,266.7	1.3	1,286.0	226.0	537.5
July <sup>4)</sup>	3,368.0	2,402.1	828.4	127.0	10.5	8,544.2	5,058.3	1,221.9	2,263.2	0.9	1,266.0	210.7	537.0
<b>Transactions</b>													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.0	411.1	-65.0	76.1	-0.2	159.2	-10.4	46.0
2022	121.9	-89.2	206.5	5.9	-1.4	296.1	167.5	75.2	53.3	0.1	1.2	7.7	14.0
2023	-29.1	-302.9	269.3	-1.4	5.9	22.5	-458.3	575.4	-95.1	0.6	-55.5	0.0	-25.9
2023 Q3	-13.7	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.2	-110.6	149.3	-52.9	0.0	30.2	-17.3	0.6
Q4	21.2	-8.7	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1	-4.0	-46.0	45.7	-3.5	-0.2	32.1	-55.7	112.2	-24.0	-0.4	8.2	-8.0	1.3
Q2 <sup>4)</sup>	59.9	41.6	20.1	0.0	-1.8	69.3	7.2	62.1	-0.2	0.2	21.2	-1.5	-6.8
2024 Feb.	-9.1	-16.9	7.3	0.1	0.4	10.8	-17.7	40.6	-11.9	-0.1	8.2	1.3	18.7
Mar.	16.0	12.9	4.1	-0.3	-0.7	7.7	-9.4	21.9	-4.9	0.1	29.9	3.9	1.5
Apr.	13.2	3.7	10.3	-0.7	-0.2	27.5	2.6	24.6	0.4	-0.1	3.2	-17.6	-17.7
May	28.1	6.4	23.3	0.2	-1.9	8.9	-11.5	20.0	0.3	0.0	3.6	5.1	-3.7
June	18.6	31.4	-13.6	0.5	0.3	32.8	16.1	17.5	-1.0	0.2	14.4	11.0	14.6
July <sup>4)</sup>	-25.5	-18.5	-7.9	-0.6	1.6	14.6	-5.2	23.6	-3.5	-0.3	-19.1	-15.2	-0.7
<b>Growth rates</b>													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.8	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.3	2.3	19.9	0.4	3.4	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2023 Q3	-1.2	-14.0	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.8	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Q1	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Q2 <sup>4)</sup>	1.9	-3.2	21.3	-2.8	-9.2	2.0	-4.7	71.3	-3.5	47.9	6.4	-1.7	-5.1
2024 Feb.	-1.2	-10.5	42.3	-3.1	45.7	0.6	-7.9	114.3	-4.7	28.9	-1.7	-1.3	-6.0
Mar.	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Apr.	0.6	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.8	-4.3	9.0	2.0	-8.6	-6.8
May	1.9	-5.4	31.8	-3.1	-11.9	1.6	-5.7	81.1	-3.9	11.2	2.7	-5.7	-6.9
June	1.9	-3.2	21.3	-2.8	-9.2	2.0	-4.7	71.3	-3.5	47.9	6.4	-1.7	-5.1
July <sup>4)</sup>	1.8	-2.6	17.9	-3.0	8.5	2.2	-4.0	62.3	-3.2	10.2	4.9	-3.1	-5.2

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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



## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities		
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
											Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
2021	6,531.5	994.3	5,535.4	14,805.5	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,576.9	888.1
2022	6,362.0	1,004.7	5,332.2	15,390.5	12,990.1	13,177.9	5,129.8	6,632.2	1,080.6	147.6	1,564.4	836.0
2023	6,316.9	994.7	5,296.9	15,493.9	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.2	897.7
2023 Q3	6,212.5	989.2	5,198.3	15,435.5	12,984.0	13,192.8	5,114.7	6,635.7	1,096.5	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,316.9	994.7	5,296.9	15,493.9	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.2	897.7
2024 Q1	6,218.1	976.8	5,215.7	15,547.5	13,044.7	13,275.8	5,115.6	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.4	931.4
Q2	6,194.3	978.8	5,189.7	15,573.3	13,102.5	13,341.6	5,128.6	6,644.0	1,199.7	130.1	1,554.1	916.7
2024 Feb.	6,211.5	982.6	5,203.3	15,527.8	13,028.1	13,262.5	5,113.2	6,638.2	1,140.6	136.1	1,582.2	917.5
Mar.	6,218.1	976.8	5,215.7	15,547.5	13,044.7	13,275.8	5,115.6	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.4	931.4
Apr.	6,210.8	972.8	5,212.4	15,534.2	13,058.4	13,292.5	5,111.5	6,642.2	1,167.6	137.0	1,556.0	919.8
May	6,177.7	972.8	5,179.2	15,530.7	13,066.5	13,299.9	5,115.9	6,641.0	1,179.7	129.9	1,542.2	922.1
June	6,194.3	978.8	5,189.7	15,573.3	13,102.5	13,341.6	5,128.6	6,644.0	1,199.7	130.1	1,554.1	916.7
July	6,216.5	972.0	5,218.8	15,590.0	13,132.6	13,365.0	5,123.7	6,643.1	1,234.1	131.8	1,532.4	924.9
<b>Transactions</b>												
2021	663.1	-0.9	673.6	562.7	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	77.7	9.2
2022	175.9	9.6	165.0	636.0	624.1	680.7	269.4	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.3
2023	-159.5	-16.8	-142.9	55.5	25.1	72.6	-5.4	7.8	30.7	-8.1	-15.3	45.7
2023 Q3	-18.1	1.6	-19.4	10.1	2.2	-9.3	-8.6	2.1	14.0	-5.3	2.1	5.8
Q4	6.8	7.8	-1.3	39.1	46.6	69.4	10.0	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3
2024 Q1	-75.6	-16.4	-59.4	60.7	24.8	37.4	-5.5	-0.8	30.4	0.8	12.2	23.7
Q2	-3.0	2.4	-5.7	19.2	41.5	52.7	15.2	2.5	33.6	-9.8	-16.3	-6.1
2024 Feb.	-22.2	-2.0	-20.2	36.3	32.9	33.2	5.7	4.7	20.4	2.0	-1.3	4.7
Mar.	-9.3	-5.6	-3.7	17.2	20.0	15.9	3.0	7.6	5.8	3.6	-13.4	10.6
Apr.	14.6	-3.3	17.9	-7.4	13.4	16.8	-4.3	-1.2	21.6	-2.8	-14.7	-6.1
May	-29.0	-0.1	-28.9	-9.0	2.3	2.3	6.9	-1.0	3.5	-7.1	-13.3	2.0
June	11.3	5.9	5.3	35.5	25.8	33.5	12.7	4.6	8.4	0.1	11.6	-2.0
July	-13.5	-6.9	-6.5	14.8	34.7	28.0	-2.1	0.1	34.9	1.7	-24.7	4.8
<b>Growth rates</b>												
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.1	1.0
2022	2.7	1.0	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2023 Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.3	-0.2	-13.9	1.6	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Q1	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.3	-1.2	0.5	7.2
Q2	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.7	-8.6	-1.6	4.6
2024 Feb.	-2.8	-1.3	-3.1	0.7	0.2	0.7	-0.3	-0.2	5.8	-7.7	1.6	6.2
Mar.	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.3	-1.2	0.5	7.2
Apr.	-1.9	-0.7	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.2	-0.2	8.7	-4.5	-0.6	5.7
May	-1.4	-1.4	-1.5	0.6	0.6	0.8	-0.1	0.3	7.0	-7.7	-2.5	5.2
June	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.7	-8.6	-1.6	4.6
July	-1.1	-0.9	-1.2	0.8	1.1	1.3	0.2	0.4	9.6	-2.5	-3.1	4.3

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>				Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Outstanding amounts</b>										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.6	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.6	700.2
2023	5,126.7	5,143.4	910.2	1,091.1	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2023 Q3	5,114.7	5,123.3	911.5	1,085.4	3,117.8	6,635.7	6,867.1	731.6	5,212.7	691.3
Q4	5,126.7	5,143.4	910.2	1,091.1	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Q1	5,115.6	5,132.7	888.0	1,088.5	3,139.1	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Q2	5,128.6	5,146.7	901.5	1,087.5	3,139.7	6,644.0	6,879.8	740.4	5,226.1	677.5
2024 Feb.	5,113.2	5,130.4	890.9	1,090.6	3,131.7	6,638.2	6,871.8	736.8	5,220.3	681.1
Mar.	5,115.6	5,132.7	888.0	1,088.5	3,139.1	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Apr.	5,111.5	5,127.4	877.3	1,087.4	3,146.8	6,642.2	6,876.2	741.4	5,223.9	676.9
May	5,115.9	5,128.9	886.8	1,086.4	3,142.7	6,641.0	6,877.9	742.0	5,222.2	676.7
June	5,128.6	5,146.7	901.5	1,087.5	3,139.7	6,644.0	6,879.8	740.4	5,226.1	677.5
July	5,123.7	5,140.0	899.9	1,085.9	3,137.9	6,643.1	6,882.8	741.3	5,228.6	673.2
<b>Transactions</b>										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.4	309.2	77.9	77.5	114.1	241.9	250.3	23.3	217.7	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.6	10.3	27.8	7.8	25.7	18.9	10.0	-21.1
2023 Q3	-8.6	-10.3	-10.8	-3.3	5.6	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.0	30.3	4.1	5.2	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-5.5	-3.3	-20.1	-1.4	16.0	-0.8	9.8	9.4	-5.3	-5.0
Q2	15.2	17.7	17.4	-1.8	-0.4	2.5	10.3	0.2	4.0	-1.7
2024 Feb.	5.7	6.2	2.1	-2.3	5.9	4.7	4.0	2.6	4.5	-2.3
Mar.	3.0	3.4	-3.3	-0.9	7.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.8
Apr.	-4.3	-5.1	-7.0	-2.7	5.3	-1.2	3.3	-0.2	1.4	-2.3
May	6.9	3.7	10.4	-0.4	-3.2	-1.0	3.0	1.1	-1.5	-0.6
June	12.7	19.1	14.0	1.2	-2.5	4.6	4.0	-0.6	4.0	1.2
July	-2.1	-3.7	-0.6	-1.3	-0.3	0.1	3.9	1.8	2.2	-3.9
<b>Growth rates</b>										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.5	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q3	-0.4	0.2	-8.8	2.2	1.4	0.3	0.8	2.8	0.3	-2.5
Q4	-0.1	0.5	-4.5	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Q2	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.8	0.4	-2.6
2024 Feb.	-0.3	0.3	-4.5	0.1	0.8	-0.2	0.3	2.8	-0.2	-3.1
Mar.	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.2	0.2	-3.7	-0.7	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1
May	-0.1	0.3	-2.5	-0.8	0.9	0.3	0.3	2.9	0.4	-2.9
June	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.8	0.4	-2.6
July	0.2	0.6	-0.8	-0.3	0.6	0.4	0.5	2.8	0.5	-2.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.1	6,884.3	1,838.9	37.1	1,999.0	3,009.3	1,376.4	410.6	128.5	136.8
2022	648.6	6,744.4	1,783.1	45.9	2,110.6	2,804.8	1,333.6	375.4	137.2	147.2
2023	461.3	7,319.8	1,826.4	90.5	2,416.6	2,986.2	1,859.3	246.0	155.0	152.6
2023 Q3	455.9	7,123.0	1,824.6	72.9	2,355.9	2,869.6	1,633.6	291.6	153.8	163.3
Q4	461.3	7,319.8	1,826.4	90.5	2,416.6	2,986.2	1,859.3	246.0	155.0	152.6
2024 Q1	399.4	7,454.3	1,828.5	105.2	2,496.5	3,024.1	2,044.8	232.8	178.0	174.2
Q2 <sup>3)</sup>	413.7	7,534.2	1,830.7	109.8	2,528.9	3,064.9	2,230.8	330.9	182.6	176.5
2024 Feb.	438.6	7,354.4	1,828.1	101.7	2,457.3	2,967.4	1,941.7	231.5	165.4	173.4
Mar.	399.4	7,454.3	1,828.5	105.2	2,496.5	3,024.1	2,044.8	232.8	178.0	174.2
Apr.	438.2	7,490.3	1,826.4	107.9	2,524.7	3,031.3	2,174.1	231.0	163.6	177.4
May	445.1	7,490.7	1,824.7	109.0	2,520.9	3,036.1	2,234.2	248.2	159.1	165.0
June	413.7	7,534.2	1,830.7	109.8	2,528.9	3,064.9	2,230.8	330.9	182.6	176.5
July <sup>3)</sup>	394.0	7,577.4	1,821.8	111.0	2,526.1	3,118.5	2,341.2	163.7	166.9	154.9
Transactions										
2021	25.4	-38.7	-74.9	-5.0	-39.7	81.0	-112.2	-121.7	-8.3	-4.3
2022	-83.4	46.8	-89.0	-4.4	0.5	139.8	-68.3	-190.1	10.4	18.0
2023	-193.6	323.1	24.7	40.1	231.1	27.1	459.0	-201.6	19.7	9.0
2023 Q3	-29.1	91.4	16.9	11.4	44.5	18.7	130.5	-64.9	-13.3	-6.0
Q4	5.4	62.5	-11.3	17.6	65.7	-9.4	176.2	-6.5	1.2	-10.7
2024 Q1	-61.5	117.0	4.9	14.7	93.7	3.7	132.7	-6.9	25.6	21.5
Q2 <sup>3)</sup>	14.9	54.8	2.1	4.6	27.2	21.0	142.8	74.5	4.6	2.3
2024 Feb.	-18.6	12.0	1.8	4.7	13.8	-8.2	-12.2	21.8	2.3	13.7
Mar.	-39.2	34.3	0.4	3.5	42.0	-11.7	39.1	16.4	12.5	0.8
Apr.	39.5	16.6	-2.1	2.6	22.4	-6.3	102.3	-24.0	-14.4	3.2
May	6.8	11.4	-1.1	1.2	3.2	8.1	62.0	20.8	-4.5	-12.4
June	-31.5	26.7	5.2	0.8	1.6	19.2	-21.5	77.8	23.5	11.4
July <sup>3)</sup>	-19.7	-0.2	-8.2	1.2	4.7	2.1	77.5	-139.5	-15.7	-21.6
Growth rates										
2021	3.6	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.7	-4.8	-13.0	-0.1	4.9	-	-	7.8	12.7
2023	-29.7	4.7	1.4	80.2	10.8	0.9	-	-	14.3	6.0
2023 Q3	-30.2	4.7	1.4	48.8	10.5	1.9	-	-	5.6	14.2
Q4	-29.7	4.7	1.4	80.2	10.8	0.9	-	-	14.3	6.0
2024 Q1	-30.3	5.2	1.3	89.9	12.0	0.8	-	-	20.3	7.1
Q2 <sup>3)</sup>	-14.5	4.6	0.7	78.4	10.1	1.1	-	-	11.1	4.3
2024 Feb.	-21.4	5.0	1.7	88.6	10.7	1.2	-	-	10.0	11.0
Mar.	-30.3	5.2	1.3	89.9	12.0	0.8	-	-	20.3	7.1
Apr.	-23.2	5.0	0.4	89.7	12.6	0.4	-	-	9.6	11.8
May	-10.4	4.7	0.6	85.0	11.2	0.5	-	-	-6.1	-8.6
June	-14.5	4.6	0.7	78.4	10.1	1.1	-	-	11.1	4.3
July <sup>3)</sup>	-14.9	4.2	0.2	72.1	9.3	1.1	-	-	11.3	1.0

Sources: ECB.

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

2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.3
Q3	-3.9	.	.	.	.	-2.1
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.8
2024 Q1	-3.5	.	.	.	.	-1.7

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46.5	46.0	12.8	12.7	15.5	0.5	53.5	48.8	10.7	6.0	1.5	25.3	4.7
2021	47.1	46.3	13.1	13.1	15.1	0.8	52.3	47.1	10.2	6.0	1.5	24.0	5.2
2022	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.2	9.9	5.9	1.7	22.7	5.3
2023	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	50.0	44.5	9.8	5.9	1.8	22.6	5.4
2023 Q2	46.3	45.6	13.3	12.7	14.7	0.8	50.3	44.9	9.8	5.9	1.7	22.6	5.4
Q3	46.3	45.5	13.3	12.6	14.7	0.8	50.1	44.7	9.8	5.9	1.8	22.5	5.4
Q4	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	50.0	44.5	9.8	5.9	1.8	22.6	5.4
2024 Q1	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	49.9	44.6	9.9	6.0	1.8	22.7	5.3

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	97.0	3.2	14.5	79.4	54.2	39.0	42.8	11.1	85.9	18.7	30.9	47.4	95.4	1.7
2021	94.6	2.9	13.8	77.8	54.8	41.2	39.8	9.8	84.7	17.3	30.2	47.1	93.1	1.4
2022	90.5	2.7	13.2	74.6	52.9	40.1	37.6	8.7	81.7	16.2	28.7	45.6	89.5	1.0
2023	88.2	2.4	12.2	73.6	49.7	36.5	38.5	8.0	80.3	15.4	28.3	44.6	87.4	0.8
2023 Q2	89.7	2.5	12.4	74.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89.2	2.5	12.1	74.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88.2	2.4	12.2	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	88.7	2.3	12.0	74.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup>

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	13.0	5.5	2.2	2.5	2.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.1	5.3	9.5
2021	-2.5	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-4.1	2.0	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.1	0.6	-0.7	-5.7	2.7
2023	-2.2	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.7	2.7
2023 Q2	-3.4	2.3	-0.9	-1.1	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.5	-4.7	2.3
Q3	-2.5	2.1	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	-4.2	2.8
Q4	-2.2	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.7
2024 Q1	-1.4	1.7	-0.4	-0.7	-0.8	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.1	-2.7	2.7

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

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

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

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

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.0	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q3	13.0	11.7	3.5	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Q4	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	12.9	11.5	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Q2	13.2	11.8	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
2024 Feb.	12.5	11.2	4.3	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.1	2.0	1.6	3.7	2.3
Mar.	12.9	11.5	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Apr.	12.9	11.5	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
May	12.8	11.4	3.3	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
June	13.2	11.8	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
July	13.0	11.6	3.7	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.3	2.1	1.6	3.7	2.8

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.3	-5.4	-5.0	-9.8	-10.1	-8.9	-7.2	-9.4	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.6	-2.5	-8.7	-1.8
2022	-3.6	-2.5	-1.0	1.7	-2.5	-4.7	-4.8	0.1	-8.6	2.7
2023	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
2023 Q2	-3.8	-3.3	-1.8	1.8	-2.7	-4.6	-5.1	-0.5	-8.3	3.0
Q3	-3.9	-3.1	-2.3	1.4	-1.4	-4.5	-5.4	-0.3	-7.7	3.1
Q4	-4.4	-2.4	-3.5	1.5	-1.6	-3.6	-5.5	-0.8	-7.4	3.1
2024 Q1	-4.8	-2.5	-3.5	1.5	-0.5	-3.8	-5.6	-0.8	-6.7	3.8
Government debt										
2020	111.9	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.9	86.1	155.0	114.9
2021	107.9	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	113.0	77.5	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.7	111.6	111.9	67.8	140.5	85.6
2023	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
2023 Q2	105.6	64.6	18.5	42.4	167.2	111.2	111.2	65.9	140.1	84.9
Q3	107.6	64.6	18.2	43.0	165.6	109.8	111.3	64.0	137.9	79.0
Q4	105.2	63.6	19.6	43.3	161.9	107.7	109.9	63.1	137.3	77.3
2024 Q1	108.2	63.4	23.6	42.5	159.8	108.9	110.8	63.3	137.7	76.1
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.3	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.5	-7.6	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.6	-0.3	-5.5	-0.1	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.4
2023	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
2023 Q2	-3.0	-1.1	-1.1	-4.3	-0.7	-3.3	0.0	-2.8	-2.8	-1.4
Q3	-3.3	-0.9	-1.2	-3.7	-0.6	-3.1	0.4	-2.8	-3.4	-2.1
Q4	-2.2	-0.8	-1.2	-4.9	-0.4	-2.6	1.2	-2.5	-4.9	-2.9
2024 Q1	-1.9	-0.6	-0.9	-3.9	-0.3	-2.9	0.9	-2.2	-5.0	-3.4
Government debt										
2020	42.7	46.2	24.6	52.2	54.7	82.9	134.9	79.6	58.8	74.7
2021	44.4	43.4	24.5	53.9	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.6
2022	41.8	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.5	57.7	73.5
2023	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8
2023 Q2	40.1	38.1	28.3	49.8	45.4	78.4	110.1	70.7	59.5	74.5
Q3	42.0	37.4	25.8	49.5	44.4	78.1	107.6	71.8	58.4	74.3
Q4	43.6	38.3	25.7	50.3	45.1	77.6	99.1	69.2	56.0	76.6
2024 Q1	44.5	40.1	27.2	50.4	43.9	79.7	100.4	70.7	60.7	77.5

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2024

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 11. septembra 2024.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka QB-BP-24-006-SL-N (pdf)