



EVROPSKA CENTRALNA BANKA
EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 2/2026



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	8
2 Gospodarska aktivnost	15
3 Cene in stroški	23
4 Gibanja na finančnih trgih	31
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	36
6 Javnofinančna gibanja	41
Okvirji	44
1 Kdo plača stroške višjih ameriških carin?	44
2 Sprostitev trgovskega potenciala: prednosti izboljšanja čezmejnih plačil	49
3 Nelinearnosti pri cenah nafte: kateri pogoji so pomembni?	55
4 Kako negotovost glede trgovinskih politik vpliva na gospodarsko aktivnost v euroobmočju?	63
5 Iz fizičnega v spletno okolje: ocena digitalnih naložb v euroobmočju	68
6 Uvajanje in naložbe v umetno inteligenco: podatki na podlagi odgovorov podjetij v euroobmočju na anketo o dostopu podjetij do financiranja	74
7 Finančne in makroekonomske posledice zvišanja zelo dolgoročnih donosnosti	80
8 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 5. novembra 2025 do 10. februarja 2026	87
Članek	93
1 Boosting efficiency in public investment in times of fiscal constraint	93
Box 1 Medium-term macroeconomic effects of increased public spending and its composition – the case of Germany	98
Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 19. marca 2026 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Odločen je zagotoviti, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni. Zaradi vojne na Bližnjem vzhodu so postali obeti precej bolj negotovi, saj se pojavljajo tveganja, da bo inflacija višja in gospodarska rast nižja. Vojna bo imela v bližnji prihodnosti pomemben vpliv na inflacijo prek cen energentov. V srednjeročnem obdobju pa bodo posledice odvisne tako od intenzivnosti in trajanja konflikta kot tudi od tega, kako bodo cene energentov vplivale na cene življenjskih potrebščin in gospodarstvo.

Svet ECB je v dobrem položaju, da prebrodi to negotovost. Inflacija se giblje okrog 2-odstotnega cilja, dolgoročnejša inflacijska pričakovanja so dobro zasidrana, gospodarstvo pa je v zadnjih četrletjih pokazalo odpornost. Nove informacije v prihodnjem obdobju bodo Svetu ECB v pomoč pri ocenjevanju vpliva vojne na inflacijske obete ter spremljajočih tveganj. Svet ECB natančno spremlja razmere, pristop na podlagi podatkov pa mu bo v pomoč pri določanju ustrezne denarne politike.

Tokratne marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje izjemoma vključujejo informacije do 11. marca, kar je kasnejši presečni datum kot običajno. Po osnovnih projekcijah bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,6% v letu 2026, 2,0% v letu 2027 in 2,1% v letu 2028. Inflacija je bila v primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje popravljena navzgor, zlasti za leto 2026, ker bodo cene energentov zaradi vojne na Bližnjem vzhodu višje. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 2,3% v letu 2026, 2,2% v letu 2027 in 2,1% v letu 2028. To je več, kot je bilo napovedano v decembrskih projekcijah, predvsem zaradi višjih cen energentov, ki vplivajo na inflacijo brez energentov in hrane. Strokovnjaki pričakujejo, da bo gospodarska rast v povprečju znašala 0,9% v letu 2026, 1,3% v letu 2027 in 1,4% v letu 2028. To predstavlja popravek navzdol, zlasti za leto 2026, kar je posledica globalnega vpliva vojne na trge surovin, realne dohodke in zaupanje. Po drugi strani naj bi rast podpirali nizka brezposelnost, dobro finančno stanje zasebnega sektorja ter javni izdatki za obrambo in infrastrukturo.

V skladu z zavezo Sveta ECB iz strategije denarne politike, da pri sprejemanju odločitev upošteva tudi tveganja in negotovost, so strokovnjaki ocenili, kako bi lahko vojna na Bližnjem vzhodu po alternativnih ilustrativnih scenarijih vplivala na gospodarsko rast in inflacijo. Scenarija sta del marčnih projekcij, ki so objavljene na spletnem mestu ECB. Scenarijske analize kažejo, da bi bila zaradi dolgotrajnejših motenj v dobavi nafte in plina inflacija višja in rast nižja kot v osnovnih projekcijah. Posledice za inflacijo v srednjeročnem obdobju pa so ključno odvisne od velikosti

posrednih in sekundarnih učinkov, ki izhajajo iz močnejšega in vztrajnejšega energetskega šoka.

Svet ECB se bo o ustrezni naravnosti denarne politike odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov in z njimi povezanih tveganj, 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 v zadnjem četrtletju 2025 zraslo za 0,2%, k čemur je prispevalo močnejše domače povpraševanje. Gospodinjstva so povečala trošenje, saj so se realni dohodki povečali, brezposelnost pa je ostala blizu zgodovinsko najnižje ravni. Gradbena aktivnost in obnavljanje stanovanj sta se okrepila in podjetja so več investirala, zlasti na področjih, kot so raziskave in razvoj, programska oprema in baze podatkov. Neto izvoz ni več zaviral rasti, kot se je to dogajalo v prejšnjih dveh četrtletjih. Rast so poganjale predvsem storitve.

Strokovnjaki še vedno predvidevajo, da bo zasebna potrošnja glavno gonilo rasti v srednjeročnem obdobju. Tudi naložbe naj bi še naprej rasle, saj vlade povečujejo izdatke za obrambo in infrastrukturo, podjetja pa vse več investirajo v nove digitalne tehnologije. Zunanje okolje ostaja težavno, med drugim tudi v luči volatilnih globalnih trgovinskih politik.

Vojna na Bližnjem vzhodu povzroča motnje na trgih surovin ter negativno vpliva na realne dohodke in zaupanje. Zaradi tega so bili potrošnja in naložbe v osnovnih projekcijah popravljeni navzdol, zlasti za leto 2026. Po osnovnih projekcijah bo medletna realna rast BDP znašala 0,9% v letu 2026, 1,3% v letu 2027 in 1,4% v letu 2028. V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami je bila rast BDP popravljena navzdol za 0,3 odstotne točke za leto 2026 in 0,1 odstotne točke za leto 2027 zaradi zaostrovanja vojne na Bližnjem vzhodu, medtem ko za leto 2028 ostaja nespremenjena. Vpliv bi bil po alternativnih scenarijih s hujšim in daljšim energetske šokom še bolj izrazit.

Osnovne projekcije so pogojene z gibanjem terminkskih cen energetskih surovin na presečni datum (11. marec 2026). Posledično se bo po osnovnih projekcijah inflacija okrepila, zato se bo zmanjšala kupna moč, zasebna potrošnja in s tem tudi rast BDP, zlasti kratkoročno. Ta upočasnitev bo po pričakovanjih začasna, če se bodo razmeroma hitro znižale cene energentov – kot je vračunano na terminkskih trgih energetskih surovin – in negotovost. V srednjeročnem obdobju naj bi domače povpraševanje ostalo glavno gonilo rasti v euroobmočju, kar bodo podpirali odporen trga dela in državni izdatki za infrastrukturo in obrambo, predvsem v Nemčiji. Kar zadeva zunanje okolje, se bo rast izvoza po pričakovanjih sicer okrepila zaradi izboljšanja zunanjega povpraševanja, vendar se bo delež euroobmočja na svetovnih trgih najverjetneje še naprej zmanjševal zaradi vztrajnih izzivov na področju konkurenčnosti, med katerimi so tudi nekateri strukturne narave. Do tega bo prišlo

kljub temu, da so carine na izvoz v ZDA nekoliko nižje kot v času decembrskih projekcij.

Svet ECB je poudaril, da je treba nujno okrepiti gospodarstvo v euroobmočju ter hkrati ohranjati vzdržne javne finance. Javnofinančni odzivi na energetski cenovni šok bi morali biti začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni razmeram. Sedanja energetska kriza izpostavlja nujnost nadaljnega zmanjšanja odvisnosti od fosilnih goriv. Dokončanje unije prihrankov in naložb je ključno za financiranje inovacij ter spodbujanje zelenega in digitalnega prehoda. Digitalni euro in žetoniziran grosistični centralnobančni denar bosta povečala evropsko strateško avtonomijo, konkurenčnost in finančno integracijo ter spodbudila inovacije na področju plačil. Zato je nujno, da se hitro sprejme uredba o uvedbi digitalnega eura. S poenostavitvijo in harmonizacijo pravil na enotnem trgu EU bodo lahko evropska podjetja rasla hitreje.

Inflacija

Medletna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), se je zvišala z 1,7% januarja na 1,9% februarja. Cene energentov so bile 3,1% nižje kot februarja pred enim letom, potem ko so bile januarja 2026 nižje za 4,0%. Inflacija v skupini hrane se je rahlo znižala na 2,5%. Nasprotno se je inflacija brez energentov in hrane zvišala z 2,2% v januarju na 2,4% v februarju. Zvišanje je bilo posledica blagovne inflacije, ki je porasla z 0,4% na 0,7%, ter storitvene inflacije, ki se je povzpela s 3,2% na 3,4%.

Kazalniki osnovne inflacije se v zadnjih mesecih niso veliko spremenili in ostajajo skladni z 2-odstotnim srednjeročnim ciljem Sveta ECB. Dobički podjetij so v zadnjem četrtletju 2025 nadalje okrevali, medtem ko so se stroški dela na enoto proizvoda zvišali po podobni stopnji kot v prejšnjem četrtletju. Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je upočasnila s 4,0% v tretjem četrtletju na 3,7%. Rast dogovorjenih plač in v prihodnost usmerjeni kazalniki, kot so plačni kazalnik ECB in rezultati ankete o plačnih pričakovanjih, nakazujejo, da se bodo stroški dela tekom leta 2026 nadalje umirjali, kar naj bi podpiralo vrnitev inflacije na ciljno raven.

Zvišanje cen energentov, ki ga je povzročila vojna na Bližnjem vzhodu, bo inflacijo v bližnji prihodnosti potisnilo nad 2-odstotni cilj. Tako se bo inflacija v drugem četrtletju 2026 po projekcijah strmo zvišala na 3,1%, k čemur bo prispeval skokovit porast inflacije v skupini energentov zaradi vojne, nato pa se bo v tretjem četrtletju znižala na 2,8%, potem ko se bodo znižale cene energetskih surovin, kot izhaja iz terminskih cen. Po osnovnih projekcijah bo inflacija v skupini energentov v letu 2027 postala negativna predvsem zaradi navzdol delujočih baznih učinkov, povezanih z energenti, nato pa se bo v letu 2028 občutno zvišala, ko se bo zaradi uvedbe 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami (ETS2) skupna inflacija predvidoma zvišala za 0,2 odstotne točke. Inflacija v skupini hrane se bo po projekcijah krepila od konca leta 2026, ko se bodo stroškovni pritiski, ki izhajajo iz skoka cen energentov, prelili v potrošniške cene hrane, nato pa se bo leta 2028 znižala. Inflacija brez energentov in hrane se bo po projekcijah umirila z 2,4% v letu 2025 in bo v letu 2028 znašala

2,1%. Medtem ko na inflacijo brez energentov in hrane vplivajo tudi stroškovni pritiski, ki izhajajo iz višjih cen energentov, naj bi se to ublažilo z določenim popuščanjem pritiskov s strani stroškov dela, preteklo apreciacijo eura in prodorom uvoza iz Kitajske. Gledano v celoti se bo po osnovnih projekcijah inflacija okrepila z 2,1% v letu 2025 na 2,6% v letu 2026, zatem pa se bo v letu 2027 znižala na 2,0% in se nato v letu 2028 rahlo zvišala na 2,1%. Rast plač se bo v prihodnjih letih umirila, čeprav počasneje, kot je bilo predvideno v prejšnjih projekcijah, in sicer zaradi nekaterih učinkov kompenziranja inflacije, povezanih z energetske cenovnim šokom. V primerjavi z decembrskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leto 2026 popravljeni za 0,7 odstotne točke navzgor predvsem zaradi komponente energentov. Za leto 2027 so bili popravljeni navzgor za 0,2 odstotne točke in za leto 2028 za 0,1 odstotne točke, saj se stroškovni pritiski, ki izhajajo iz višjih cen energentov, prelivajo v komponento inflacije brez energentov in hrane in v komponento hrane, medtem ko je bila komponenta energentov popravljena nekoliko navzdol. Popravki inflacije navzgor bi bili še bolj izraziti po alternativnih scenarijih s hujšim in daljšim energetske šokom.

Če bodo višje cene energentov bolj vztrajale, bi lahko povzročile splošnejše zvišanje inflacije zaradi posrednih in sekundarnih učinkov, kar bo treba natančno spremljati. Doslej so se inflacijska pričakovanja na finančnih trgih v krajših razdobjih precej zvišala, vendar je večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni Sveta ECB.

Ocena tveganj

Obeti za rast so izpostavljeni navzdol usmerjenim tveganjem, zlasti v kratkoročnem obdobju. Poleg volatilnih globalnih ekonomskih politik je tudi vojna na Bližnjem vzhodu eno od navzdol usmerjenih tveganj za gospodarstvo v euroobmočju. Daljša vojna bi lahko povzročila nadaljnjo in dolgotrajnejšo rast cen energentov, kot se trenutno pričakuje, ter spodkopala tudi zaupanje. Ti dejavniki bi lahko zmanjšali realne dohodke, podjetja in gospodinjstva pa bi lahko manj investirala in trošila. Na povpraševanje bi lahko dodatno negativno vplivalo poslabšanje razpoloženja na svetovnih finančnih trgih. Nadaljnja trenja v mednarodni trgovinski menjavi bi lahko ovirala dobavne verige, zmanjšala izvoz ter oslabila potrošnjo in naložbe. Druge geopolitične napetosti, zlasti ruska neupravičena vojna proti Ukrajini, ostajajo pomemben vir negotovosti. Nasprotno bi bila lahko rast višja, če bi se izkazalo, da so gospodarske posledice vojne na Bližnjem vzhodu bolj kratkotrajne, kot se trenutno pričakuje. Poleg tega bi lahko načrtovani izdatki za obrambo in infrastrukturo, reforme za večjo produktivnost in uvajanje novih tehnologij v podjetjih v euroobmočju spodbudili rast bolj, kot se pričakuje. Rast bi lahko na višjo raven od trenutno pričakovane pospešili tudi novi trgovinski dogovori in globlja integracija enotnega trga.

Inflacijski obeti so izpostavljeni navzgor usmerjenim tveganjem, zlasti v kratkoročnem obdobju. Daljša vojna na Bližnjem vzhodu bi lahko povzročila večji in dolgotrajnejši premik cen energentov navzgor, kot se trenutno pričakuje, tako da bi se inflacija v euroobmočju nadalje zvišala. To bi se lahko okrepilo in postalo

vztrajnejše, če bi se kot odziv inflacijska pričakovanja in rast plač povečali, če bi se podražitve energentov v večji meri prelile v inflacijo brez energentov, kot je predvideno v osnovnih projekcijah, ali če bi vojna povzročila širše motnje v globalnih dobavnih verigah. Sedanje trgovinske napetosti bi lahko povzročile tudi bolj fragmentirane globalne dobavne verige, okrnile dobavo kritičnih surovin ter zaostrele omejitve proizvodnih zmogljivosti v gospodarstvu euroobmočja. Nasprotno bi bila lahko inflacija nižja, če bi se izkazalo, da so gospodarske posledice vojne na Bližnjem vzhodu bolj kratkotrajne, ali če bi bili posredni in sekundarni učinki nazadnje manj izraziti, kot se trenutno pričakuje. Inflacija bi bila lahko nižja tudi v primeru, če bi se povpraševanje po izvozu euroobmočja zaradi carin zmanjšalo bolj, kot je pričakovano, in če bi države s presežnimi zmogljivostmi še dodatno povečale izvoz v euroobmočje. Bolj volatilni finančni trgi z večjim odporom do tveganja bi lahko zavirali povpraševanje in s tem zniževali tudi inflacijo.

Finančne in denarne razmere

Vojna na Bližnjem vzhodu ima izrazit vpliv na svetovne finančne trge. Splošni pogoji financiranja so se od zadnje seje Sveta ECB o denarni politiki, ki je potekala 5. februarja 2026, zaostрили. Delniški trgi so upadli, tržne obrestne mere v euroobmočju pa so se opazno zvišale, zlasti kratkoročne obrestne mere.

Januarja so bančne obrestne mere za posojila podjetjem kakor tudi stroški izdajanja tržnih dolžniških instrumentov ostali na ravni 3,6%, medtem ko se je povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila rahlo zvišala na 3,4%. Obseg bančnih posojil podjetjem se je januarja medletno povečal za 2,8%, kar je manj kot decembra 2025 (3,0%). To pa je odtehtalo večje izdajanje podjetniških obveznic, saj se je medletna stopnja rasti povečala s 3,5% v decembru na 4,0%. Obseg hipotekarnih posojil se je povečal za 3,0%, kar je enako kot decembra.

Sklepi o denarni politiki

Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so ostale nespremenjene na ravni 2,00%, 2,15% oziroma 2,40%.

Portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se zmanjšujeta postopno in predvidljivo, saj je Eurosistem prenehal ponovno investirati plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev.

Zaključek

Svet ECB je na seji 19. marca 2026 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Odločen je zagotoviti, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni. O ustrezni naravnosti denarne

politike se bo odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Svet ECB bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov in z njimi povezanih tveganj, 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 vzdržno stabilizacijo inflacije na ciljni ravni v srednjeročnem obdobju ter ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

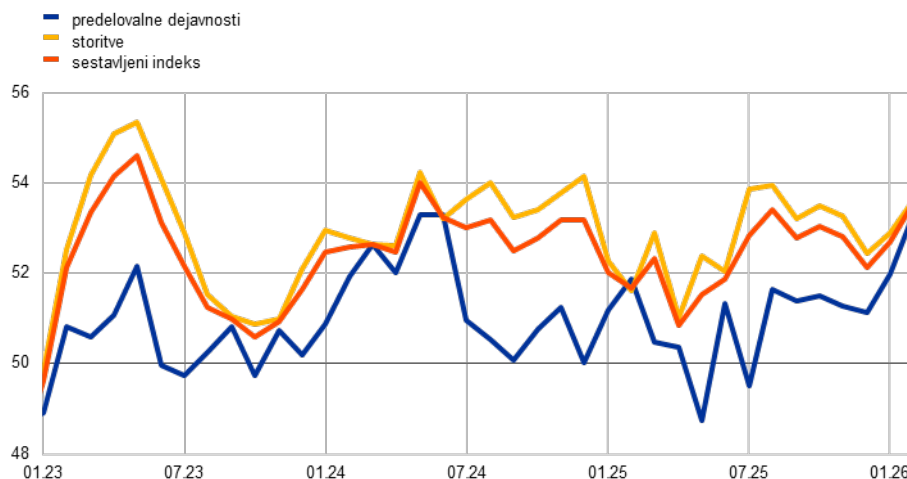
Negativen vpliv vojne na Bližnjem vzhodu na svetovno gospodarstvo izhaja predvsem iz strmega zvišanja cen energentov. To je ob zaostrenih pogojih financiranja in povečani negotovosti negativno vplivalo na svetovno gospodarstvo, ki so ga prej krepile vse večje naložbe, povezane z umetno inteligenco, in spodbujevalne ekonomske politike. Čeprav so nižje ameriške carine po sodbi vrhovnega sodišča ZDA nekoliko prispevale k rasti, je bila negotovost glede trgovinskih politik še vedno povečana. Po ocenah naj bi se zaradi vojne realna rast svetovnega BDP v naslednjih dveh letih znižala za 0,4 odstotne točke, kar odraža predpostavljeno gibanje cen energetskih surovin. S tem so se izničili pozitivni učinki prenosa, ki izhajajo iz močnejše rasti proti koncu leta 2025 od pričakovane, in zmerne spodbude zaradi nižjih ameriških carin. Svetovna skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), je bila za naslednji dve leti popravljena navzgor zaradi energetskega cenovnega šoka. V prvih nekaj mesecih letošnjega leta so vpliv višjih cen energentov na inflacijo delno izravnali podatki o nižji inflaciji od pričakovane in učinek zmanjšanja carin.

Pred vojno so se v svetovnem gospodarstvu kazali znaki odpornosti. K odpornosti so prispevale vse večje zasebne naložbe, povezane z umetno inteligenco, in kombinacija spodbujevalnih politik v večjih gospodarstvih, kar je prispevalo k ublažitvi zaviralnih učinkov carin. Čeprav so nižje ameriške carine po sodbi vrhovnega sodišča ZDA nekoliko prispevale k rasti, je bila negotovost glede trgovinskih politik še vedno povečana. Realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) je v zadnjem četrtletju 2025 po ocenah nekoliko padla na 0,8%, potem ko je v četrtletju pred tem znašala 1,0%. Bila je nad pričakovanji zaradi močnejše rasti od pričakovane v nastajajočih azijskih gospodarstvih, vključno s Kitajsko. Najnovejši razpoložljivi mesečni kazalniki kažejo na zagon rasti v prvem četrtletju 2026 v primerjavi s koncem lanskega leta. Februarja na primer je svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) dosegel najvišjo raven v skoraj dveh letih, saj se je stanje izboljšalo tako v storitvenem kot v predelovalnem sektorju (graf 1). Vendar je treba te signale obravnavati v luči negativnih učinkov, ki jih je sprožila vojna, vključno z močnim porastom svetovnih cen energentov, zaostrenimi globalnimi pogoji financiranja in povečano negotovostjo.

Graf 1

Svetovni indeks vodij nabave (PMI) (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)



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

Opombe: Vodoravna črta na ravni 50 označuje nevtravno izhodišče, ki ločuje ekspanzijo od kontrakcije. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2026.

Cene nafte in plina so se zaradi vojne na Bližnjem vzhodu močno zvišale. Cene nafte so se od začetka obravnavanega obdobja (18. december 2025) strmo povečale, tj. za 84%. Po ameriško-izraelskih napadih na Iran ter iranskih povračilnih napadih so se cene dvignile na približno 104 USD za sod. Skokovit porast je odražal zaskrbljenost, da bi bila lahko dobava nafte skozi Hormuško ožino, ki predstavlja približno 20% svetovne ponudbe nafte in je že bila motena, še naprej ovirana ali pa da bi bili prizadeti iranska proizvodnja nafte in regionalna energetska infrastruktura. V zadnjih tednih so bile cene nafte precej volatilne, saj je več dejavnikov občasno povzročilo nenaden padec z novih visokih ravni. Zlasti izjave ameriške vlade, da se utegne konflikt končati »zelo kmalu«, so vlagatelje spodbudile, da so pričakovanja glede trajanja vojne popravili navzdol. Poleg tega je skupina OPEC+ napovedala povečanje proizvodnje od aprila 2026, države članice Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) pa so se ob usklajevalni vlogi Mednarodne agencije za energijo dogovorile o sprostitvi dela svojih strateških rezerv, da bi pomagale omejiti rast cen nafte.¹ Na cene evropskega plina, ki so se zvišale za 98%, so močno vplivala tudi geopolitična tveganja, saj približno 20% svetovne dobave utekočinjenega zemeljskega plina, predvsem iz Katarja, ravno tako poteka skozi Hormuško ožino. Cene plina so bile še posebno ranljive zaradi zgodovinsko nizkih ravni napolnjenosti skladišč v Evropi. Trenutno je zapolnjenih približno 29% zmogljivosti, kar je blizu sezonskemu minimumu, zato so cene plina zelo izpostavljene morebitnim motnjam v dobavi. Cene hrane so padle za 7%, predvsem zaradi nižjih cen kakava, ki so posledica izboljšanih vremenskih razmer v Zahodni Afriki. Nasprotno pa so se cene kovin zvišale za 11%, v glavnem zaradi povečanja cen aluminija, potem ko je pomemben bahrajnski proizvajalec sporočil, da zaradi okoliščin, na katere nima vpliva, ne more izpolniti svojih pogodbenih obveznosti.

¹ Izraz »OPEC« se nanaša na Organizacijo držav izvoznic nafte. »OPEC+«, ustanovljena leta 2016, je koalicija članic OPEC in drugih držav proizvajalk nafte.

Strm porast svetovnih cen energentov, ki ga je povzročila vojna, je odraz močnega upada prevoza skozi Hormuško ožino.

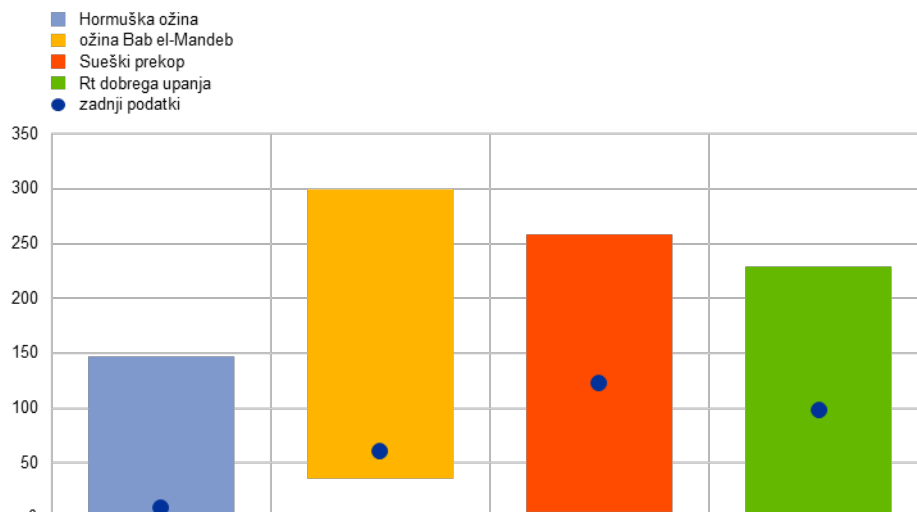
Prvi visokofrekvenčni podatki o gibanju plovil kažejo, da se je število tankerjev, ki plujejo skozi Hormuško ožino, močno zmanjšalo, svetovni stroški prevoza nafte pa so se občutno povečali (graf 2). Vendar pa se zdi izpostavljenost svetovne blagovne menjave omejena, saj kontejnerske ladje, ki so trenutno v Perzijskem zalivu, predstavljajo le približno 1,6% svetovnih zmogljivosti kontejnerskih plovil. Zaradi motenj v Sueškem prekopu, povezanih s preteklimi napetostmi v tej regiji, in povečanih varnostnih tveganj v ožini Bab el-Mandeb od konca leta 2023 zaradi napadov hutijevskih upornikov na tovarne ladje se velik del prometa še vedno preusmerja prek Rta dobrega upanja.

Graf 2

Svetovni pomorski promet in cene

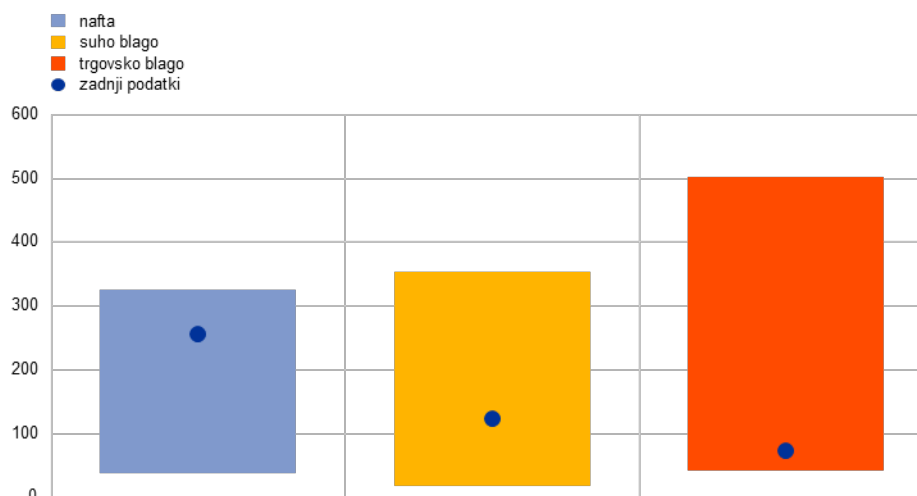
a) Postanki plovil v tranzitu v glavnih ozkih grlih

(indeksi, 2025 = 100)



b) Stroški pomorskega prevoza

(indeksi, 2025 = 100)



Viri: IMF, Haver Analytics, indeksi Baltic Exchange in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki a postanki med tranzitom vključujejo vse vrste plovil. Na sliki b suho blago pomeni tovar, kot so žita. Osnovne serije predstavljajo strošek najema plovila za globalni prevoz takšnega tovora. Stolpci na obeh slikah prikazujejo razpon od najmanjše do največje vrednosti. Razpon je izračunan od 1. januarja 2019. Modre pike se nanašajo na najnovejše razpoložljive podatke. Zadnji podatki se nanašajo na 15. marec 2026 na sliki a in na 18. marec 2026 na sliki b.

Zaradi vojne na Bližnjem vzhodu naj bi se realna rast svetovnega BDP v naslednjih dveh letih znižala za 0,4 odstotne točke. To odraža negativne učinke na rast, ki so rezultat predpostavljenega gibanja cen energetskih surovin.² S tem so se izničili pozitivni učinki prenosa, ki izhajajo iz močnejše rasti proti koncu leta 2025

² Vpliv vojne na prihodnje cene energetskih surovin za več kot eno leto vnaprej je manjši kot na promptne cene, kar verjetno odraža pričakovanja vlagateljev, da se bodo motnje zaradi vojne v tem obdobju odpravile. To stališče podpira tudi gostota, kot izhaja iz opcij, ki kaže, da so srednjeročna tveganja glede prihodnjih cen, zlasti nafte, še vedno uravnotežena, medtem ko so kratkoročna tveganja izrazito nagnjena navzgor.

od pričakovane, in zmerne spodbude zaradi nižjih ameriških carin. Realna rast svetovnega BDP se bo po napovedih zmanjšala s 3,6% v letu 2025 na 3,3% v letu 2026 in se zatem stabilizirala, kar je večinoma skladno s prejšnjimi projekcijami.³

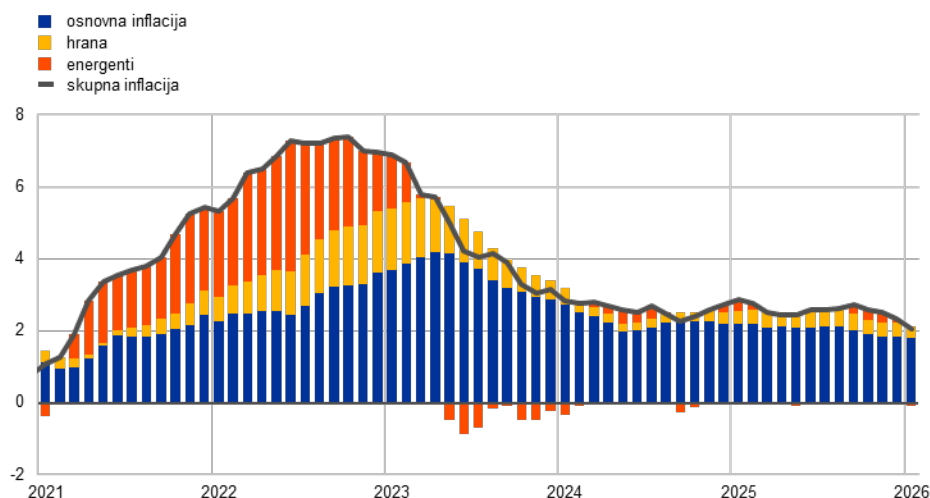
Zaradi negotovosti v zvezi z vojno se je ravnotežje tveganj za globalno rast prevesilo navzdol, medtem ko je inflacija izpostavljena navzgor usmerjenim tveganjem. Kaže, da so tveganja, povezana z vojno na Bližnjem vzhodu, večinoma asimetrična, pri čemer so hujše posledice verjetnejše od blažjih. Nasprotno pa ostajajo druga ključna makroekonomska in finančna tveganja, kot so carine, razvoj na področju umetne inteligence in učinki ekonomskih politik, še naprej dvostranska in uravnotežena, kot v prejšnjih projekcijah.

Pred vojno se je skupna inflacija v državah članicah OECD še naprej zniževala, predvsem zaradi cen energentov. Medletna stopnja inflacije (CPI) v državah članicah OECD, razen Turčije, je januarja padla na 2,1%, potem ko je decembra znašala 2,4%. Čeprav so k nižji inflaciji prispevale vse komponente, je največ prispeval padec cen energentov (graf 3).

Graf 3

Inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Agregat OECD vključuje države euroobmočja, ki so članice OECD, in izključuje Turčijo. Izračuna se z uporabo letnih uteži CPI za države OECD. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2026.

Trend zmanjševanja inflacije v državah članicah OECD se bo predvidoma kmalu obrnil zaradi energetskega cenovnega šoka kot posledice vojne.

Napoved skupne inflacije (CPI) na svetovni ravni je bila zaradi energetskega cenovnega šoka za naslednji dve leti popravljena navzgor.⁴ Letos so vpliv višjih cen energentov na inflacijo do zdaj delno izravnali podatki o nižji inflaciji od pričakovane in učinek zmanjšanja carin. Svetovna skupna inflacija bo po napovedih v letu 2026

³ Za več podrobnosti glej »[Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, marec 2026](#)«.

⁴ Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB glede skupne inflacije (CPI) vključujejo širši sklop držav, zlasti velika nastajajoča tržišna gospodarstva (npr. Kitajsko, Indijo, Brazilijo in Rusijo), ki niso upoštevane v inflaciji OECD.

ostala na ravni 3,1%, kar je enako kot lani, nato pa se bo znižala na 2,7% v letu 2027 in 2,5% v letu 2028.

Po projekcijah se bo svetovna rast uvoza v letu 2026 upočasnila, saj bodo učinki hitenja z uvozom popustili, negativni vplivi carin in vojne pa bodo postali izrazitejši.

Četrtnetne stopnje rasti svetovnega uvoza so se v drugi polovici leta 2025 močno znižale, čeprav so bili podatki za tretje četrtnetje nekoliko boljši od predhodne ocene. Svetovna rast uvoza naj bi se v letu 2026 postopoma normalizirala in nato ostala stabilna. V obdobju 2027–2028 bo svetovni uvoz predvidoma naraščal skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Svetovni uvoz se je leta 2025 povečal za 5,0%, kar je znatno več od pričakovanj v decembru 2025 (0,6 odstotne točke več). Projekcije predvidevajo, da bo rast v letu 2026 upadla na 2,3%, nato pa se bo v letih 2027 in 2028 povišala na 2,9% oziroma 3,2%.

V ZDA se je realna rast BDP v zadnjem četrtnetju 2025 upočasnila, predvsem zaradi zaprtja ameriške vlade.

Gospodarska aktivnost se je na četrtnetni ravni znatno skrčila, na 0,2%, potem ko je v tretjem četrtnetju 2025 znašala 1,1%. Zaprtje ameriške vlade oktobra in novembra, ki je trajalo 43 dni, je zavrlo gospodarsko aktivnost, saj so se državni izdatki občutno zmanjšali. Kljub temu je bila potrošnja gospodinjstev v zadnjem četrtnetju razmeroma močna in eno od glavnih gonil domačega povpraševanja kljub rahli upočasnitvi v primerjavi s tretjim četrtnetjem. Stopnja varčevanja v ZDA se je še naprej zniževala in v zadnjem četrtnetju dosegla 3,6%, kar je najnižja vrednost v zadnjih štirih letih. Zasebne nestanovanjske naložbe v osnovna sredstva pa so pozitivno prispevale k rasti, ki jo je krepilo veliko povečanje naložb, povezanih z umetno inteligenco. V nasprotju z začetkom leta 2025 je bil prispevek neto trgovinske menjave in zalog zelo majhen. Uvoz in izvoz sta se v zadnjem četrtnetju leta 2025 zmerno zmanjšala, zato je bil prispevek neto izvoza v glavnem nevtralen. V prvem četrtnetju 2026 je bilo predvideno povečanje rasti, predvsem zaradi večjih državnih izdatkov, povezanih z izplačilom zaostalih plač zveznim uslužbencem po zaprtju vlade.

Medletna skupna in osnovna inflacija (CPI) sta v ZDA februarja ostali nespremenjeni na ravni 2,4% oziroma 2,5%, kar je v skladu s pričakovanji.

Inflacija v komponentah blaga in storitev je bila še naprej stabilna, toda znižanje cen rabljenih avtomobilov in tovornjakov je prikrilo porast cen preostalih komponent blaga. To kaže, da se ameriške carine še naprej prenašajo v cene življenjskih potrebščin v ZDA. Skupna inflacija, merjena z indeksom cen izdatkov za osebno potrošnjo (PCE), ki je prednostno merilo inflacije ameriške centralne banke, se je od začetka lanskega leta rahlo povečala. Skupna medletna inflacija (PCE) je decembra znašala 2,9%, osnovno merilo pa 3,0%. Nižja utež stanovanjskih komponent v košarici PCE v primerjavi s košarico CPI pojasnjuje razhajanje med meriloma inflacije potrošniških cen. Vendar je nenavadno, da je inflacija, merjena z indeksom PCE, višja od inflacije, merjene z indeksom CPI. Iz tega je mogoče sklepati, da je mogoče razmeroma umirjeno inflacijo CPI pojasniti s težavami pri zbiranju podatkov za storitve, cene in najemnine, zato jih je treba razlagati previdno. Medtem so vse nižje stopnje prostih delovnih mest v vseh sektorjih dodatno prispevale k manjšemu povpraševanju na trgu dela in bi torej morale podpirati dezinflacijo.

Na Kitajskem je povpraševanje gospodinjstev še vedno zadržano zaradi visokih previdnostnih prihrankov.

V zadnjem četrtletju 2025 je pozitivno presenetila realna rast BDP, ki je dosegla 1,2%, kar je bolj ali manj primerljivo z 1,1% v prejšnjem četrtletju. K rasti je prispeval predvsem odporen izvoz, ki naj bi podpiral rast tudi v prvem četrtletju 2026. Visokofrekvenčni približki potrošnje nakazujejo delno umirjanje, saj je zaupanje potrošnikov še vedno majhno in precej pod ravnmi pred pandemijo COVID-19. Prodaja v trgovini na drobno ostaja šibka, zlasti domača prodaja avtomobilov, medtem ko je potrošnja storitev bolj odporna. Kljub temu kitajske oblasti še naprej dajejo prednost politikam na strani ponudbe, ciljna rast za leto 2026 v okviru novega petletnega načrta (2026–2030) pa znaša med 4,5 in 5%. Razmeroma nizka ciljna rast pomeni, da kitajski oblikovalci politik sprejemajo strukturno počasnejšo rast, kar posledično zmanjšuje potrebo po kratkoročnih spodbudah. Kitajske oblasti so ponovno poudarile, da nameravajo rast preusmeriti k večji potrošnji, čeprav so konkretni ukrepi še vedno skromni. Javnofinančna podpora naložbam naj bi medtem ostala znatna, zlasti v visokotehnoloških in strateških sektorjih, kot so umetna inteligenca, mikročipi, napredna proizvodnja, biotehnologija in digitalno gospodarstvo. Toda Kitajska je hkrati še vedno izpostavljena vse višjim cenam energetskih surovin. Približno tri četrtine surove nafte in približno polovico nafte, ki je porabi, namreč uvozi, medtem ko 16% njenega uvoza plina poteka skozi Hormuško ožino. Vendar lahko ta negativen učinek ublažijo obsežna domača proizvodnja premoga, vse večje zmogljivosti proizvodnje energije iz obnovljivih virov ter sposobnost diverzifikacije dobaviteljev energetskih surovin. Skupna inflacija (CPI) na Kitajskem se je februarja znatno povečala, medtem ko se je deflacija pri proizvajalcih še naprej umirjala. Medletna skupna inflacija (CPI) se je z 0,2% v januarju zvišala na 1,3% v februarju, in sicer zaradi začasnih dejavnikov, vključno z baznimi učinki, povezanimi z luninim novim letom. Osnovna inflacija (brez hrane in energentov) je februarja prav tako narasla na 1,8%, potem ko je bila januarja 0,8%, predvsem zaradi višjih cen storitev, povezanih s turizmom. Cene pri proizvajalcih so se februarja na medletni ravni znižale za 0,9%, kar je manjši padec v primerjavi z 1,4-odstotnim zmanjšanjem v prejšnjem mesecu.

V Združenem kraljestvu je bila realna rast BDP v zadnjem četrtletju 2025 še naprej šibka, inflacija pa se je v začetku leta 2026 občutno umirila.

Realna rast BDP se je v zadnjem četrtletju 2025 rahlo povečala za 0,1%, kar pomeni stabilno, vendar umirjeno dinamiko rasti. Zasebno povpraševanje je bilo šibko zaradi manjše rasti zasebne potrošnje in nižjih zasebnih naložb. Prispevek neto izvoza h gospodarski aktivnosti je bil negativen, saj se je izvoz zmanjšal, uvoz pa povečal. Javna poraba je nekoliko prispevala h gospodarski aktivnosti, pri čemer so se javne naložbe znatno povečale. Gospodarska aktivnost se bo predvidoma v prvem četrtletju 2026 zmerno okrepila, vendar naj bi velik porast cen energentov v naslednjih četrtletjih ta trend oslabil. Skupna inflacija (CPI) se je januarja precej zmanjšala na 3,0%, potem ko je decembra znašala 3,4%, kar odraža nižjo inflacijo v skupini energentov in v skupini hrane. Znižala se je tudi osnovna inflacija, vendar bolj zmerno.

Gospodarska aktivnost v euroobmočju je leta 2025 vztrajno rasla, saj se je realni BDP v povprečju povečal za 1,5% (0,9% v letu 2024). V zadnjem četrtletju 2025 se je realni BDP medčetrtno povečal za 0,2% oziroma za 0,4% brez upoštevanja volatilnih podatkov za Irsko. Rast je poganjalo močnejše domače povpraševanje, vključno z znatnim prispevkom zasebne potrošnje in naložb. Vendar pa so se kratkoročni kazalniki ob koncu leta 2025 in takoj na začetku leta 2026 umirili. Mesečna proizvodnja se je precej skrčila, kar je v nasprotju z rezultati anket, ki so bili še vedno pozitivni in so nakazovali nadaljevanje zagona iz obdobja pred vojno na Bližnjem vzhodu. Gledano v celoti so najnovejše informacije skladne s skromno rastjo BDP v prvem četrtletju 2026. Zaradi spreminjajočih se razmer na Bližnjem vzhodu se je negotovost glede obetov od drugega četrtletja izrazito povečala. Tržni kazalniki negotovosti in merila geopolitičnih tveganj so se v prvi polovici marca močno zvišali. Izkušnje iz preteklih negativnih šokov, povezanih z energijo, kažejo, da bi lahko posledično zmanjševanje realnega dohodka in poslabšanje zaupanja precej zaviralno vplivalo na zasebno potrošnjo. Velikost teh učinkov bo odvisna od intenzivnosti in trajanja konflikta ter prenosa negativnih vplivov na gospodarstvo. Pozitivno pri tem je, da naj bi zdrave bilance in obsežni prihranki prispevali k ublažitvi vpliva tega šoka na gospodinjstva. Kar zadeva druge komponente povpraševanja, je bilo iz anketnih podatkov, zbranih pred konfliktom, razvidno, da se povpraševanje po stanovanjih in zaupanje vlagateljev krepi. Poleg tega naj bi dodatna javnofinančna podpora, učinki programa »EU naslednje generacije«, odporni trgi dela in digitalne naložbe ter vpliv prejšnjih rezov obrestnih mer prispevali k ohranjanju zagona naložb v prihodnjih četrtletjih. Razmere na trgu dela kljub nadaljnjemu umirjanju povpraševanja po delavcih ostajajo stabilne. Stopnja brezposelnosti se je znižala s 6,2% v decembru na 6,1% v januarju, tako da je ostala na zgodovinsko nizki ravni.

Take obete na splošno kažejo tudi marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi povprečna medletna realna rast BDP v letu 2026 znašala 0,9%, v letu 2027 1,3% in v letu 2028 1,4%. To pomeni, da je bila rast BDP, zlasti za leto 2026, popravljena navzdol zaradi globalnih učinkov vojne na Bližnjem vzhodu na trge surovin, realne dohodke in zaupanje. Hkrati naj bi nizka brezposelnost, trdne bilance javnega sektorja ter javna potrošnja za obrambo in infrastrukturo še naprej podpirali rast. Zaradi vojne na Bližnjem vzhodu so obeti precej bolj negotovi, kar prinaša tveganja zvišanja inflacije in tveganja upada gospodarske rasti. Zaradi zelo velike negotovosti in ker bo vpliv konflikta močno odvisen od njegovega trajanja in intenzivnosti, osnovne projekcije spremljata ilustrativna alternativna scenarija, ki sta v okviru projekcij objavljena na spletnem mestu ECB.⁵

Po najnovejši Eurostatovi oceni se je BDP v euroobmočju povečal tudi v zadnjem četrtletju 2025 (graf 4). Realni BDP se je medčetrtno povečal za 0,2%, tako da je povprečna medletna stopnja rasti v letu 2025 znašala 1,5% (prilagojeno za število delovnih dni). Izboljšanje glede na leto 2024, skupaj z dejstvom, da je bila rast BDP pozitivna v vseh četrtletjih lanskega leta, kaže, da je gospodarstvo v

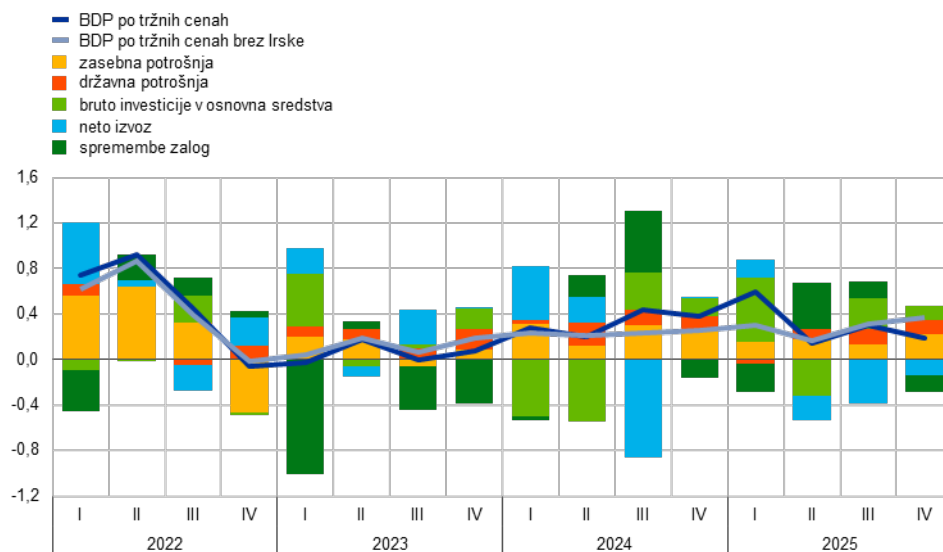
⁵ Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 19. marca 2026 na spletnem mestu ECB.

euroobmočju ob številnih svetovnih izzivih, povezanih z geopolitiko in trgovinsko menjavo, odporno. Na rast BDP je v zadnjem četrtletju 2025 pozitivno vplivalo močnejše domače povpraševanje, pri čemer so vse komponente domačega povpraševanja prispevale pozitivno, medtem ko so neto trgovinska menjava in spremembe zalog prispevale nekoliko negativno. K povečanju gospodarske aktivnosti so prispevale predvsem storitve, zlasti v informacijskem in komunikacijskem sektorju. Medtem je bila aktivnost v predelovalnih dejavnostih še vedno šibka, saj so nanjo neposredno negativno vplivali zaviralni dejavniki, ki izhajajo iz višjih carin in geopolitične negotovosti (glej okvir 4 o vplivu negotovosti glede trgovinskih politik na rast v euroobmočju). Zagon v gradbeništvu in sektorju prenove stanovanj se je okrepil, k čemur so prispevale tudi javne naložbe. Kljub izrazitim razlikam med državami je bila razpršenost rasti realnega BDP euroobmočja v zadnjem četrtletju 2025 manj heterogena kot v prejšnjih četrtletjih. Rezultat za euroobmočje v zadnjem četrtletju je ustvaril učinek prenosa v višini 0,3% na medletno rast v letu 2026.

Graf 4

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje tudi BDP brez upoštevanja Irske, saj so irski podatki še posebno volatilni. Pri podkomponentah pa je prikazana razčlenitev BDP, ki vključuje Irsko. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2025.

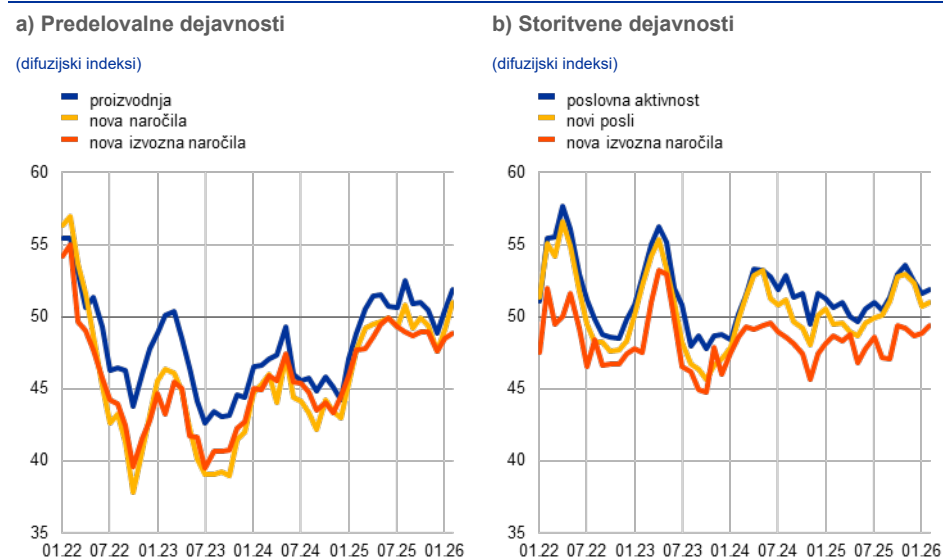
Kratkoročni kazalniki so se proti koncu leta 2025 in takoj na začetku leta 2026 umirili.

Industrijska proizvodnja (brez gradbeništva) se je v decembru 2025 in januarju 2026 medmesečno zmanjšala za 0,6% oziroma 1,5%. Zato je bila raven industrijske proizvodnje januarja 2026 za 1,9% nižja od povprečne ravni v zadnjem četrtletju 2025. Nasprotno so anketni kazalniki v prvih dveh mesecih leta 2026 ostali bolj pozitivni. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti v euroobmočju je nakazoval, da se aktivnost v predelovalnih dejavnostih januarja in februarja vztrajno izboljšuje tako pri tekoči proizvodnji kot pri novih naročilih, medtem ko so nova izvozna naročila ostala v območju krčenja (graf 5, slika a). Indeks PMI o storitvenih dejavnostih se je v prvih dveh mesecih leta znižal z visoke ravni, dosežene ob koncu leta 2025, vendar je ostal nad pragom ničelne rasti (50) (graf 5,

slika b). Gledano v celoti so najnovejše informacije skladne s skromno rastjo BDP v prvem četrtnetu 2026.

Graf 5

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva



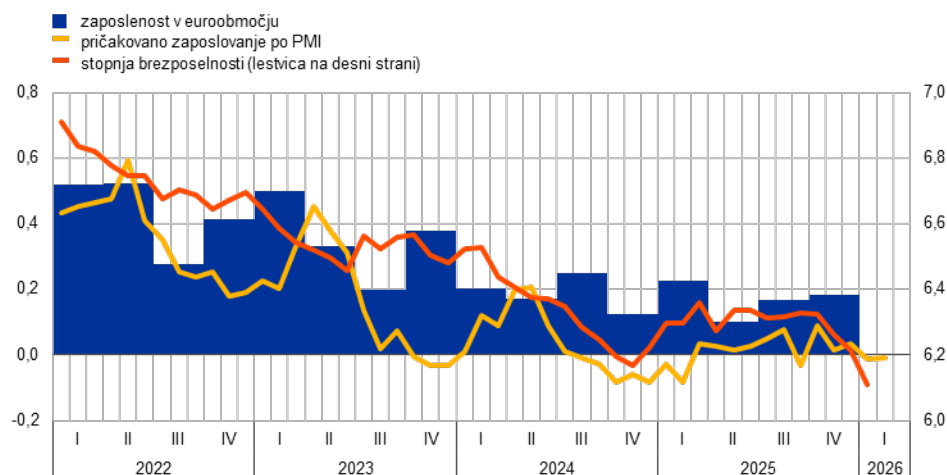
Vir: S&P Global Market Intelligence.
Opomba: Zадnji podatki se nanašajo na februar 2026.

Razmere na trgu dela ostajajo na splošno stabilne, čeprav se povpraševanje po delavcih še naprej umirja. V zadnjem četrtnetu 2025 se je zaposlenost povečala za 0,2%, skupno število opravljenih delovnih ur pa za 0,6% (graf 6). Trenutno umirjanje rasti zaposlenosti je delno odraz nadaljnega umirjanja povpraševanja po delavcih, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v zadnjem četrtnetu ustalila na ravni 2,2%, tako da je že drugo četrtnetje zapored ostala nižja od ravni pred pandemijo, doseženi v zadnjem četrtnetu 2019. Delovna sila se je v zadnjem četrtnetu 2025 dodatno povečala, pri čemer je iz podatkov za januar razvidno, da se je medmesečno stabilizirala. Hkrati je stopnja brezposelnosti v januarju znašala 6,1%, v primerjavi s 6,2% v decembru, tako da je ostala na zgodovinsko nizki ravni.

Graf 6

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

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



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

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrletna rast zaposlenosti. Časovna vrsta za stopnjo brezposelnosti zdaj vključuje Bolgarijo, ta sprememba pa je povzročila spremembo ravni agregata euroobmočja navzdol za okrog 0,1 odstotne točke. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025 pri zaposlenosti v euroobmočju, na februar 2026 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na januar 2026 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je rast zaposlenosti v prvem četrletju 2026 umirjena. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju je v januarju in decembru znašal 49,9, kar pomeni, da je rast zaposlenosti v prvem četrletju letošnjega leta večinoma nespremenjena. Kazalnik PMI o zaposlovanju v storitvenih dejavnostih se je znižal z 51,3 ob koncu leta 2025 na 50,3, medtem ko se je kazalnik PMI o zaposlovanju v predelovalnih dejavnostih zvišal, a je ostal v negativnem območju in februarja dosegel 48,9, pri čemer je povprečje v prvih dveh mesecih leta znašalo 48,5.

Zasebna potrošnja se je v zadnjem četrletju 2025 okrepila, saj se je realni dohodek povečal, brezposelnost pa je ostala blizu najnižje ravni do zdaj. Zasebna potrošnja se je v zadnjem četrletju 2025 medčetrletno povečala za 0,5%, potem ko se je v prejšnjem četrletju medčetrletno povečala skromneje, in sicer za 0,2% (graf 7, slika a). K povečanju je prispevala potrošnja storitev in izdelkov. Pred izbruhom vojne na Bližnjem vzhodu je bilo iz anketnih kazalnikov razvidno, da bo potrošnja kratkoročno ohranila zagon, vendar pa konflikt zdaj predstavlja tveganja za poslabšanje obetov. Iz anketnih podatkov je razvidno, da se je pozitivna dinamika zasebne potrošnje nadaljevala v prve mesece leta 2026, pri čemer se je februarja kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov še izboljšal. Kar zadeva storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov, so se kazalniki Evropske komisije o pričakovanem povpraševanju poslabšali pri gostinskih storitvah, medtem ko so se pri potovalnih storitvah in v manjši meri pri nastanitvenih storitvah izboljšali. Skladno s tem so podatki iz ankete o pričakovanih potrošnikov pokazali, da so bila pričakovanja glede nakupov, povezanih s počitnicami, še vedno visoka. Kar zadeva gibanja v prihodnosti, so obeti glede zasebne potrošnje pod vplivom precejšnjih zaviralnih dejavnikov, ki izhajajo iz posledic vojne na Bližnjem vzhodu. Povečana geopolitična

negotovost bi lahko zaviralno vplivala na zaupanje potrošnikov, kot se je dogajalo ob preteklih geopolitičnih konfliktih (graf 7, slika b). Poleg tega bi lahko višje cene energentov zavirale rast realnega dohodka in omejevale potrošnjo gospodinjstev. Hkrati naj bi več dejavnikov še naprej podpiralo dinamiko zasebne potrošnje. Rast realnega dohodka, dosežena v zadnjih letih, naj bi skupaj z dejstvom, da so izgube realnega premoženja, nastale med skokovitim porastom inflacije v letu 2022, zdaj pokrite, prispevala k ublažitvi vpliva energetskega šoka na gospodinjstva in podpirala zasebno potrošnjo, ki velja za glavno gonilo rasti v srednjeročnem obdobju.

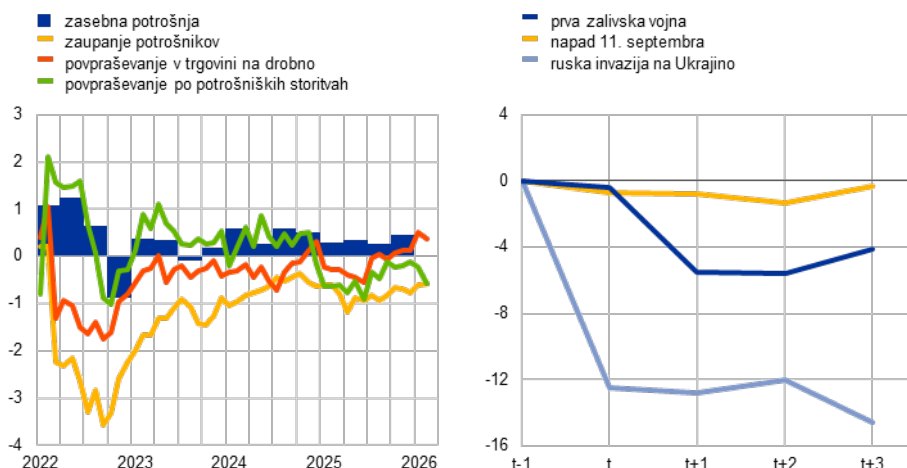
Graf 7

Potrošnja gospodinjstev, pričakovanja podjetij in potrošnikov ter zaupanje potrošnikov ob geopolitičnih konfliktih

a) Potrošnja in zaupanje gospodinjstev, poslovna pričakovanja

b) Zaupanje potrošnikov ob geopolitičnih konfliktih

(medčetrletne spremembe v odstotkih; standardizirana ravnotežja (neto ravnotežja v odstotkih) v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a se poslovna pričakovanja glede povpraševanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil) in povpraševanja v storitvenih dejavnostih, tehtanih s potrošnjo, nanašajo na naslednje tri mesece. »Povpraševanje po potrošniških storitvah« temelji na kazalnikih pričakovanega sektorskega povpraševanja iz ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah v zvezi s storitvenimi dejavnostmi, tehtanih glede na deleže posameznih sektorjev v domači zasebni potrošnji iz input-output tabel FIGARO za leto 2022. Časovna vrsta za povpraševanje po potrošniških storitvah je standardizirana za obdobje od leta 2005 do leta 2019, časovni vrsti za povpraševanje v trgovini na drobno in zaupanje potrošnikov pa sta standardizirani za obdobje od leta 1999 do leta 2019. Na sliki b se »prva zalivska vojna« nanaša na dogodke, ki so se začeli 2. avgusta 1990, »napad 11. septembra« na dogodke, ki so se zgodili v septembru 2001, »ruska invazija na Ukrajino« pa na dogodke, ki so začeli 24. februarja 2022. Ker se anketa Evropske komisije izvede v prvih treh tednih vsakega meseca, se spremembe zaupanja izračunajo za tri mesece vnaprej (t do t+3) glede na mesec pred začetkom konflikta (t-1), razen pri konfliktu »ruska invazija na Ukrajino«, za katerega se spremembe izračunajo glede na mesec, v katerem se je konflikt začel (t). Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025 pri zasebni potrošnji in na februar 2026 pri vseh drugih spremenljivkah.

Podjetniške naložbe so se ob koncu leta 2025 dodatno povečale, osnovna dinamika pa je ostala pozitivna, čeprav je nanjo verjetno zaviralno vplival konflikt na Bližnjem vzhodu. Negradbene naložbe (brez upoštevanja volatilnih neopredmetenih naložb na Irskem) so se v zadnjem četrletju 2025 medčetrletno povečale za 0,4%, zaradi česar je medletna rast za celotno leto znašala 2,2% (graf 8, slika a). K rasti v zadnjem četrletju so prispevale neopredmetene naložbe (brez komponente proizvodov intelektualne lastnine na Irskem) in opredmetene naložbe, pri čemer je na slednje spodbudno vplivalo povečanje naložb v stroje in opremo. Na prehodu v leto 2026, pred konfliktom na Bližnjem vzhodu, je vrsta kazalnikov nakazovala nadaljevanje rasti naložb. Predhodni podatki na podlagi

telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov so pokazali, da se gospodarska klima glede naložb in dobička v prvem četrtletju izboljšuje. Podobno so se kazalniki PMI o gospodarski aktivnosti na začetku letošnjega leta izrazito zvišali z nizkih ravni, doseženih ob koncu leta 2025. Počasi se je ob pričakovanih naraščanja povpraševanja in dodatne javnofinančne podpore v nekaterih državah zvišal tudi kazalnik Evropske komisije o zaupanju, zlasti v sektorju proizvodov za (opredmetene) investicije. Zaupanje med dobavitelji neopredmetenih sredstev je ostalo močno, pri čemer ga je podpiral hiter tehnološki napredek na področju umetne inteligence, ki še naprej spodbuja digitalne naložbe (glej tudi okvir 5 in okvir 6). Kar zadeva prihodnja gibanja, bo obnovljena negotovost verjetno zaviralno vplivala na naložbe, dokler bo konflikt na Bližnjem vzhodu vztrajal.⁶ Vendar pa naj bi boljši pogoji financiranja, nadaljnji učinki zgrinjanja naložb, ki se pričakujejo od programa »EU naslednje generacije«, nadaljnja krepitev obrambnih zmogljivosti v številnih državah ter nadaljevanje digitalizacije in naložbenega cikla, ki temelji na umetni inteligenci, podpirali trdno rast naložb v prihodnje.

Stanovanjske naložbe so se v zadnjem četrtletju 2025 precej povečale, rasle pa naj bi tudi v bližnji prihodnosti. Stanovanjske naložbe so se v zadnjem četrtletju 2025 medčetrtno povečale za 2,3% (graf 8, slika b). Rast stanovanjskih naložb je zajemala vse države v euroobmočju, vendar je bila zlasti močna v Italiji, pri čemer je iz najnovejših podatkov razvidno, da je bila tam močnejša tudi v prejšnjih četrtletjih. Zato je bila rast stanovanjskih naložb za celotno euroobmočje popravljena navzgor, kar pomeni, da je najnovejše okrevanje, kot kaže, močnejše, kot je bilo predhodno ocenjeno. Medtem je bil obseg opravljenih del v gradnji stavb in specializiranih gradbenih del v zadnjem četrtletju v povprečju za 0,3% večji kot v četrtletju prej. Glede prihodnjih gibanj sta se kazalnik Evropske komisije o najnovejših trendih glede aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del ter kazalnik PMI za stanovanjsko gradbeno aktivnost po januarskem znižanju v februarju zvišala. Medtem ko se je število gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe v oktobru in novembru glede na tretje četrtletje 2025 nekoliko zmanjšalo, je manj volatilno merilo, ki meri trimesečne spremembe glede na prejšnje tri mesece, ostalo pozitivno, kar je skladno z nadaljnjim povečevanjem stanovanjskih naložb v bližnji prihodnosti. Ta ocena je podkrepljena z izboljševanjem naklonjenosti potrošnikov stanovanjem. Iz rezultatov ankete o pričakovanih potrošnikov je razvidno, da so stanovanja kot naložbe vse privlačnejša. Poleg tega je iz ankete Komisije o mnenju potrošnikov razvidno, da so se v prvem četrtletju 2026 namere gospodinjstev glede nakupa ali gradnje stanovanj in njihove namere glede prenove stanovanj povečale. Čeprav se zdi, da so stanovanjske naložbe razmeroma manj izpostavljene neposrednemu vplivu konflikta na Bližnjem vzhodu kot druge komponente povpraševanja, bi lahko imeli višji gradbeni stroški in obnovljena negotovost vseeno negativen vpliv, če se izkaže, da bo šok vztrajen.

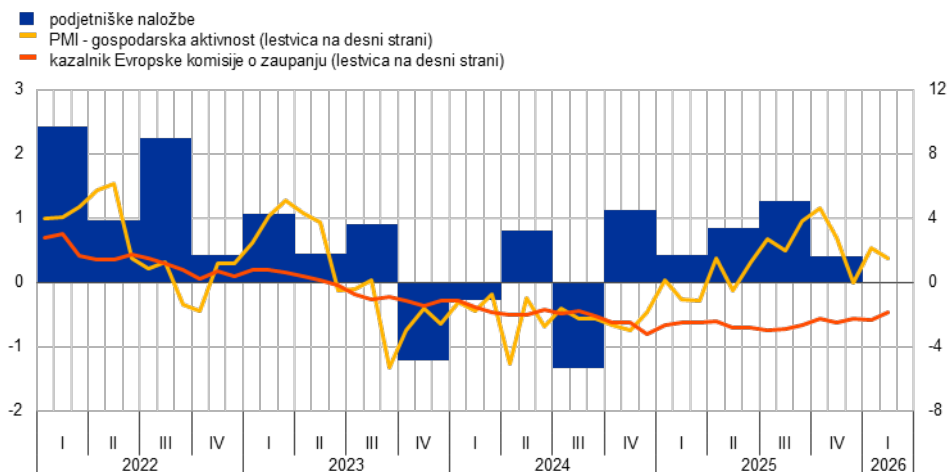
⁶ Kazalniki Sentix o zaupanju so se, potem ko so se na začetku leta močno zvišali, marca nekoliko znižali, vendar so ostali na ravni, ki je skladna z rastjo, kar pomeni, da vlagatelji na začetku meseca niso pričakovali, da bo konflikt na Bližnjem vzhodu dolgotrajen.

Graf 8

Dinamika realnih naložb in anketni podatki

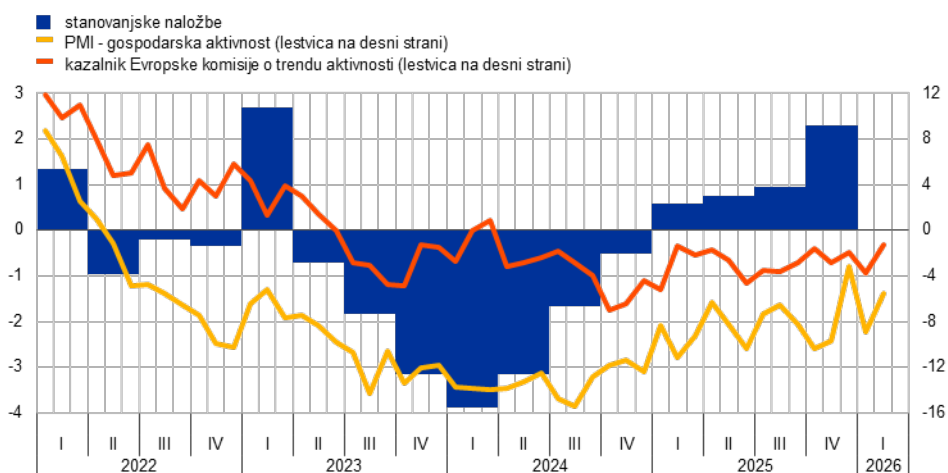
a) Podjetniške naložbe

(medčetrletne spremembe v odstotkih; ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeks)



b) Stanovanjske naložbe

(medčetrletne spremembe v odstotkih; ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeks)



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

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Kratkoročni kazalniki so tehtana povprečja vrednosti iz sektorja proizvodov za investicije (dobavitelja opredmetenih sredstev) ter informacijskega in komunikacijskega sektorja (glavnega dobavitelja neopredmetenih sredstev). Uteži so deleži opredmetenih in neopredmetenih naložb v negradbenih naložbah v obdobju 2024–2025. Informacijski in komunikacijski sektor je upoštevan kot povprečje naslednjih podsektorjev: založništvo (NACE J58), računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti (NACE J62) ter druge informacijske dejavnosti (NACE J63) za kazalnik Evropske komisije o zaupanju in NACE J62 samo za kazalnik PMI o gospodarski aktivnosti, na kar vpliva razpoložljivost podatkov. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju je normaliziran za povprečje obdobja 2015–2019 in standardni odklon časovne vrste. 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 prejšnjih treh mesecih, prilagojeno tako, da ima enak standardni odklon kot indeks PMI. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025 pri naložbah ter na februar 2026 pri PMI o gospodarski aktivnosti in kazalniku Evropske komisije o trendu aktivnosti.

Izvoz euroobmočja še vedno omejujejo ameriške carine, pretekla apreciacija eura in šibko povpraševanje. Skupni izvoz euroobmočja se je v zadnjem

četrletju 2025 zmanjšal za 0,4% predvsem zaradi zmerne zmanjšanja blagovnega izvoza (medčetrletno za 0,9%). To je posledica tega, da se je skokovito povečanje farmacevtskega izvoza iz Irske v ZDA, do katerega je prišlo septembra lani, izničilo. Ob konkurenčnih pritiskih na kitajskem trgu se je zmanjšal tudi izvoz na Kitajsko.

Zaradi vojne na Bližnjem vzhodu bi se lahko prekinili trgovinski tokovi in tokovi nafte, kar bi lahko dodatno negativno vplivalo na trgovinsko menjavo euroobmočja. Skupni uvoz se je v zadnjem četrtletju 2025 skromno zmanjšal, za 0,2%, k čemur je prispevalo predvsem medčetrtno zmanjšanje uvoza storitev za 0,6%. Hkrati so se uvozne cene še naprej zniževale in so novembra medletno upadle za 2,3%, kar je bilo posledica vpliva pretekle apreciacije eura in pritiskov na zniževanje cen s strani Kitajske. Kar zadeva prihodnja gibanja, anketni kazalniki še naprej nakazujejo šibko dinamiko novih izvoznih naročil v predelovalnih in storitvenih dejavnostih.

Vojna na Bližnjem vzhodu zaviralno vpliva na realni dohodek in zaupanje. Zato je bila v osnovnih projekcijah, zlasti za leto 2026, rast potrošnje in naložb popravljena navzdol. Ta vpliv bi bil v alternativnih scenarijih, ki predpostavljata hujši in dolgotrajnejši energetski šok, še izrazitejši. Za leto 2026 se zaradi učinkov omenjenega konflikta predpostavlja manjša rast BDP kot posledica cen energentov, zaupanja in negotovosti. Čeprav se predpostavlja, da bo vpliv energetskega šoka začasen, kar je skladno s tržnimi pričakovanji na presečni datum 11. marca, obete še vedno podpirajo dodatna državna potrošnja za infrastrukturo in obrambo, zdrave bilance javnega sektorja in močan trg dela. Medletna realna rast BDP bo po projekcijah znašala 0,9% v letu 2026, 1,3% v letu 2027 in 1,4% v letu 2028. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila rast BDP popravljena navzdol za 0,3 odstotne točke za leto 2026 in za 0,1 odstotne točke za leto 2027. Zaradi zelo velike negotovosti ter močne odvisnosti od trajanja in intenzivnosti konflikta bi si bilo treba osnovne projekcije razlagati kot enega od več verjetnih rezultatov, ne pa kot najverjetnejšega. Da bi ocenili tveganja, da bodo gibanja šibkejša kot v osnovnih projekcijah, sta bila pripravljena dva ilustrativna alternativna scenarija, ki upoštevata različne predpostavke glede trajanja in intenzivnosti konflikta ter prenosa v gospodarstvo. Iz scenarijske analize je razvidno, da bi bila zaradi dolgotrajne prekinitve dobave nafte in plina rast BDP nižja kot v osnovnih projekcijah.

Medletna skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je še naprej na ravni blizu 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Zvišala se je z 1,7% v januarju na 1,9% v februarju, k čemur je prispevalo zvišanje inflacije v skupini energentov in inflacije brez energentov in hrane, medtem ko se je inflacija v skupini hrane znižala.⁷ Inflacija brez energentov in hrane se je zvišala z 2,2% januarja na 2,4% februarja, in sicer zaradi zvišanja tako blagovne kot tudi storitvene inflacije. Kazalniki osnovne inflacije se v zadnjih mesecih niso veliko spremenili in ostajajo skladni z našo 2-odstotno srednjeročno ciljno ravni. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je znižala s 4,0% v tretjem četrtletju 2025 na 3,7% v zadnjem četrtletju. Zato je rast sredstev za zaposlene na zaposlenega v letu 2025 dosegla 3,9%, potem ko je v letu 2024 znašala 4,5%.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje se bo skupna inflacija zvišala z 2,1% v letu 2025 na 2,6% v letu 2026, zatem bo v letu 2027 upadla na 2,0% in se nato v letu 2028 rahlo zvišala na 2,1%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami je bila skupna inflacija popravljena navzgor zaradi posledic vojne na Bližnjem vzhodu. Ker je raven negotovosti zelo visoka in so inflacijski obeti močno odvisni od trajanja in intenzivnosti konflikta, osnovne projekcije spremljata dva alternativna ilustrativna scenarija, ki sta skupaj s projekcijami objavljena na spletnem mestu ECB.⁸

Inflacija v euroobmočju se je zvišala z 1,7% v januarju na 1,9% v februarju (graf 9). K zvišanju so prispevala gibanja inflacije v skupini energentov in inflacije brez energentov in hrane, medtem ko se je inflacija v skupini hrane rahlo znižala. Medletna stopnja rasti cen energentov je ostala negativna, vendar v manjši meri, saj se je zvišala z -4,0% v januarju na -3,1% v februarju, in sicer zaradi navzgor delujočih baznih učinkov. Inflacija v skupini hrane je rahlo upadla z 2,6% v januarju na 2,5% v februarju. V skupini hrane je medletna stopnja rasti cen predelane hrane upadla z 2,0% v januarju na 1,8% v februarju, s čimer se je izravnalo zvišanje cen nepredelane hrane s 4,2% na 4,6% v istem obdobju. Inflacija brez energentov in hrane se je okrepila z 2,2% v januarju na 2,4% v februarju. To odraža zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov in storitvene inflacije. K porastu inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov z 0,4% v januarju na 0,7% v februarju so prispevale predvsem cene oblačil, avtomobilov, nakita in ur, računalnikov ter druge informacijske in komunikacijske opreme. Storitvena inflacija se v istem obdobju zvišala s 3,2% na 3,4%. Zvišanje je bilo posledica podkomponente rekreacije – predvsem cen nastanitev – in prometa, ki ju je deloma odtehtala rahlo nižja stopnja v podkomponenti raznovrstnih storitev in stanovanjskih storitev.

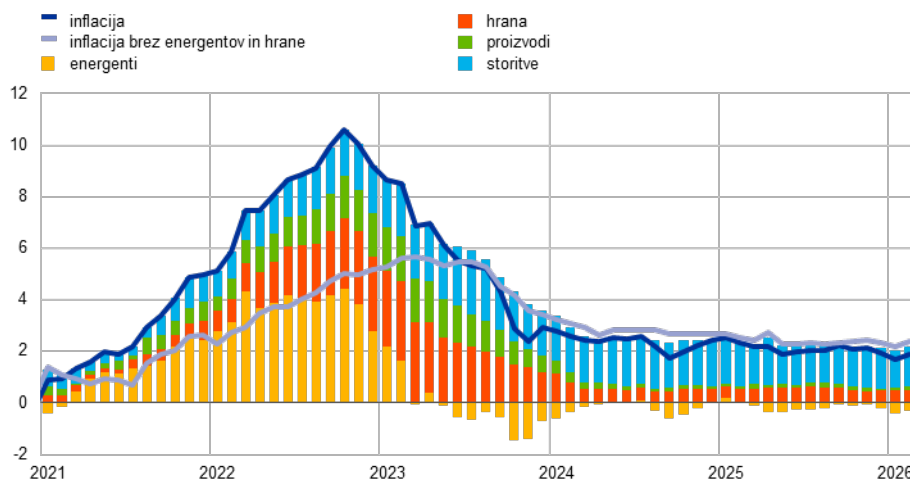
⁷ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 18. marec 2026. Po prvi oceni, ki jo je Eurostat objavil 31. marca 2026, se je medletna inflacija v euroobmočju marca 2026 zvišala na 2,5%.

⁸ Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 19. marca 2026 na spletnem mestu ECB.

Graf 9

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Izraz »proizvodi« se nanaša na industrijske proizvode razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2026.

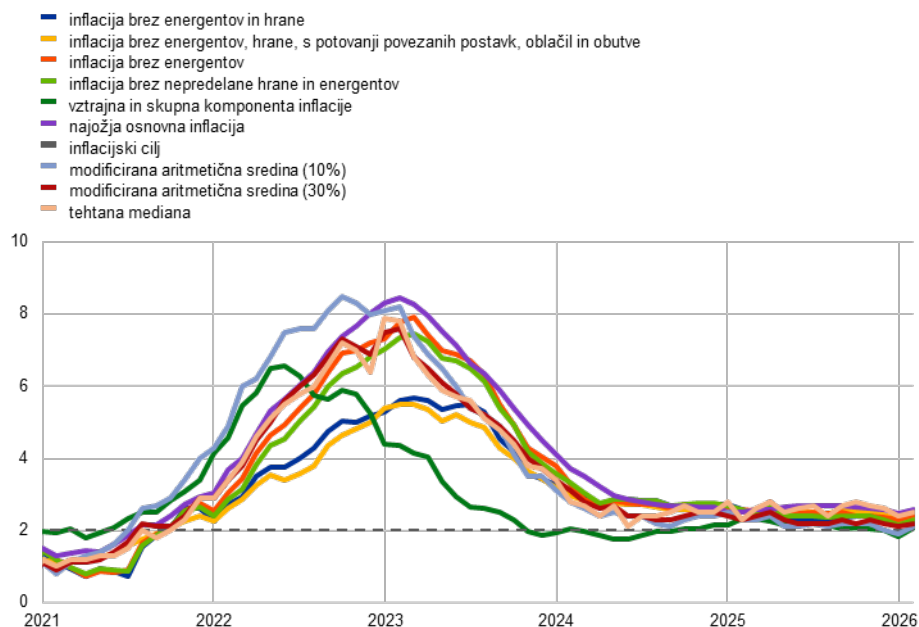
Večina meril osnovne inflacije se je februarja rahlo zvišala (graf 10).⁹ Med temi merili je ostala nespremenjena le inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil. Začasni dejavniki, kot so olimpijske igre, bi lahko vplivali na nekatera merila. Vsa modelska merila so se zvišala. Vztrajna in skupna komponenta inflacije je porasla z 1,8% v januarju na 2,1% v februarju. Hkrati se je kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, zvišal z 2,5% na 2,6%.

⁹ Podatki o kazalnikih osnovne inflacije zdaj temeljijo na različici 2 evropske klasifikacije individualne potrošnje po namenu (ECOICOP 2), ki vključuje spremenjene uteži za pretekle podatke in v katero so dodane igre na srečo kot nova postavka proizvodov, ki so zajeti v indeksu HICP. Zaradi teh metodoloških sprememb se bo nekoliko zmanjšala primerljivost s prejšnjimi podatki, vendar bo pri glavnih agregatih to po pričakovanjih omejeno. Več podrobnosti je v dokumentu Eurostata, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Evropska komisija, Luksemburg, 25. februar 2026. Dopolnjena je bila tudi metodologija za pripravo kazalnika najožje osnovne inflacije.

Graf 10

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

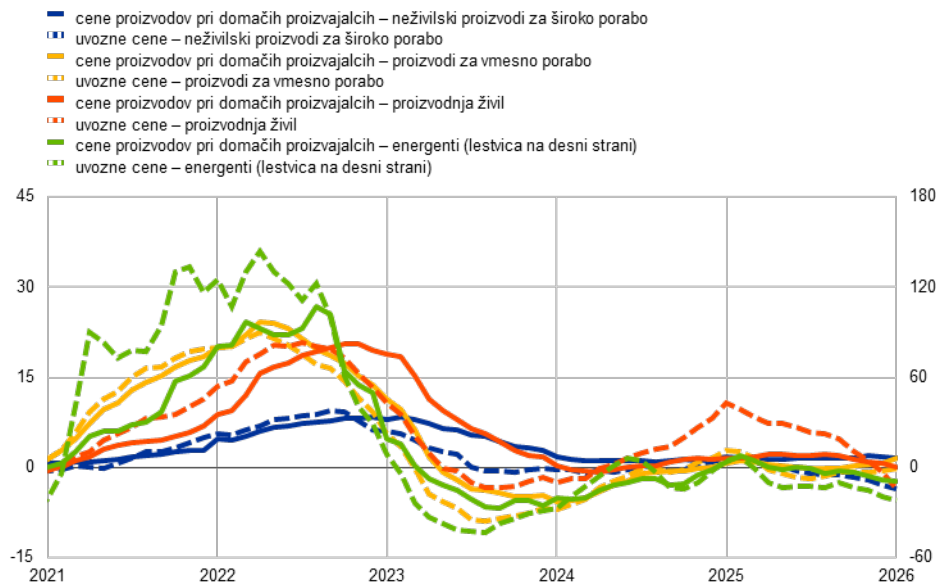
Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2026.

Pred eskalacijo vojne na Bližnjem vzhodu so kazalniki pritiskov iz proizvodne verige nakazovali popuščanje inflacijskih pritiskov v poznejših fazah cenovne verige (graf 11). V zgodnjih fazah cenovne verige je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov upadla v še bolj negativno območje, in sicer z -8,4% v decembru 2025 na -8,9% v januarju 2026. Vseeno pa pritiski ostajajo povečani v skupini proizvodov za vmesno porabo zaradi zvišanja cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih in uvoznih cen. Na splošno so v poznejših fazah cenovne verige pritiski iz proizvodne verige na proizvode za široko porabo kazali znake popuščanja, saj sta se znižali tako rast uvoznih cen (-3,6%) kot tudi rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo (1,6%). Obenem se je znižala tudi rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini proizvodnje živil (0,6%), rast uvoznih cen v skupini proizvodnje živil pa je še naprej upadala in se je znižala z najvišje vrednosti (10,6%) v januarju 2025 na -3,6% eno leto pozneje. Ta dinamika odraža preteklo apreciacijo eura in morda tudi povečano osredotočenost Kitajske na euroobmočje kot izvozni trg. Podatki se nanašajo na obdobje pred nedavnim začetkom vojne na Bližnjem vzhodu. Zato natančno spremljamo predvsem gibanje cen energentov in hrane ter bolj na splošno pritiske iz proizvodne verige.

Graf 11

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2026.

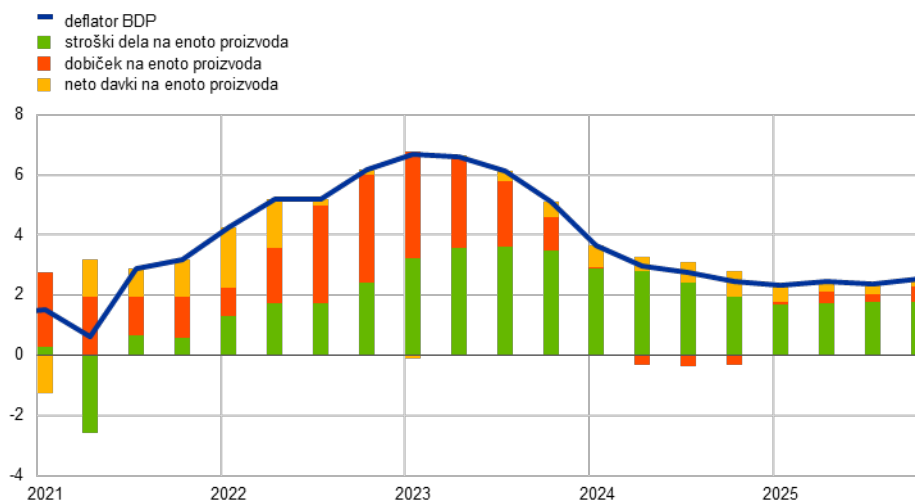
Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so se zvišali z 2,4% v tretjem četrletju 2025 na 2,5% v zadnjem četrletju (graf 12). To odraža povečanje prispevka dobička na enoto proizvoda (z 0,3 odstotne točke na 0,5 odstotne točke), medtem ko je prispevek stroškov dela na enoto proizvoda in neto davkov na enoto proizvoda ostal nespremenjen. Kar zadeva stopnjo rasti, se je medletna stopnja rasti dobička na enoto proizvoda strmo zvišala, medletna stopnja rasti stroškov dela na enoto proizvoda pa je malenkostno upadla. K znižanju je prispeval upad stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega (s 4,0% na 3,7%), kar je deloma izravnal padec rasti produktivnosti dela (z 0,8% na 0,6%). Upad medletne stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega je odražal zmanjšanje prispevka komponente dodatkov na osnovno plačo z 1,9 odstotne točke v tretjem četrletju 2025 na 0,4 odstotne točke v zadnjem četrletju, ki je deloma odtehtalo zvišanje rasti dogovorjenih plač z 1,9% na 3,0% v istem obdobju. Kar zadeva prihodnje obdobje, je plačni kazalnik ECB, ki je bil posodobljen s podatki o plačnih dogovorih do konca februarja 2026, znašal 2,6% (v primerjavi s predhodno objavo plačnega kazalnika je bil popravljen za 0,1 odstotne točke navzdol). To nakazuje, da bodo pritiski, ki izhajajo iz rasti dogovorjenih plač, popustili v prvi polovici leta 2026 in se bodo v letu 2026 stabilizirali na nižji ravni.¹⁰ Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega upočasnila s povprečno 3,9% v letu 2025 na 3,1% v zadnjem četrletju 2026, nato pa bo v letih 2027 in 2028 ostala približno okrog te ravni.

¹⁰ Več podrobnosti je v »[New data release: ECB wage tracker continues to suggest negotiated wage pressures easing in 2026](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 23. marec 2026.

Graf 12

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda, produktivnost dela pa negativno. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025.

V obravnavanem obdobju od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 so kratkoročna tržna merila nadomestila za inflacijo (graf 13, slika a) poskočila zaradi zvišanja cen energentov, povezanega z vojno na Bližnjem vzhodu, medtem ko so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala trdno zasidrana na 2-odstotni ravni. Po daljšem obdobju nizke volatilitnosti so bila kratkoročna tržna merila nadomestila za inflacijo določena izrazito višje zaradi skokovitega porasta cen energentov po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu. Ključni dejavnik, ki je vplival na popravke cen, je bila negotovost glede obsega in trajanja konflikta. Do konca obravnavanega obdobja je termenska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto znašala 2,1%, kar je okrog 40 bazičnih točk višje kot na začetku obravnavanega obdobja. Pri srednjih in daljših ročnostih je bilo gibanje nadomestila za inflacijo bolj omejeno. Tako se je termenska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let za 5 zvišala za okrog 10 bazičnih točk zaradi sprememb premij za inflacijsko tveganje in pričakovanj. Ko so bila prilagojena za premije za inflacijsko tveganje, pa so tržna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala trdno zasidrana na 2-odstotni ravni, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrletje 2026 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za marec 2026 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%.

Zaznavanje pretekle inflacije med potrošniki in njihova kratkoročna in srednjeročna inflacijska pričakovanja so februarja 2026 bodisi ostala nespremenjena bodisi so se znižala (graf 13, slika b).

Terensko zbiranje podatkov v okviru ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov se je končalo 2. marca. Vendar je ECB prejela samo 3,5% odgovorov po začetku vojne na Bližnjem vzhodu 28. februarja. Po anketi o pričakovanjih potrošnikov za februar 2026 je mediana stopnje

zaznane inflacije v predhodnih 12 mesecih ostala stabilna na ravni 3,0%.¹¹ Mediana inflacijskih pričakovanj v naslednjih 12 mesecih in čez tri leta se je znižala z 2,6% v januarju na 2,5% v februarju, medtem ko je mediana pričakovanj čez pet let ostala nespremenjena na ravni 2,3%.

Graf 13

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

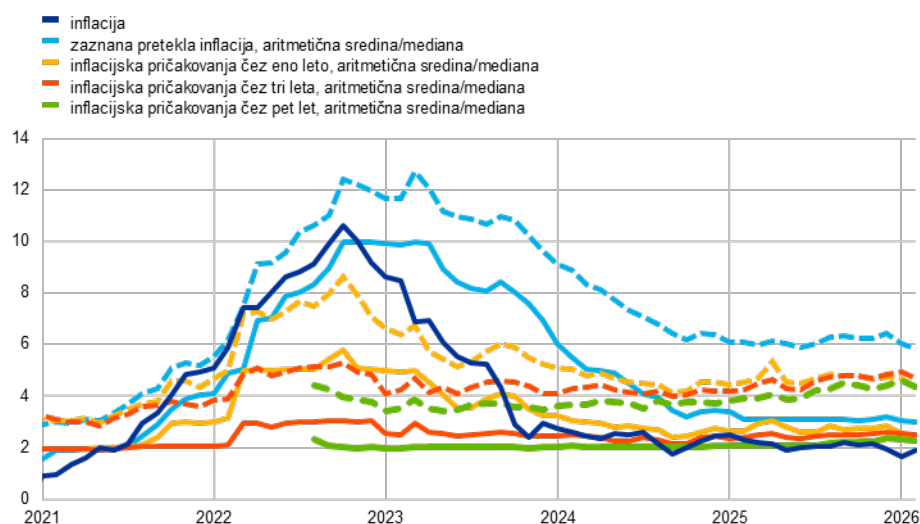
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (18. december 2025). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 13. marec 2026 pri sliki a in na februar 2026 pri sliki b.

Po marčnih projekcijah se bo skupna inflacija zvišala z 2,1% v letu 2025 na 2,6% v letu 2026, v letu 2027 se bo znižala nazaj na 2,0%, zatem pa se bo v letu 2028 spet zvišala na 2,1% (graf 14). Na dinamiko inflacije v bližnji prihodnosti

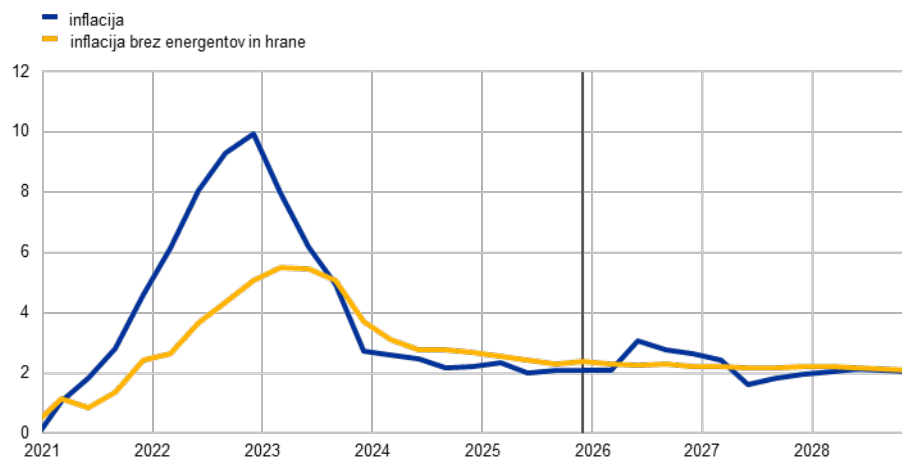
¹¹ Terensko zbiranje podatkov v okviru ankete o pričakovanjih potrošnikov iz februarja 2026 je bilo dokončano 2. marca 2026.

vpliva nedavna eskalacija vojne na Bližnjem vzhodu, zaradi katere so se zvišale cene energentov. Tako bo skupna inflacija v prvi polovici leta 2026 po pričakovanjih sledila skokovitemu porastu inflacije v skupini energentov in se bo zvišala z 2,1% v prvem četrtletju 2026 na 3,1% v drugem četrtletju, nato pa se bo v drugi polovici leta upočasnila na 2,7%. Višja povprečna stopnja, predvidena v letu 2026, je povezana s skokovitim porastom cen energentov in zvišanjem inflacije v skupini hrane proti koncu leta zaradi vse večjih pritiskov iz proizvodne verige, ki izhajajo iz cen energentov in drugih vhodnih stroškov. Inflacija brez energentov in hrane se bo predvidoma stabilizirala na ravni okrog 2,3%, posredni učinki s strani inflacije v skupini energentov pa bodo po pričakovanjih omejeni. Znižanje skupne inflacije v letu 2027 je predvsem posledica navzdol delujočih baznih učinkov in upadanja cen energentov. Inflacija brez energentov in hrane se bo po pričakovanjih rahlo umirila, medtem ko se inflacija v skupini hrane še naprej zvišuje. Skupna inflacija bo nato v letu 2028 po pričakovanjih porasla predvsem zaradi precejšnjega zvišanja inflacije v skupini energentov, k čemur bodo prispevali javnofinančni ukrepi v zvezi s podnebnimi spremembami, zlasti uvedba sistema ETS2. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila skupna inflacija za leto 2026 popravljena za 0,7 odstotne točke navzgor predvsem zaradi inflacije v skupini energentov, za leti 2027 in 2028 pa je popravek navzgor veliko manjši zaradi inflacije v drugih skupinah razen energentov. Popravek skupne inflacije navzgor v letih 2027 in 2028 odraža zapoznel prenos večjih stroškovnih pritiskov, ki izhajajo iz višjih cen energentov, v komponento inflacije brez energentov in hrane in v komponento hrane. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih ostala nekoliko vztrajnejša, vendar se bo vseeno umirila za 0,1 odstotne točke vsako leto obdobja projekcij in bo upadla z 2,4% v letu 2025 na 2,1% v letu 2028. Popravki inflacije v skupini hrane in inflacije brez energentov in hrane navzgor deloma odražajo omejeno prilagoditev navzgor na podlagi strokovne presoje, da se zajamejo močnejši učinki prenosa višjih cen energentov, ki bi jih standardna modelska orodja lahko rahlo podcenjevala v okolju velikih energetske cenovnih šokov. Zaradi zelo visoke ravni negotovosti in močne odvisnosti od trajanja in intenzivnosti konflikta je treba osnovne projekcije razumeti kot enega od več verjetnih izidov in ne kot najverjetnejšega. Da bi ocenili tveganja, ki so jim izpostavljene osnovne projekcije, so strokovnjaki razvili dva alternativna ilustrativna scenarija, v katerih se odražajo različne predpostavke o trajanju in intenzivnosti konflikta ter njegovi transmisiji v gospodarstvo. Scenarijska analiza kaže, da bi dolgotrajnejše motnje v dobavi energentov skupaj z močnejšimi sekundarnimi učinki lahko privedle do vztrajnejših inflacijskih pritiskov v srednjeročnem obdobju.

Graf 14

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje iz marca 2026. Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2028 (projekcije). Marčne projekcije so bile dokončane 13. marca 2026, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 11. marec 2026. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

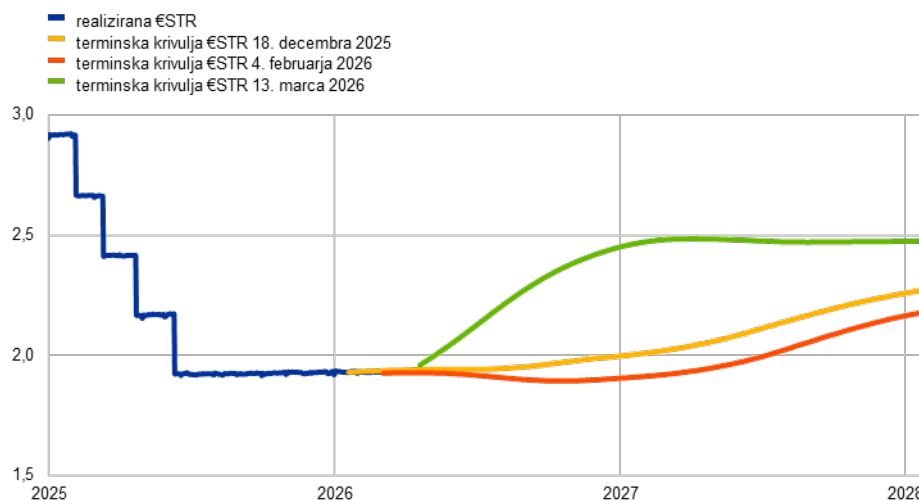
Ob koncu obravnavanega obdobja, ki je trajalo od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026, je na finančnih trgih v euroobmočju prišlo do izrazitih in volatilnih popravkov cen, ki jih je sprožil izbruh vojne na Bližnjem vzhodu konec februarja. Popravke cen sta zaznamovala strmo zvišanje cen energentov in odprodaja na delniških trgih, ki sta ju spremljali večje nadomestilo za inflacijo in pričakovanja glede naraščanja obrestnih mer. Negotovost glede obsega in trajanja konflikta je ključni dejavnik, ki vpliva na nedavna in prihodnja gibanja na trgih. Konec obravnavanega obdobja je termska krivulja netvegane eurske kratkoročne obrestne mere vračunala približno 50 bazičnih točk kumulativnega zvišanja obrestnih mer v euroobmočju do konca leta 2026. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je zvišala, razmiki v donosnosti pa so se povečali zaradi večje nenaklonjenosti tveganju, pri čemer so razlike v donosnosti med državami v euroobmočju ostale majhne. Čeprav so se delnice v euroobmočju na splošno izkazale za odporne, je bila intenzivna odprodaja po začetku vojne še posebej izrazita v sektorjih, ki so močno odvisni od energije. Zaradi negotovosti, povezane z vojno, so se povečali razmiki v donosnosti podjetniških obveznic. Na deviznih trgih je euro depreciral tako v razmerju do ameriškega dolarja (−1,9%) kot tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (−1,6%), deloma zaradi trgovinskih šokov, povezanih z energijo, ki jih je sprožila vojna na Bližnjem vzhodu.

Kratkoročne in dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišale ob večji volatilnosti zaradi izbruha vojne na Bližnjem vzhodu (graf 15). Po odločitvah Sveta ECB na seji decembra 2025 in februarja 2026, da vse tri ključne obrestne mere ECB pusti nespremenjene, je referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) ob koncu obravnavanega obdobja znašala 1,93%. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 91 milijard EUR na 2.379 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica nadaljnega krčenja portfeljev vrednostnih papirjev, ki jih ima ECB v imetju za namene denarne politike. Zelo kratkoročne termske obrestne mere so se med decembrsko in februarsko sejo Sveta ECB sprva znižale, nato pa so se ponovno zvišale zaradi večjih geopolitičnih napetosti in vse višjih svetovnih cen energentov, kar je več kot izničilo predhodni padec. Zaradi zaostrovanja konflikta na Bližnjem vzhodu so se zelo kratkoročna pričakovanja glede ključnih obrestnih mer izrazito spremenila. Najnovejša termska krivulja €STR kaže na kumulativno zvišanje obrestnih mer za 50 bazičnih točk do konca leta. Kar zadeva obdobje po letu 2027, je krivulja €STR vztrajno obrnjena navzgor zaradi visoke ravni negotovosti glede trajanja konflikta in volatilnega energetskega trga. Na splošno se je nominalna obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v obravnavanem obdobju zvišala za približno 10 bazičnih točk na 2,8%.

Graf 15

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg Finance L.P. in izračuni ECB.

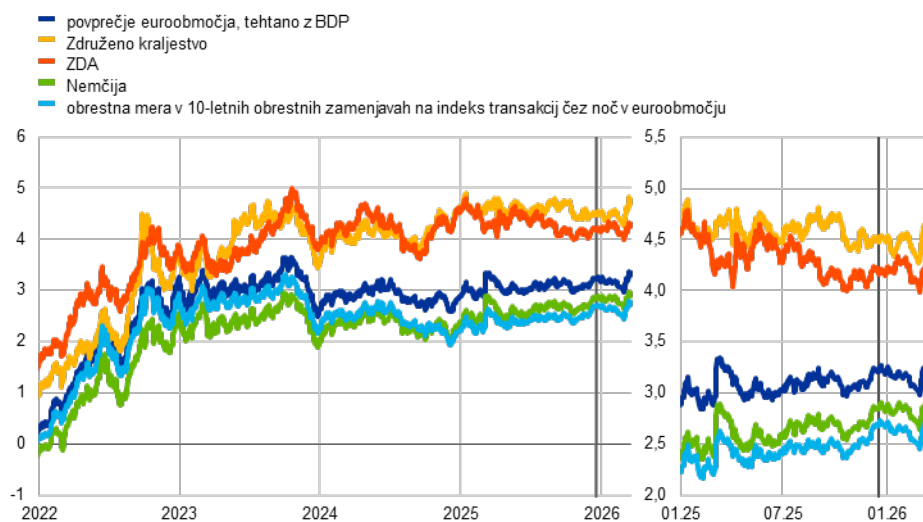
Opomba: Terminalska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je zvišala, razmiki v donosnosti pa so se zaradi večje nenaklonjenosti tveganju proti koncu obravnavanega obdobja nekoliko povečali (grafa 16 in 17). Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je v obravnavanem obdobju zvišala za okoli 15 bazičnih točk in ob koncu obdobja znašala približno 3,3%. Na začetku obravnavanega obdobja je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja na splošno sledila gibanjem netveganih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (graf 17). Po začetku vojne na Bližnjem vzhodu se je razmik glede na netvegano obrestno mero v večini držav euroobmočja povečal, medtem ko se je v Nemčiji nekoliko zmanjšal, kar je bila posledica preusmerjanja k varnim oblikam naložb. Kljub temu je bila razpršenost donosnosti, merjena s presečnim standardnim odklonom donosnosti državnih obveznic, še naprej blizu razmeroma nizkih ravni pred svetovno finančno krizo. V ZDA se je donosnost 10-letnih državnih obveznic povečala za približno 15 bazičnih točk in ob koncu obravnavanega obdobja znašala 4,3%, kar je skladno s širšim globalnim prevrednotenjem državnih obveznic, ki so ga sprožile večje geopolitične napetosti.

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)



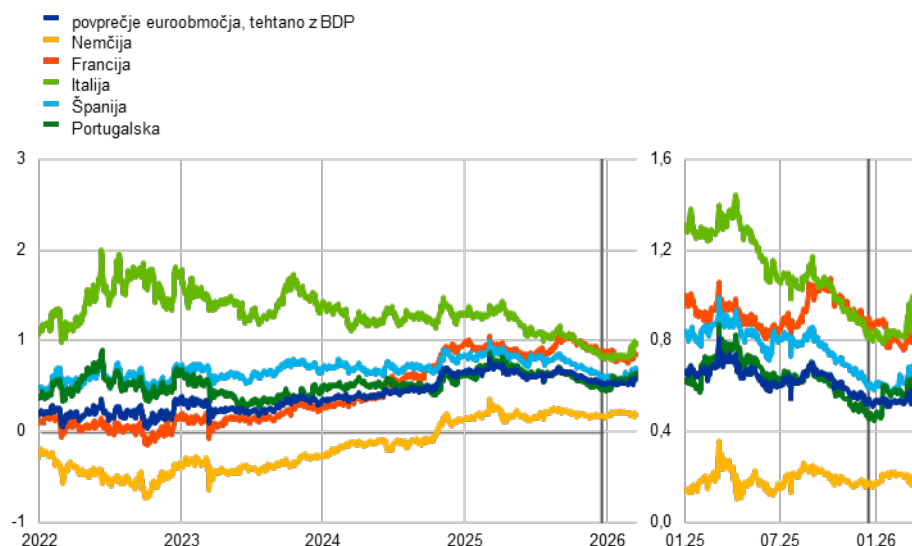
Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (18. december 2025). Zadnji podatki se nanašajo na 18. marec 2026.

Graf 17

Razmiki v donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v 10-letnih 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 (18. december 2025). Zadnji podatki se nanašajo na 18. marec 2026.

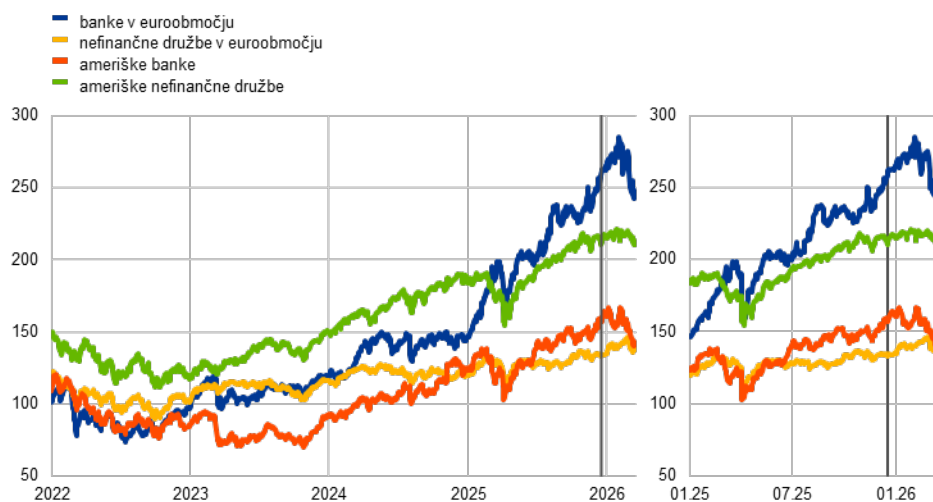
Zaradi večje nenaklonjenosti tveganju po začetku vojne je prišlo do velike odprodaje delnic v euroobmočju, kar je v veliki meri izničilo znatno rast na začetku obravnavanega obdobja (graf 18). Delniški indeksi v euroobmočju so se na splošno izkazali za odporne, pri čemer se je podindeks nefinančnih družb zvišal

za 0,8%. Nasprotno so delnice bank padle za 5,2% ob izravnavi krivulje donosnosti. V ZDA se je širši delniški indeks znižal za 2,3%, pri čemer sta indeks nefinančnih družb in indeks bank padla za 1,6% oziroma 9,6%. Na začetku obravnavanega obdobja se je zaradi zaskrbljenosti glede previsokih vrednotenj podjetij, ki se v ZDA ukvarjajo z umetno inteligenco, oslabilo sogibanje med delniškimi trgi v ZDA in euroobmočju, pri čemer so tečaji delnic v euroobmočju presegli tečaje delnic v ZDA. Izbruh vojne na Bližnjem vzhodu je povzročil večjo volatilnost na trgih in manjšo nagnjenost k prevzemanju tveganj, kar je sprožilo intenzivno odprodajo na trgih na obeh straneh Atlantika. Delnice euroobmočja so bile zaradi večje odvisnosti euroobmočja od uvoza energentov bolj prizadete kot ameriške delnice.

Graf 18

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 2. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (18. december 2025). Zadnji podatki se nanašajo na 18. marec 2026.

Na trgih podjetniških obveznic so bili na začetku obravnavanega obdobja razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda in visoko donosnih obveznic v euroobmočju še vedno majhni, medtem ko so se po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu nekoliko povečali. Čeprav se je splošna nagnjenost k prevzemanju tveganj po izbruhu konflikta poslabšala, kar je prispevalo k širšim razmikom v donosnosti podjetniških obveznic proti koncu obravnavanega obdobja, je ostala stabilna. Najbolj izrazito se je razmik povečal v segmentu visoko donosnih obveznic v euroobmočju, kjer je povečanje znašalo približno 30 bazičnih točk. Hkrati so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda nefinančnih družb in finančnih družb zvišali za približno 10 bazičnih točk.

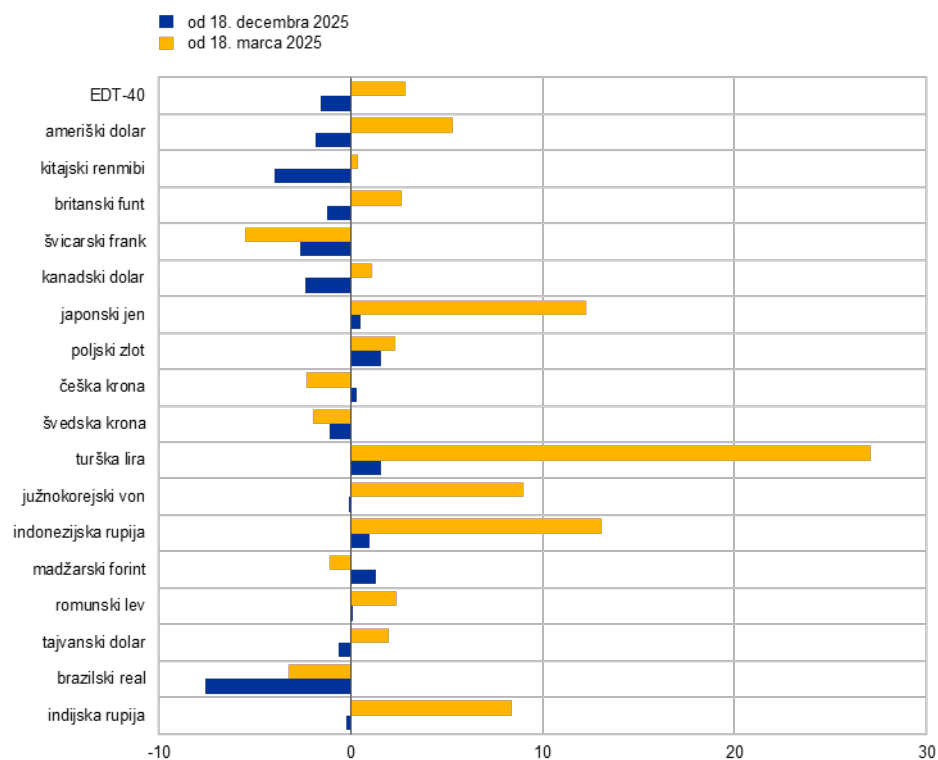
Na deviznih trgih je euro oslabil v primerjavi z ameriškim dolarjem in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (graf 19). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 40 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 1,6%. Padec je odraz oslabitve eura v razmerju do valut mnogih najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Zlasti je euro depreciral v razmerju do ameriškega dolarja (−1,9%), in sicer na raven

1,15 USD za euro. V januarju 2026 je euro sprva zrasel, pozneje pa je oslabil zaradi splošne okrepitve ameriškega dolarja ob povečanih geopolitičnih napetostih in zaskrbljenosti, povezani z energijo, ki jo je povzročila vojna na Bližnjem vzhodu. Euro je depreciriral tudi v primerjavi s kitajskim renminbijem (-4,0%), ki se je postopoma krepil skozi celotno obravnavano obdobje in deloma izničil predhodno pridobljeno vrednost eura v začetku leta 2025. Euro je izgubil vrednost tudi v razmerju do britanskega funta (-1,2%), švicarskega franka (-2,6%) in brazilskega reala (-7,6%), kar odraža vse večjo negotovost zaradi vojne na Bližnjem vzhodu. Nasprotno je euro ostal večinoma stabilen v primerjavi z japonskim jenom (+0,5%) ter apreciiral v razmerju do poljskega zlot (+1,6%) in turške lire (+1,5%).

Graf 19

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: EDT-40 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 40 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 18. marca 2026.

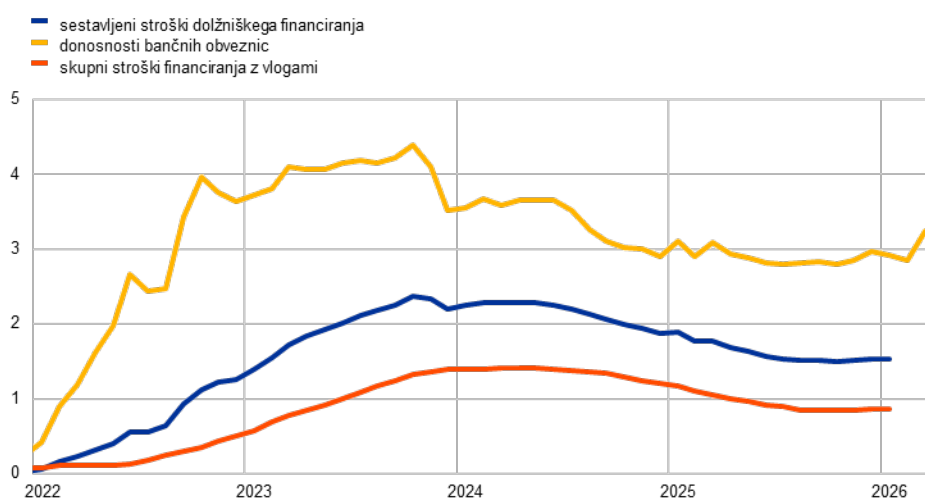
Pogoji financiranja za podjetja in gospodinjstva so bili do januarja 2026 večinoma stabilni, vendar so se od zadnje seje Sveta ECB po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu zaostri. Januarja so bančne obrestne mere za posojila podjetjem ostale na ravni 3,6%, medtem ko se je povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila rahlo zvišala na 3,4%. Rast posojil podjetjem se je nekoliko zmanjšala, rast posojil gospodinjstvom pa je ostala nespremenjena. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je povišala na 3,3%. V obravnavanem obdobju od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 so se stroški tržnega dolžniškega in lastniškega financiranja za nefinančne družbe povečali, porasla pa je tudi donosnost obveznic.

Stroški bančnega financiranja so do januarja 2026 večinoma ostali nespremenjeni, medtem ko se je v začetku marca donosnost bančnih obveznic strmo povečala. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so znašali 1,5% in na tej ravni vztrajajo od julija 2025 (graf 20). Donosnost bančnih obveznic je bila januarja stabilna in se od začetka leta 2025 giblje okrog 3%. Toda začasni podatki, ki so na voljo do 18. marca 2026, kažejo, da se je po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu 28. februarja močno povečala (za približno 40 bazičnih točk) ter bo verjetno povzročila nadaljnje pritiske na rast stroškov bančnega financiranja. Sestavljena obrestna mera za vloge je ostala stabilna in je januarja znašala 0,9%. Obrestne mere za vloge čez noč in vloge na odpoklic z odpovednim rokom ter medbančne obrestne mere se skoraj niso spremenile, medtem ko so se obrestne mere za vezane vloge podjetij rahlo znižale.

Graf 20

Skupni stroški bančnega financiranja v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški dolžniškega financiranja so povprečje bančnih stroškov novo sklenjenih vlog čez noč, vlog na odpoklic z odpovednim rokom, vezanih vlog, obveznic in medbančnih posojil, tehtano s stanjem. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2026 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja in skupnih stroških vlog ter na 18. marec 2026 pri donosnosti bančnih obveznic.

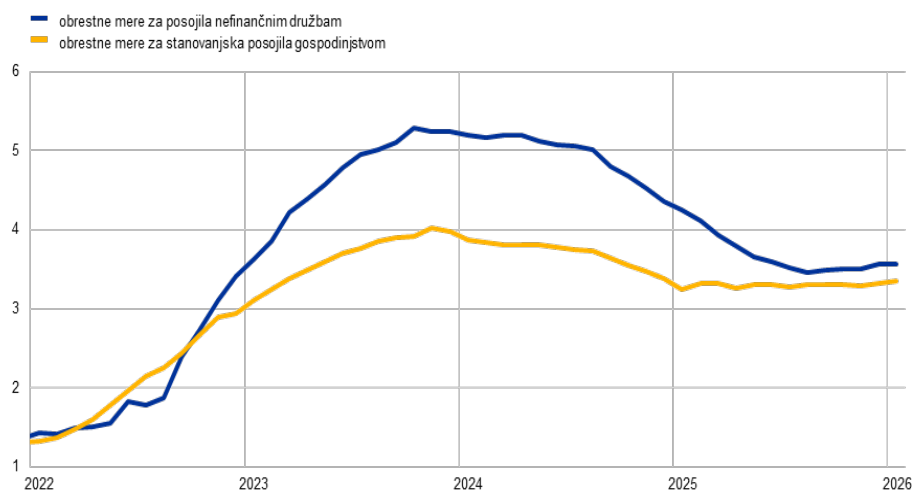
Obrestne mere bank za posojila podjetjem so bile januarja stabilne, medtem ko so se za posojila gospodinjstvom nekoliko zvišale (graf 21). Stroški bančnih

posojil nefinančnim družbam so bili januarja nespremenjeni, tj. 3,6%, kar je približno 1,7 odstotne točke manj kot oktobra 2023, ko so bili najvišji. Slika v obdobjih fiksiranja obrestne mere je mešana: obrestne mere za kratkoročna posojila (do enega leta) so se nekoliko znižale, obrestne mere za posojila s srednjimi obdobji fiksne obrestne mere (med enim in petimi leti) pa so rahlo narasle. Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem se ni spremenil in je bil blizu zgodovinsko najnižjih vrednosti. Stroški najemanja stanovanjskih posojil za gospodinjstva so se z decembrskih 3,3% v januarju malenkostno zvišali na 3,4%, kar je približno 70 bazičnih točk nižje od najvišje vrednosti novembra 2023. V vseh obdobjih fiksiranja obrestne mere je bilo to posledica obrestnih mer za dolgoročna hipotekarna posojila (nad pet let), medtem ko so obrestne mere za kratkoročna hipotekarna posojila (do enega leta) zabeležile manjši upad.

Graf 21

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



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 januar 2026.

V obravnavanem obdobju od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja povečali.

Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, so januarja tretji mesec zapored ostali nespremenjeni, tj. 5,8% (graf 22).¹² Nižje stroške tržnega dolžniškega financiranja je izravnalo rahlo povečanje stroškov dolgoročnega zadolževanja pri bankah, vse druge komponente pa so ostale tako rekoč nespremenjene. Dnevni podatki za obdobje od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 kažejo, da so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja povečali. Rast odraža povečanje razponov podjetniških obveznic – zlasti v sektorju visoko donosnih obveznic – in višjo premijo za tveganje

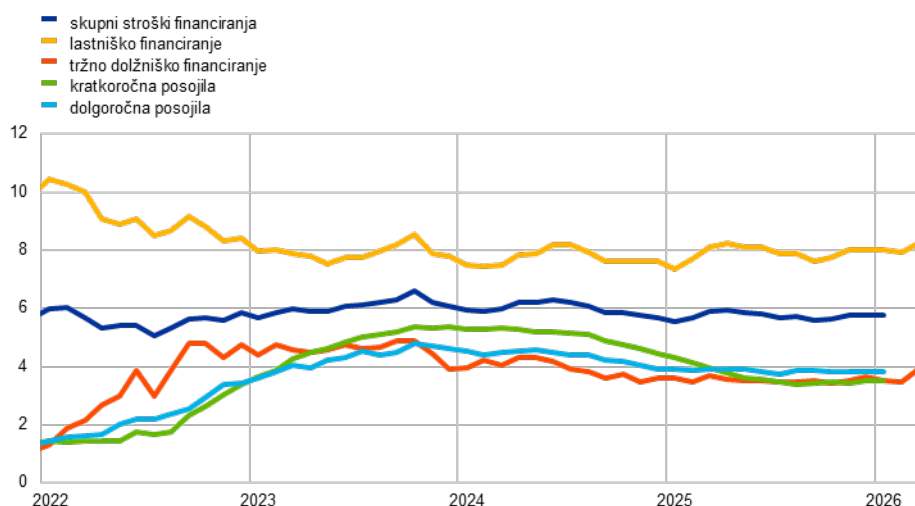
¹² Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do januarja 2026.

lastniškega kapitala. Netvegane obrestne mere so se zvišale pri vseh ročnostih, najbolj opazno pri krajših, ob splošni volatilnosti znotraj obdobja.

Graf 22

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca), tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na 18. marec 2026 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na januar 2026 pri skupnih stroških financiranja ter stroških dolgoročnih in kratkoročnih posojil (mesečni podatki).

Rast posojil podjetjem se je januarja nekoliko zmanjšala, rast posojil gospodinjstvom pa je ostala nespremenjena (graf 23).

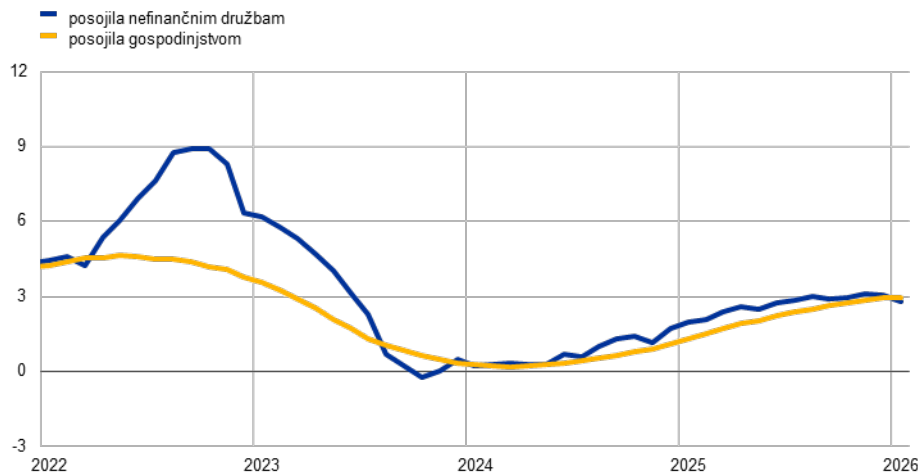
Medletna stopnja rasti bančnih posojil nefinančnim družbam se je januarja skrčila na 2,8%, kar je manj kot 3,0% decembra in precej pod 4,3-odstotnim zgodovinskim povprečjem od leta 1999. To je odtehtalo večje izdajanje podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev, saj se je medletna stopnja rasti povečala s 3,5% v decembru na 4,0%. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je januarja ostala nespremenjena na ravni 3,0%, kar je precej pod 4,1-odstotnim zgodovinskim povprečjem. K rasti posojil gospodinjstvom je prispevala predvsem rast hipotekarnih in potrošniških posojil, medtem ko so druge oblike kreditiranja gospodinjstev, vključno s posojili samostojnim podjetnikom, ostale umirjene. Skromen porast posojil podjetjem in gospodinjstvom odraža več dejavnikov, med drugim večjo negotovost glede gospodarskih obetov in majhno nagnjenost bank k prevzemanju tveganj ob okrepljenih geopolitičnih tveganjih.¹³

¹³ Glej Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P. Mendicino, C., Skoblar, A. in Velasco, S., »More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe«, *Blog ECB*, 2. oktober 2025.

Graf 23

Posojila DFI v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

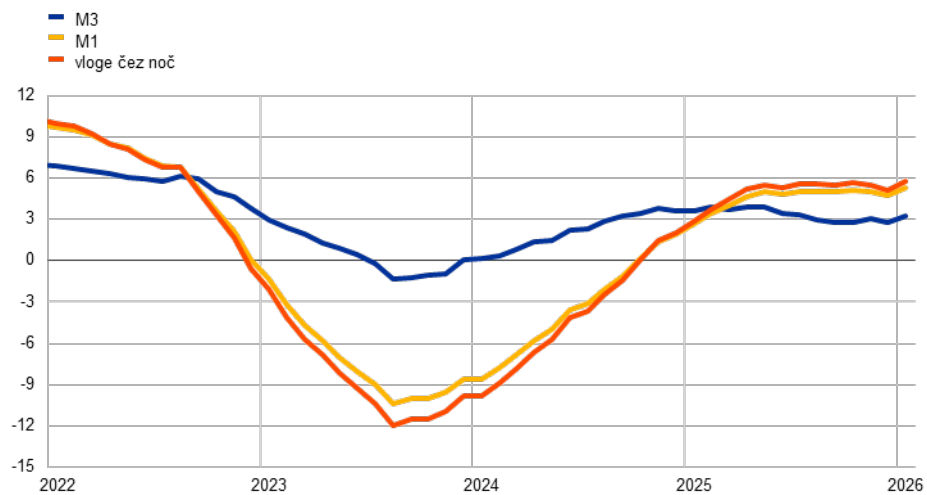
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidežno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2026.

Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je januarja povečala, kar odraža okrepitev tujih prilivov v euroobmočje (graf 24). Od decembra do januarja se je povišala z 2,8% na 3,3%, vendar je ostala precej pod dolgoročnim povprečjem, ki znaša 6,1%. Z vidika komponent v agregatu je izboljšanje rasti denarja mogoče pojasniti z večjo naklonjenostjo likvidnim sredstvom, zlasti med nebančnimi finančnimi posredniki. To je bilo razvidno iz povečanja medletne stopnje rasti ozkega denarja (agregata M1) – ki zajema najbolj likvidna sredstva, in sicer gotovino v obtoku in vloge čez noč – s 4,7% decembra na 5,3% januarja. Kar zadeva protipostavke agregata M3, je bil trend predvsem posledica okrevanja neto denarnih prilivov iz tujine in povečanja bančnih nakupov (kratkoročnejših) državnih obveznic. Nasprotno pa je Eurosistemova bilanca stanja še naprej zavirala rast agregata M3, saj Eurosistem ni več ponovno investiral plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji.

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 januar 2026.

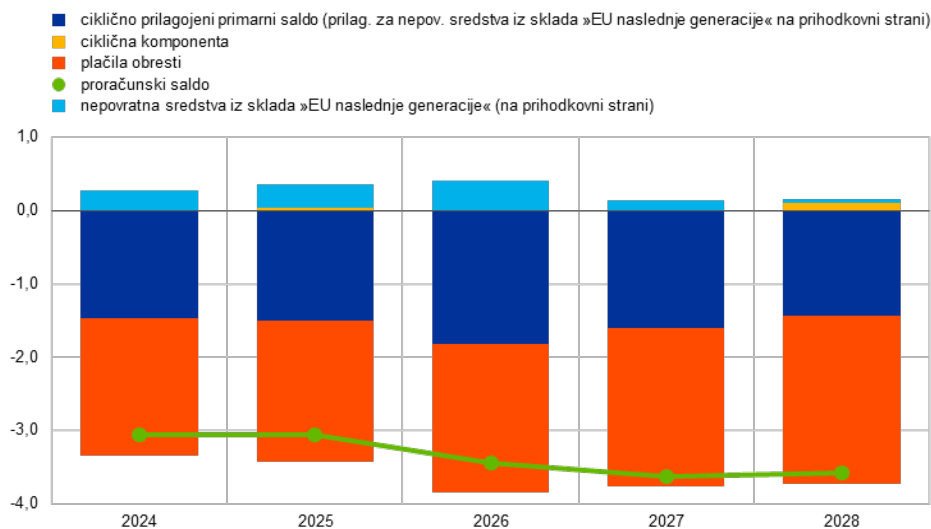
Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2026 naj bi javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju ostal nespremenjen na ravni 3,1% BDP v letu 2025, nato pa naj bi se v letih 2027 in 2028 predvidoma povečal na 3,6%. Predvidoma bo naravnost javnofinančne politike v euroobmočju po rahlem popuščanju leta 2025 letos še bolj ohlapna in se nekoliko zaostila v letih 2027–2028. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih povečal s 87,5% v letu 2025 na 89,5% v letu 2028. Krepitev gospodarstva v euroobmočju ob ohranjanju zdravih javnih financ je še vedno ključnega pomena. V sedanjem geopolitičnem okolju bi morale vlade dajati prednost vzdržnim javnim financam, strateškim naložbam in strukturnim reformam, ki pospešujejo gospodarsko rast. Morebitni javnofinančni odzivi na energetske cenovni šok, ki ga je sprožila vojna na Bližnjem vzhodu, bi morali biti začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni. Obstoječa energetska kriza izpostavlja nujnost nadaljnjega zmanjšanja odvisnosti od fosilnih goriv.

Strokovnjaki ECB v makroekonomskih projekcijah iz marca 2026 napovedujejo, da bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju leta 2025 nespremenjen na ravni 3,1% BDP in da bo do leta 2027 narasel na 3,6% ter ostal na tej ravni do leta 2028 (graf 25).¹⁴ V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2025 je bilo gibanje proračunskega salda popravljeno navzgor za celotno obdobje projekcij. Popravki odražajo predvsem poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda, ki ga je povzročila prilagoditev pokojnin in drugih izdatkov navzgor zaradi višje inflacije, ki je posledica konflikta na Bližnjem vzhodu. Povečanje primanjkljaja je zlasti posledica naraščanja razmerja med plačili obresti in BDP (za okoli 0,4 odstotne točke v obdobju projekcij), ki mu je sledilo poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda, kar le nekoliko izravna izboljšanje ciklične komponente ob koncu obdobja projekcij. K povečanju plačil obresti je prispeval prenos preteklih dvigov obrestnih mer, ki pa zaradi dolge preostale zapadlosti obstoječega državnega dolga poteka počasi. Poleg tega se bo z iztekom financiranja v okviru programa »EU naslednje generacije« končal tok skupno financiranih nepovratnih sredstev, ki so jih prejele države članice EU, medtem ko se bodo nekatere naložbe, povezane s prej izplačanimi sredstvi, še vedno izvajale.

¹⁴ Glej »[Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2026](#)«, objavljene 19. marca 2026 na spletnem mestu ECB.

Graf 25**Proračunski saldo in komponente**

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2026.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 21 državah euroobmočja.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po rahlem popuščanju leta 2025 v letošnjem letu predvidoma še bolj ohlapna in se v letih 2027–2028 nekoliko zaostrila.¹⁵ Na podlagi ocenjene letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojenega za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da je javnofinančna politika v euroobmočju leta 2025 rahlo popustila (za -0,1 odstotne točke BDP). Predvideno popuščanje v letu 2026 je predvsem posledica večjih javnih naložb in fiskalnih transferjev. Povečanje investicij je predvsem odraz visokih izdatkov za obrambo in infrastrukturo v Nemčiji (pa tudi v nekaterih drugih manjših državah) ter v manjši meri naložb, financiranih iz sklada »EU naslednje generacije«. V letih 2027 in 2028 naj bi konsolidacijo v številnih državah, med drugim v Španiji, Franciji in Italiji, ter iztek financiranja iz sklada »EU naslednje generacije« odtehtale spodbude, zlasti v Nemčiji.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih povečal s 87,5% v letu 2025 na 89,5% v letu 2028 (graf 26). Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih povečal, saj vztrajni primarni primanjkljaj ter pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom odtehtata ugodno razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki se sicer zmanjšuje. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bilo gibanje javnega dolga popravljen

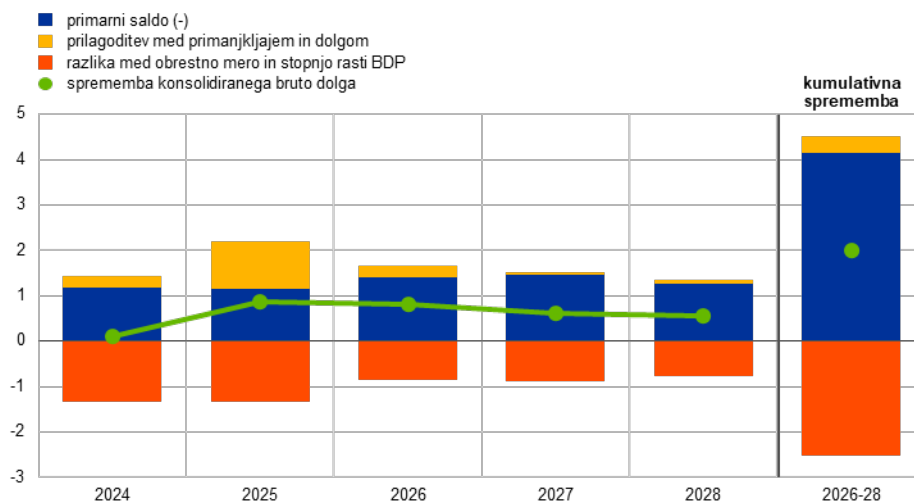
¹⁵ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba razmerja med ciklično prilagojenim primarnim saldov in BDP brez državne podpore finančnemu 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, 2016.

navzgor zaradi večjega kumulativnega primarnega primanjkljaja in manj ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Graf 26

Gonila sprememb deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP

(v odstotnih točkah)



Viri: izračuni ECB in makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2026.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 21 državah euroobmočja.

Krepitev gospodarstva v euroobmočju ob ohranjanju zdravih javnih financ je še vedno ključnega pomena. V sedanjem geopolitičnem okolju bi morale vlade dajati prednost vzdržnim javnim financam, strateškim naložbam in strukturnim reformam, ki pospešujejo gospodarsko rast. Nujno je treba sprostiti celoten potencial enotnega trga. Prav tako je pomembno, da se po ambicioznem časovnem načrtu spodbuja večja integracija kapitalskih trgov z dokončanjem unije prihrankov in naložb ter bančne unije in da se hitro sprejme uredba o uvedbi digitalnega eura. Morebitni javnofinančni odzivi na energetske cenovni šok, ki ga je sprožila vojna na Bližnjem vzhodu, bi morali biti začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni. Obstoječa energetska kriza izupostavlja nujnost nadaljnjega zmanjšanja odvisnosti od fosilnih goriv.

Okvirji

1 Kdo plača stroške višjih ameriških carin?

Pripravili Stefan Schaefer, Lisa Gerland in Marcel Tirpák

Razumevanje vpliva carin na inflacijo je zapletena naloga, saj je treba analizirati odzive v cenovni verigi, skupaj z odzivi izvoznikov, distributerjev, proizvajalcev in maloprodajnih trgovcev. Domača podjetja se lahko v različnih fazah cenovne verige na napovedi carin odzovejo s povečanjem zalog pred uvedbo carin, z uvažanjem iz držav, za katere veljajo nižje carine, namesto iz držav, za katere veljajo višje carine (preusmerjanje trgovine), ter s prilagajanjem cen svojih proizvodov, da upoštevajo vpliv carin. Takšna analiza je še toliko bolj zapletena zaradi tečajnih nihanj in dejstva, da je blago, ki je v času uvedbe carin v tranzitu, carin oproščeno. V tem okvirju ocenjujemo vpliv nedavno uvedenih ameriških carin na cene proizvodov, ki jih izvozniki dostavljajo v ZDA, in preučujemo do zdaj ugotovljene razlike v oblikovanju cen izvoznikov med državami in sektorji. Kaže, da stroški carin večinoma bremenijo ameriška podjetja in potrošnike, le 5% stroškov pa krijejo tuja podjetja.

Po vrsti dvigov carin, ki so jih uvedle ZDA, padajo tako cene (brez upoštevanja carin) kot količine uvoženega blaga v ZDA. Od januarja do novembra 2025 se je napovedana zakonska efektivna carinska stopnja znatno povečala, in sicer s 3% na več kot 18%.¹ Medletna sprememba cen blaga, uvoženega v ZDA, merjena kot vrednost na enoto uvoženega blaga in brez carin, je od aprila rahlo negativna. Obseg uvoženega blaga se je močno zmanjšal. Vendar obstajajo razlike v obsegu prilagoditev cen in količin med glavnimi trgovinskimi partnericami, za katere so bile uvedene višje carine, kot so Kitajska, Kanada, Mehika in EU. Te razlike bi bile lahko odraz variacij v stopnjah in obsegu carin, sprememb v sestavi uvoza ter dinamike posameznih držav.

Izvozniki v ZDA prevzemajo le majhen delež višjih stroškov, povezanih z višjimi carinami. Agregatno vrednosti na enoto uvoženega blaga brez upoštevanja carin beležijo količnik prenosa, ki v povprečju znaša 0,95 (graf A, slika a).² Iz tega sledi, da 10-odstotno zvišanje carin pomeni le 9,5-odstotno zvišanje cen. Uvozniki

¹ Zakonsko določena in dejanska efektivna carinska stopnja se razlikujeta. Zakonsko določena efektivna carinska stopnja se izračuna na podlagi objavljenih carin in trgovinske strukture, ki je običajno fiksna, medtem ko je efektivna carinska stopnja izpeljana iz carinskih podatkov in je praviloma nižja. Svetovna trgovinska organizacija v sledilniku carin poroča, da je zakonsko določena efektivna carinska stopnja za blago v ZDA novembra 2025 znašala 18,2%, medtem ko je bila dejanska efektivna carinska stopnja za blago v istem mesecu 9,8%. V ekonomski analizi se kot pojasnjevalna spremenljivka običajno uporablja zakonsko določena efektivna carinska stopnja, saj se šteje, da je datum začetka veljavnosti bolj relevanten kot podatki iz carinskih poročil, ki pogosto niso povsem aktualni zaradi zamikov pri poročanju in endogene pristranskosti, ki jo povzročajo spremembe v obsegu trgovine zaradi carin.

² Agregatni učinki so zajeti s časovnimi fiksnimi učinki, medtem ko se značilnosti na ravni proizvodov kontrolirajo z vključitvijo fiksnih učinkov za posamezne proizvode po vzoru Amiti et al. (2019). Učinek carin se določi glede na skupno gibanje odvisne cenovne spremenljivke kot odziv na spremembe carin za vse proizvode skozi čas.

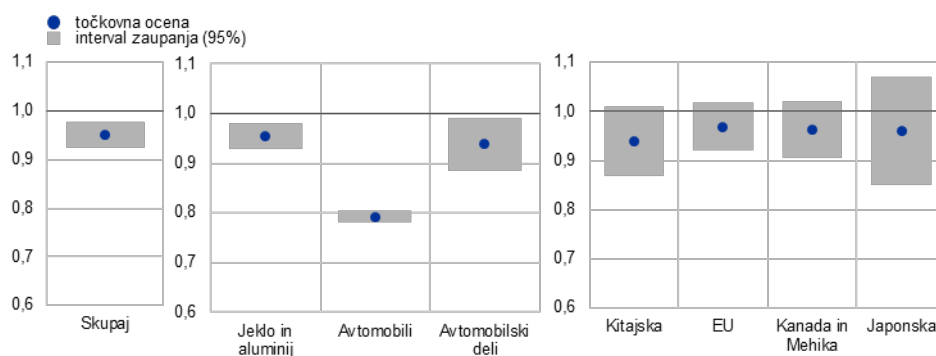
torej prevzemajo le majhen delež povišanih carin.³ Količnik prenosa je pri nekaterih sektorjih znatno nižji.⁴ Vseeno med glavnimi trgovinskimi partnericami ni opaziti pomembnih razlik v ocenjenem prenosu učinka carin.

Graf A

Vpliv carin na vrednost na enoto uvoženega blaga in obseg uvoženega blaga

a) Vrednosti na enoto uvoženega blaga

(elastičnost; popoln prenos = 1)

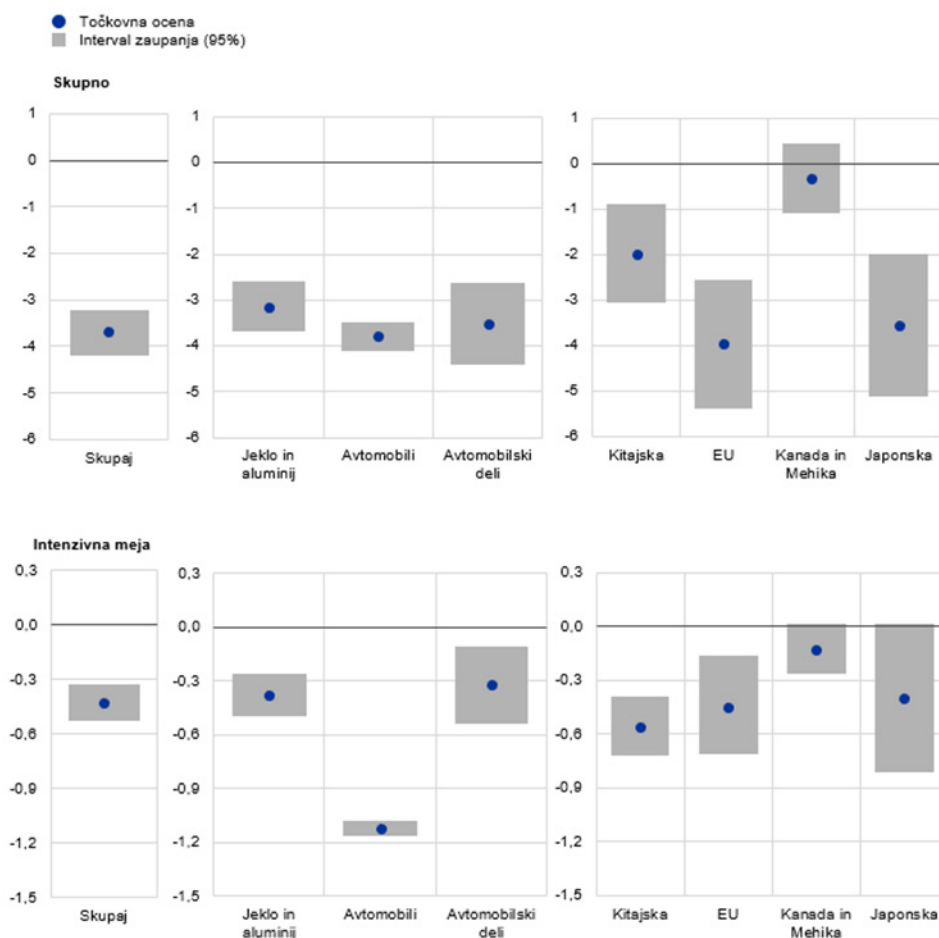


³ Ta ugotovitev je večinoma skladna s podatki iz let 2018 in 2019, kot je dokumentirano v Amiti et al. (2019). Poleg tega se ujema tudi z razpoložljivimi ocenami trenutnih carin (Hinz et al., 2026), ki kažejo, da imajo ZDA kratkoročno omejeno pogajalsko moč glede trgovinske menjave s svetovnimi dobavitelji. Amiti et al. (2026) poroča o podobnem prenosu učinka carin (elastičnost) v višini 0,94 za obdobje od januarja do avgusta 2025 ter ugotavlja, da se je novembra zmanjšal na 0,86.

⁴ Ameriška administracija se je najprej usmerila v jeklo in aluminij ter avtomobile in avtomobilске dele z uvedbo visokih carin v razponu od 25% do 50%, z redkimi izjemami.

b) Obseg uvoženega blaga

(elastičnost)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Ocene temeljijo na panelni regresijski analizi vrednosti uvoza za šestmestne kategorije proizvodov iz harmoniziranega sistema (HS6), skladno z metodologijo iz Amiti et al. (2019). Ocenjeno na vzorcu od januarja 2024 do oktobra 2025. V zgornjem delu slike b so prikazane ocene agregatne elastičnosti (ekstenzivna in intenzivna meja), pridobljene z regresijo, kjer se kategorije proizvodov, vključno s tistimi, za katere se uporabljajo višje carine, v ZDA ne uvažajo več. Spodnji del slike b prikazuje ocene, pridobljene z regresijo za tiste kategorije proizvodov, s katerimi se še vedno trguje ob upoštevanju carin.

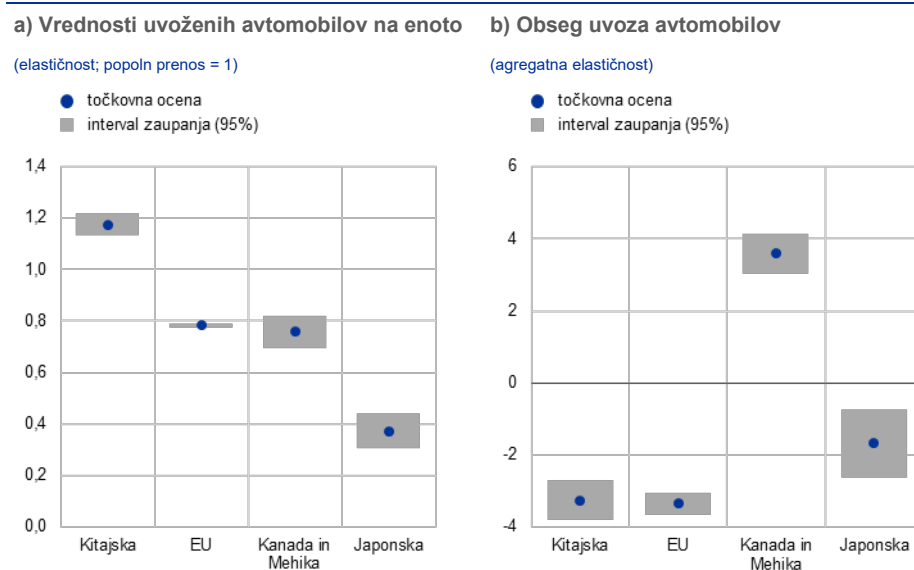
Ocenjeni vpliv carin na obseg uvoza je velik. Agregatna elastičnost uvoza za vse kategorije proizvodov po ocenah znaša $-3,7$. To pomeni, da bi 10-odstotno zvišanje carin povzročilo 37-odstotni padec obsega uvoza. Če pa se osredotočimo samo na tiste kategorije proizvodov, s katerimi se še vedno trguje ob upoštevanju carin, je ocenjeni količnik precej manjši, tj. $-0,43$, vendar ostaja ekonomsko pomemben. To pomeni, da bi 10-odstotno zvišanje carin povzročilo zmanjšanje obsega uvoza za 4,3%. Razlika v oceni elastičnosti obsega uvoza kaže, da je zmanjšanje v veliki meri povezano s proizvodi, s katerimi se zaradi carin ne trguje več – kar pomeni prilagoditev prek ekstenzivne meje (graf A, slika b, zgornji graf). Vendar je precej manjši tudi obseg proizvodov, s katerimi se še vedno trguje ob upoštevanju carin (prilagoditev trgovine prek intenzivne meje; graf A, slika b, spodnji graf).

Če podrobneje pogledamo avtomobilski sektor, lahko ugotovimo, da so carine povzročile pomembne spremembe v trgovinski strukturi, zlasti znotraj regionalnih dobavnih verig. Rezultati v avtomobilskem sektorju kažejo na jasno ločevanje ZDA od Kitajske in EU v korist Kanade in Mehike (graf B). Skokovit porast

uvoza avtomobilov iz Kanade in Mehike odraža krepitev obstoječih trgovinskih odnosov.⁵ To je v izrazitem nasprotju z rezultati za EU in Japonsko, kjer sta bila zabeležena tako padec vrednosti izvoženih avtomobilov na enoto uvoženega blaga kot tudi veliko zmanjšanje količine proizvodov, ki se še vedno izvažajo v ZDA ob upoštevanju carin.⁶

Graf B

Vpliv carin na vrednost na enoto uvoženega blaga in obseg uvoza avtomobilov v ZDA



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Ocene temeljijo na panelni regresijski analizi vrednosti uvoza za šestmestne kategorije proizvodov iz harmoniziranega sistema (HS6), skladno z metodologijo iz Amili et al. (2019). Ocenjeno na vzorcu od januarja 2024 do oktobra 2025.

Medtem ko carine povzročajo geografsko preoblikovanje trgovinskih odnosov z ZDA, večino stroškov nosijo domači uvozniki in potrošniki. Ugotavljamo, da se stroški, povezani z višjimi carinami, prenašajo po cenovni verigi, pri čemer potrošniki trenutno nosijo približno tretjino bremena carin (graf C). Če bi višje carine ostale v veljavi dlje, se bo glede na razpoložljive podatke iz anket ameriških podjetij večji del stroškov, povezanih s carinami, prenesel na potrošnike. Dolgoročno bi se ta delež lahko povečal na več kot polovico, saj bodo ameriška podjetja izčrpala svojo sposobnost absorpiranja stroškov. Če bodo izvozniki še naprej absorbirali carine v omejenem obsegu, kot je navedeno zgoraj, bodo ameriška podjetja dolgoročno prevzela približno 40% stroškov višjih carin.

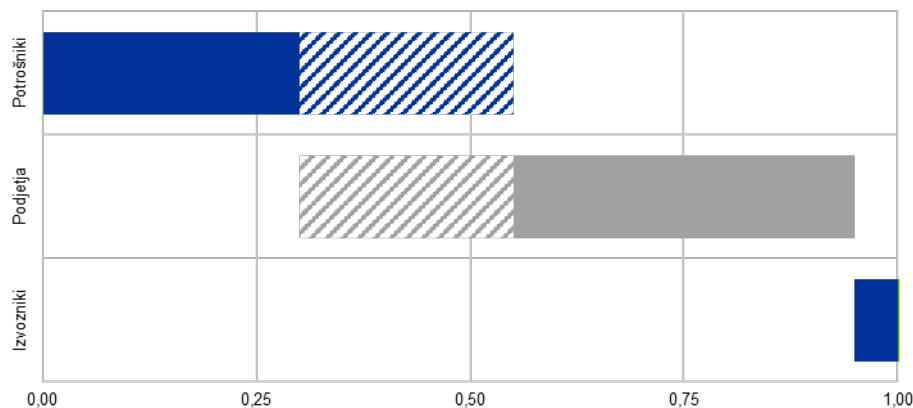
⁵ Morda je k temu prispevala preusmeritev kitajskega izvoza avtomobilov prek teh držav, čeprav nedavne analize kažejo, da bi kitajski izvoz utegnil biti preusmerjen prek držav Združenja držav jugovzhodne Azije. Za več podrobnosti glej Le Roux in Spital (2026).

⁶ Ocenjena elastičnost obsega trgovine na intenzivni meji znaša 0,84 za Kanado in Mehiko ter -1,26 za EU.

Graf C

Porazdelitev stroškov zaradi carin po cenovni verigi

(ocene količnika)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje porazdelitev stroškov carin po cenovni verigi na podlagi empiričnih analiz, v katerih so bili uporabljeni podatki, ki so bili na voljo do avgusta 2025 (temno modra barva). Sivi stolpci ponazarjajo preostale pripisane deleže, pri čemer črtkani deli označujejo rezultate ankete iz Andrade et al. (2025), iz katerih je razvidno, da se v primeru dolgotrajnejših carin prenos njihovega učinka na potrošnike poveča na 0,55. Ta vrednost izhaja iz panelne regresije carin na elemente izdatkov za osebno potrošnjo, medtem ko vrednost za izvoznike temelji na panelni regresijski analizi vrednosti uvoza za šestmestne kategorije proizvodov iz harmoniziranega sistema (HS6) v skladu z metodologijo iz Amiti et al. (2019). Izraz »podjetja« se nanaša na distributerje, proizvajalce in maloprodajne trgovce.

Viri

Amiti, M., Redding, S. J. in Weinstein, D. E. (2019), »[The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#)«, *Journal of Economic Perspectives*, zvezek 33, št. 4, str. 187–210.

Amiti, M., Flanagan, C., Heise, S. in Weinstein, D. E. (2026), »[Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?](#)«, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12. februar.

Andrade, P., Dietrich, A. M., Leer, J., Lin, X., Schoenle, R. S., Tang, J. in Zakrajšek, E. (2025), »[Who Will Pay for Tariffs? Businesses' Expectations about Costs and Prices](#)«, *Current Policy Perspectives*, št. 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29. september.

Hinz, J., Lohmann, A., Mahlkow, H. in Vorwig, A. (2026), »[America's Own Goal: Who Pays the Tariffs?](#)«, *Kiel Policy Brief*, št. 201, Kiel Institute for the World Economy.

Le Roux, J. in Spital, T. (2026), »[Global trade redirection: tracking the role of trade diversion from US tariffs in Chinese export developments](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB.

Sprostitev trgovinskega potenciala: prednosti izboljšanja čezmejnih plačil

Pripravili Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard in Olga Triay Bagur

Mednarodna trgovina brez čezmejnih plačil ni mogoča. Plačilni sistemi so hrbtenica finančne infrastrukture – ključna »napeljava«, ki omogoča delovanje sodobnih gospodarstev tako, da zagotavlja kliring in poravnavo mednarodnih transakcij. V tem okvirju ocenjujemo gospodarske prednosti tehnoloških inovacij pri čezmejnih plačilih, in sicer na primeru povezovanja sistemov hitrih plačil med državami.

Marsikatera obstoječa čezmejna plačila so še vedno počasna in draga. Večina mednarodnih plačil temelji na korespondenčnih bankah – globalnem omrežju, ki za lokalne banke brez tujih računov obdeluje čezmejne transakcije.¹ Plačila se pogosto izvajajo prek več posrednikov, zato so draga in potekajo počasi, saj vključujejo provizije, pretvorbe valut in operativna trenja med različnimi državami. Na primer pri skoraj tretjini čezmejnih plačil stroški presegajo 3% zneska transakcije, povprečno pa se le 40% mednarodnih poslovnih transakcij med podjetji poravna v enem delovnem dnevu (graf A).² Poleg tega se je v svetovnem merilu obseg zagotavljanja storitev korespondenčnega bančništva skrčil za 20% v primerjavi s sredino prvega desetletja tega stoletja, kar je povzročilo povečanje stroškov pošiljanja denarja prek meja in v nekaterih primerih popolno opustitev nekaterih plačilnih poti (stabilnih plačilnih povezav med pari držav).³

¹ Glej Rice et al. (2020).

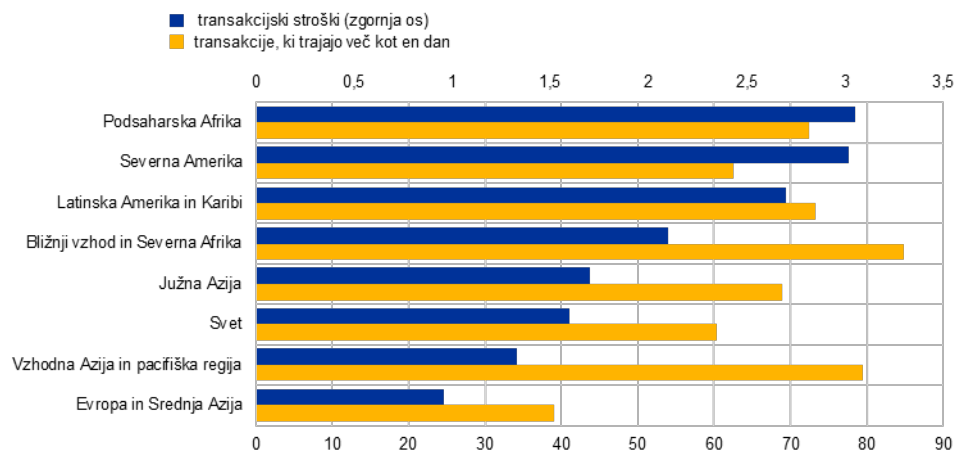
² Glej Odbor za finančno stabilnost (2025).

³ Upad korespondenčnega bančništva je posledica kombinacije dejavnikov, med katerimi so višji stroški zagotavljanja skladnosti, geopolitična tveganja in naraščajoči operativni stroški. Rice et al. (2020) vsebuje anketne podatke o pomenu posameznih dejavnikov.

Graf A

Stroški in hitrost čezmejnih transakcij po regijah

(zgornja os: odstotek vrednosti transakcije; spodnja os: odstotek transakcij, tehtano z vrednostjo)



Viri: Odbor za finančno stabilnost (2025) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Pošiljanje v tujino po skupinah držav, transakcije med podjetji ter transakcije med podjetjem in posameznikom v znesku 20.000 USD. Evropa in Srednja Azija vključujeta države članice EU, Albanijo, Armenijo, Azerbajdžan, Belorusijo, Bosno in Hercegovino, Črno goro, Gruzijo, Islandijo, Kazahstan, Kirgizijo, Kosovo, Moldavijo, Norveško, Rusijo, Severno Makedonijo, Srbijo, Švico, Tadžikistan, Turčijo, Turkmenistan, Ukrajino, Uzbekistan in Združeno kraljestvo. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Povezovanje domačih sistemov hitrih plačil bi lahko prispevalo k izboljšanju čezmejnih plačil.

Nove tehnologije so pripeljale do razvoja nove generacije sistemov »hitrih« plačil, ki omogočajo poravnavo transakcij malih vrednosti v realnem času z minimalnimi stroški. Več kot 80 držav je uvedlo domači sistem hitrih plačil – kot so Eurosistemov sistem poravnave takojšnjih plačil v sistemu TARGET (TIPS), FedNow Service ameriške centralne banke, brazilski Pix in indijski plačilni sistem Unified Payments Infrastructure (UPI) – veliko pa se jih še razvija.⁴ S povezovanjem teh sistemov bi se lahko zmanjšali stroški, povečala hitrost čezmejnih plačil in spodbujala transparentnost. To pa je bilo opredeljeno tudi kot prednostna naloga v načrtu skupine G20 za izboljšanje čezmejnih plačil.⁵ Če so plačilni sistemi povezani, si lahko banke v dveh jurisdikcijah izmenjujejo sredstva prek svojih domačih sistemov.⁶ S tem bi se izognili večplastnemu korespondenčnemu bančništvu, v katerem se procesi podvajajo in so stroški večji, ter bi zlasti koristilo regijam, ki so s korespondenčnim bančništvom slabše pokrite ali iz njega izključene.

Po svetu je že približno 500 povezav med sistemi hitrih plačil, še več pa se jih razvija. TIPS povezuje države euroobmočja, Dansko in Švedsko, povezani sistemi hitrih plačil pa so bili vzpostavljeni tudi po vsej Afriki, Aziji in Južni Ameriki (slika A).⁷ Čezmejne ureditve se zelo razlikujejo: nekatere podpirajo le plačila malih vrednosti, druge pa tudi poravnavo transakcij velikih vrednosti. Najprej so nastale večstranske regionalne platforme, dvostranske povezave pa so se razvile pozneje in so še vedno

⁴ Glej ACI Worldwide (2024).

⁵ Glej Odbor za finančno stabilnost (2025).

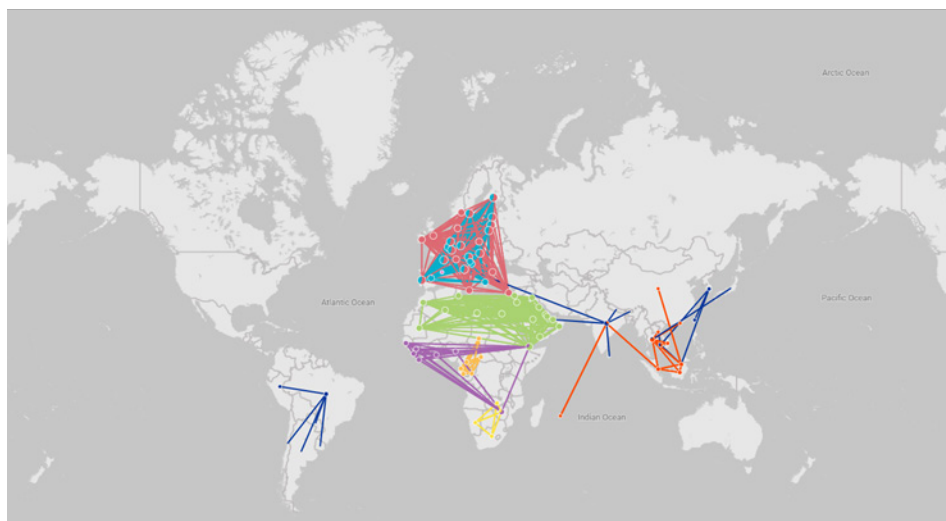
⁶ Povezovanje je mogoče doseči bodisi z neposredno povezavo dveh plačilnih sistemov prek skupne infrastrukture bodisi z vzpostavitvijo vozlišča, ki omogoča povezovanje več sistemov. Na odločitve o povezovanju lahko vplivajo dejavniki, kot so pričakovane prednosti za trgovino, uporaba za nakazila, upravljanje, tehnološke preference, možnosti povračila stroškov in geopolitični vidiki. Za več podrobnosti glej Ferrari Minesso et al. 2025.

⁷ TIPS trenutno deluje v 23 državah s tremi valutami (euro, danska krona in švedska krona), v pripravi pa so še dodatne.

omejene.⁸ Na splošno so plačilni sistemi še vedno razdrobljeni in v večjih gospodarstvih se še naprej uporablja korespondenčno bančništvo. Eurosistem v skladu z načrtom skupine G20 ter z namenom okrepitve čezmejnih plačil in zmanjšanja tveganj razdrobljenosti razvija nove povezave (z indijskim UPI) ter preučuje potencialne prednosti povezovanja s švicarskim domačim sistemom hitrih plačil in plačilno shemo Nexus Global Payments (NGP).⁹ Cilj teh pobud je izboljšati čezmejna plačila po vsem svetu in zmanjšati tveganje razdrobljenosti trga.

Slika A

Čezmejne povezave med sistemi hitrih plačil



Vir: Ferrari Minesso et al. (2025).

Opombe: Na sliki so prikazane čezmejne povezave med sistemi hitrih plačil v letu 2024. Prikazuje dvostranske povezave (razdeljene na enosmerne in dvosmerne, odvisno od valut, ki se uporabljajo za plačilo prek povezave), ter večstranske povezave (ki so prav tako predstavljene kot dvostranske povezave med pari držav, vendar so obarvane glede na regionalno platformo).

Ekonometrični podatki kažejo, da se trgovina poveča za približno 4%, če so sistemi hitrih plačil povezani. Trgovinski stroški po modelu ledene gore so delno odvisni od učinkovitosti finančnih transakcij.¹⁰ S povezovanjem bi se morali zmanjšati, posledično pa bi se izboljšala dvostranska trgovinska menjava. Vključitev povezovanja v gravitacijski okvir kaže, da ima povezovanje sistemov hitrih plačil pozitiven in ekonomsko pomemben vpliv na dvostransko trgovinsko menjavo, tudi ob upoštevanju morebitne endogenosti.¹¹ Povprečni ocenjeni učinek (približno 4%) je

⁸ Glej Ferrari Minesso et al. (2025).

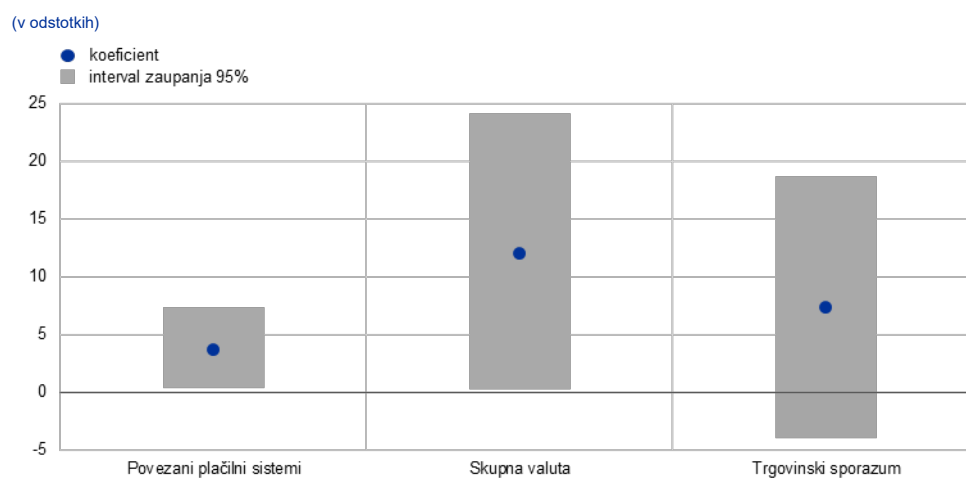
⁹ NGP povezuje sisteme hitrih plačil Indije, Malezije, Filipinov, Singapurja in Tajske.

¹⁰ »Trgovinski stroški po modelu ledene gore« se nanašajo na predpostavko modeliranja, da se med prevozom določen delež blaga izgubi, kar predstavlja strošek prevoza.

¹¹ Zaradi upoštevanja morebitne endogenosti povezav plačilnih sistemov je uporabljena metoda popravka pristranskosti iz Carlson in Joshi (2024), kot instrument pa so uporabljeni sporočilni standardi za plačila domačih plačilnih sistemov. S to metodo se formalno kontrolira za potencialno endogenost povezovanja tako, da se njegova verjetnost modelira v regresiji prve vrste. Rezultati veljajo tudi pri uporabi semiparametričnih metod (glej Ferrari Minesso et al., 2026).

enakovreden približno polovici povečanja trgovine po formalnem trgovinskem sporazumu in četrtini vpliva, ki ga ima oblikovanje območja skupne valute (graf B). Pomembno je, da ta ocena ne temelji na posameznih študijah primerov, temveč je povprečje vseh pobud povezovanja, tudi tistih, ki jih spodbujajo države, ki so z globalnim bančništvom že močno povezane (na primer euroobmočje ali jugovzhodna Azija). To izpostavlja posebne prednosti za trgovino, ki jih prinaša povezovanje plačilnih sistemov, tudi kadar imajo države že dostop do svetovnih trgov prek korespondenčnih bank.

Graf B
Determinante dvostranskega izvoza



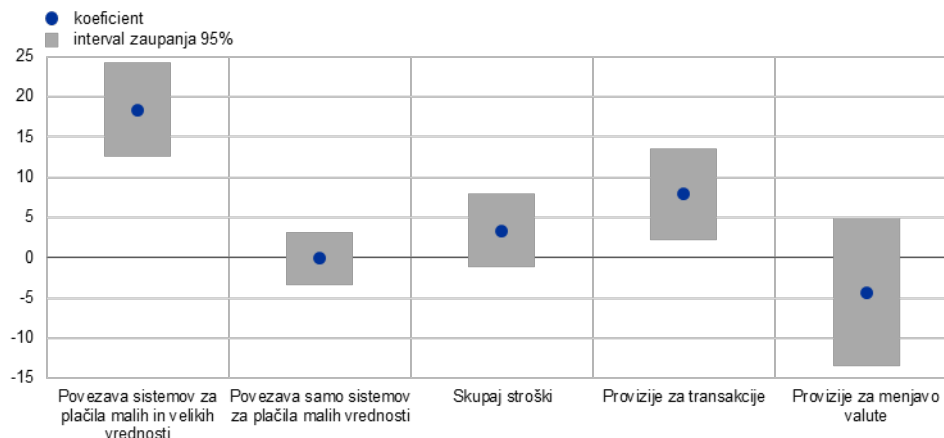
Viri: Ferrari Minesso et al. (2026) in izračuni strokovnjakov ECB.
Opombe: Graf prikazuje ocene iz gravitacijskega modela, pri katerem se potencialna endogenost kontrolira z metodo iz Carlson in Joshi (2024). Regresija je opredeljena kot $\ln Izvoz_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{j,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 \text{povezan plačilni sistem} + \beta_2 \text{skupna valuta}_{i,j,t} + \beta_3 \text{trgovinski sporazum}_{i,j,t} + \beta_4 \text{geopolitična oddaljenost}_{i,j,t} + \Gamma' X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$. *povezan plačilni sistem* je slepa spremenljivka, enaka ena, če sta sistema hitrih plačil držav i in j povezana ob času t . $X_{i,j,t}$ vključuje inverzno razmerje po Millsu, ki je merilo pričakovane vrednosti napake modela, odvisne od izbire. Povezovalni podatkovni niz zajema 84 držav in 531 plačilnih povezav. Ocena modela temelji na letnih podatkih od leta 2021 do leta 2024.

Prednosti povezovanja sistemov hitrih plačil so večje v regijah, kjer so stroški čezmejnih plačil visoki, in pri sistemih, ki omogočajo poravnavo transakcij velikih vrednosti. Skupni rezultati izhajajo iz plačilnih sistemov, ki omogočajo plačila malih in velikih vrednosti (graf C), pri čemer se osredotočamo na heterogenost plačilnih sistemov. Prednosti so običajno manjše za plačilne sisteme, ki povezujejo le stranke na drobno. Razlog za to je, da k agregatni trgovinski menjavi večinoma prispevajo obsežne transakcije velikih podjetij, kar privede do prenosov plačil, katerih vrednosti presegajo omejitve sistemov za plačila malih vrednosti. Poleg tega so prednosti povezovanja večje v regijah, kjer so stroški čezmejnih plačil višji, kar pomeni, da prednosti izhajajo predvsem iz manjših bančnih provizij. To se ujema s povezovanjem sistemov hitrih plačil, ki dopolnjujejo dražje plačilne metode ali so njihova alternativa in tako znižujejo skupne trgovinske stroške.

Graf C

Vpliv na izvoz glede na vrsto plačilnega sistema in znižanje stroškov

(v odstotkih)



Viri: Ferrari Minesso et al. (2026) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje ocene iz razširjene različice enačbe, ki je uporabljena v grafu B. V dveh levih stolpcih je spremenljivka za povezovanje plačilnih sistemov razdeljena med sisteme, ki omogočajo samo poravnavo plačil malih vrednosti, in tiste, ki omogočajo poravnavo plačil malih in velikih vrednosti. Trije stolpci na desni prikazujejo koeficient interakcije med slepo spremenljivko za povezovanje in merili stroškov čezmejnih plačil med podjetji v regiji države izvora.

Pobude za povezovanje lahko prinesejo prednosti, ki ne bodo omejene le na delovanje trga.

Posledice za politiko bi lahko bile pomembne. Podpirajo namreč stalna mednarodna prizadevanja v okviru načrta skupine G20 za povezovanje nacionalnih plačilnih sistemov in potrjujejo, da takšne pobude prinašajo oprijemljive gospodarske prednosti, širše od ciljev finančne vključenosti. Prednosti bodo verjetno največje v državah, ki jih obstoječa globalna plačilna omrežja slabo oskrbujejo in so zato bolj izključene iz mednarodne trgovine. Poleg tega te ugotovitve izpostavljajo potrebo po večstranskem usklajevanju, da bi se zagotovila interoperabilnost tehničnih standardov ter odpravile pravne in regulativne ovire (npr. pravila o dokončnosti poravnave, varstvo osebnih podatkov in preprečevanje goljufij), ki še vedno ovirajo nemoteno čezmejno poravnavo, s čimer bi se povezovanje olajšalo.

Viri

ACI Worldwide (2024), »Prime Time for Real-Time«.

Carlson, A. in Joshi, R. (2024), »Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients«, *Journal of Applied Econometrics*, zvezek 39, št. 2, marec, str. 237–255.

Ferrari Minesso, M., Lebastard, L. in Triay Bagur, O. (2026), »Interlinking payment systems and trade flows«, *Working Paper Series*, št. 3202, ECB.

Ferrari Minesso, M., Mehl, A., Triay Bagur, O. in Vanteenkiste, I. (2025), »Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems«, *CEPR Discussion Paper*, št. 20105, Center za raziskovanje ekonomske politike, april.

Odbor za finančno stabilnost (2025), »[G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments – Consolidated progress report for 2025](#)«, oktober.

Rice, T., von Peter, G. in Boar, C. (2020), »[On the global retreat of correspondent banks](#)«, *BIS Quarterly Review*, Banka za mednarodne poravnave, marec.

Nelinearnosti pri cenah nafte: kateri pogoji so pomembni?

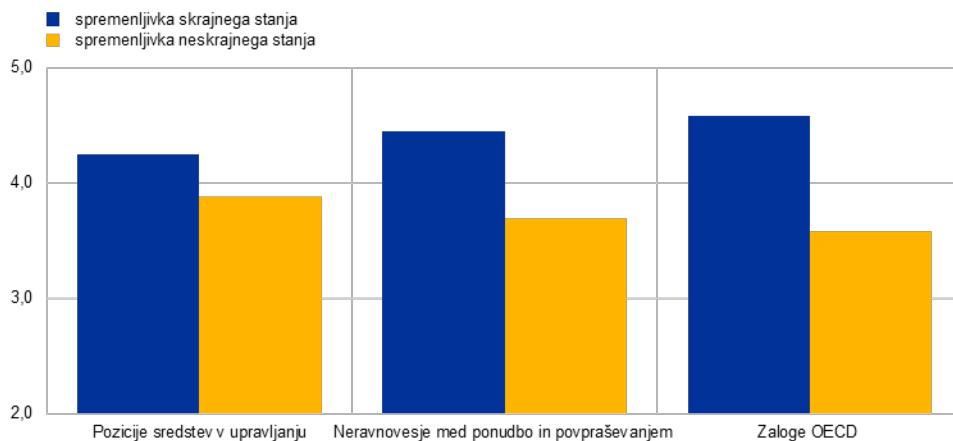
Pripravila Vlad Burian in Arthur Stalla-Bourdillon

Različna stanja na naftnem trgu lahko pomembno vplivajo na to, kako se cene nafte odzivajo na šoke. V zadnjih letih so se cene nafte močno odzvale, kadar so ključne spremenljivke, tukaj imenovane »spremenljivke stanja«, dosegle skrajne vrednosti. Na primer med pandemijo COVID-19 je bil padec cen nafte, povezan s cenovno vojno med Rusijo in Saudovo Arabijo, verjetno še večji zaradi večjih zalog, kar je omejilo zmožnost absorbiranja presežne ponudbe. Podoben učinek je bil opažen oktobra 2024, ko je trge presenetil iranski napad na Izrael. Investicijski skladi, ki so imeli zgodovinsko gledano kratke pozicije, so te hitro zaprli in tako dodatno okrepili rast cen.¹ Kaže, da je volatilnost cen nafte večja, kadar tri spremenljivke stanja – pozicije sredstev v upravljanju (pozicije investicijskih skladov v izvedenih finančnih instrumentih), neravnovesje med ponudbo in povpraševanjem (razlika med svetovno ponudbo in povpraševanjem po nafti) ter zaloge OECD – dosežejo skrajne vrednosti (graf 1).²

Graf A

Volatilnost cen nafte, pogojena z ravnmi spremenljivk stanja

(standardni odklon)



Viri: Mednarodna agencija za energijo (IEA), Bloomberg, ameriška komisija za trgovanje z blagovnimi terminkskimi pogodbami (CFTC) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: »Standardni odklon« se nanaša na povprečni standardni odklon cen nafte. Razlike v standardnem odklonu med državami so za vsako spremenljivko statistično značilne na 10-odstotni ravni. »Skrajno stanje« pomeni obdobja, v katerih je spremenljivka nad 75. ali pod 25. centilom nedavne pretekle porazdelitve (tj. zadnjih 52 tednov).

Viri omenjenih nelinearnosti so za vlagatelje in oblikovalce politik pomembni, vendar še niso bili dovolj analizirani. To vprašanje je obravnavalo več študij, vendar so se nelinearnosti na splošno analizirale ločeno, s poudarkom na

¹ Kratke pozicije se nanašajo na medvedje izpostavljenosti iz izvedenih finančnih instrumentov, ki prinašajo dobiček ob padcu cene osnovnega instrumenta, medtem ko dolge pozicije prinašajo dobiček ob zvišanju cene.

² Sredstva v upravljanju se nanašajo na naložbene sklade, ki so v klasifikaciji CFTC običajno obravnavani kot kategorija, ki je najtesneje povezana z zaznanimi gibanji cen surovin.

posameznih mehanizmi in brez povezave med spremenljivko stanja in predznakom šoka (glej Chițu et al., 2023, o špekulativnih pozicijah in geopolitičnem tveganju ter Van Robays, 2016, o makro negotovosti). Da bi to vrzel zapolnili, smo na podlagi treh zgoraj navedenih spremenljivk stanj ocenili nelinearne lokalne projekcije ter odziv cene na šoke na strani ponudbe nafte, ugotovljene v Gazzani et al. (2024).³ Tako smo najprej ocenili, ali je odziv cene nafte večji, ko te spremenljivke dosežejo skrajne ravni. Nato smo odziv preučili glede na raven spremenljivke stanja in smer šoka.

V pozicijah investicijskih skladov se izrazite nelinearnosti pojavijo, ko se predznak šoka ujema s predhodnimi izpostavljenostmi vlagateljv. Pri prvi spremenljivki, tj. pozicijah investicijskih skladov, so odzivi cen dejansko izrazitejši, kadar so pozicije nenavadno visoke ali nizke (graf B, slika a).⁴ Vendar ni jasno, ali do okrepljenega odziva pride, ker vlagatelji tega niso pričakovali ali ker šoki potrjujejo njihova predhodna pričakovanja. Kadar investicijski skladi že imajo močne dolge ali kratke pozicije, so odzivi cen na šoke, ki povzročajo dvig ali padec cen, dejansko manj izraziti (graf B, slika b). To kaže, da intenzivnega odziva cen, zabeleženega med iranskim raketnim incidentom leta 2024, ni mogoče posplošiti za druga obdobja. Nasprotno pa se močni odzivi cen pojavijo, ko imajo vlagatelji zelo dolge pozicije in cene nafte skokovito narastejo, oziroma simetrično, ko imajo vlagatelji zelo kratke pozicije, cene nafte pa začnejo padati (graf B, slika c). To pomeni, da prevladujoči mehanizem ni hitra likvidacija pozicij, temveč okrepitev, do katere pride, ko so pozicije in šoki usklajeni, kar kaže na samospodbujevalno dinamiko na naftnih trgih.

³ Ocenili smo lokalne projekcije, kjer so donosi cen nafte odvisna spremenljivka, ključne neodvisne spremenljivke pa so šoki na strani ponudbe nafte. Ti šoki so v interakciji s slepimi spremenljivkami, ki zajemajo skrajna stanja pogojnih spremenljivk in po potrebi predznak šoka. Vse specifikacije se ocenijo ločeno za vsako spremenljivko stanja. Vzorec zajema obdobje od januarja 2007 do oktobra 2025.

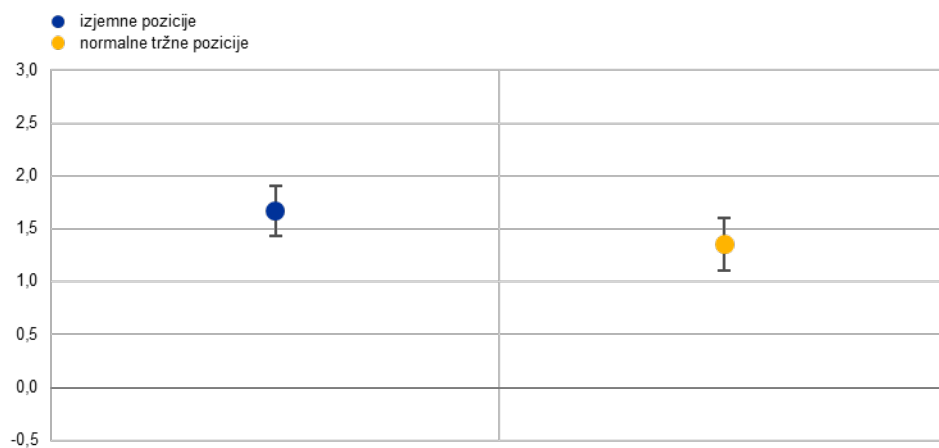
⁴ Čeprav razlike niso statistično značilne.

Graf B

Odziv cene nafte na šoke na strani ponudbe nafte, pogojen s pozicijami investicijskih skladov in predznakom šoka

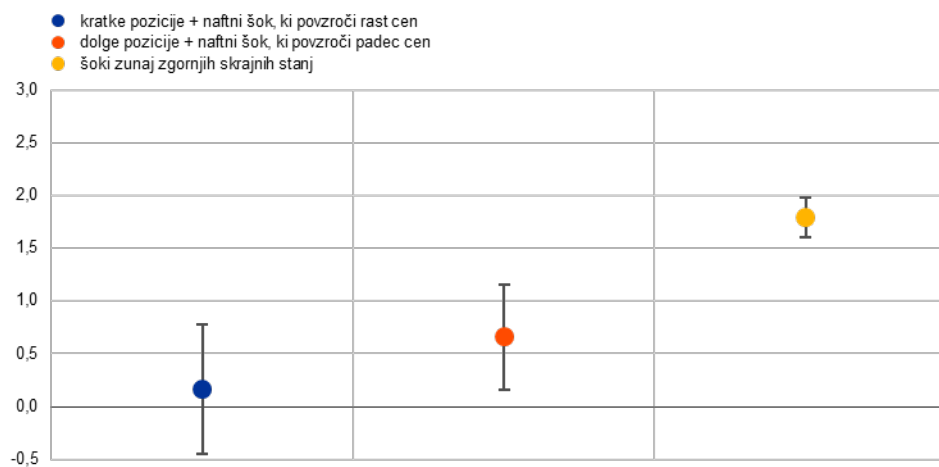
a) Odziv cene nafte ne glede na predznak šoka

(v odstotkih)



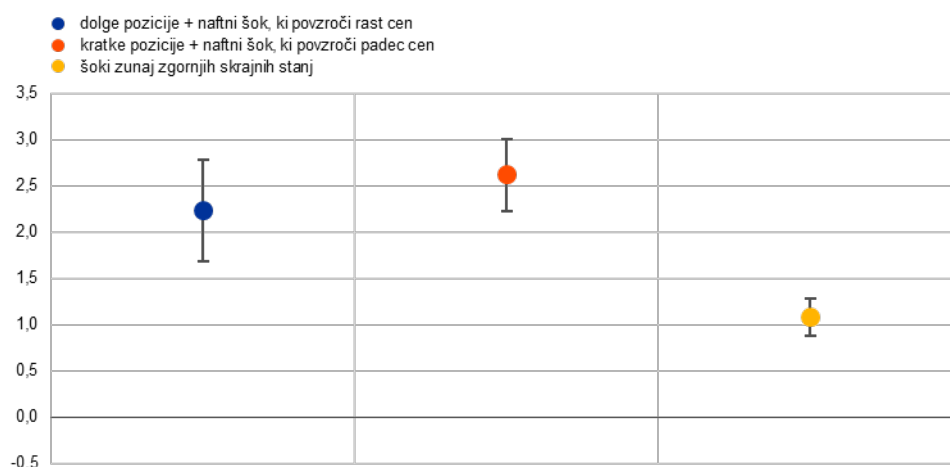
b) Odziv cene nafte, ko šok povzroči povečanje (zmanjšanje) cene nafte in so pozicije kratke (dolge)

(v odstotkih)



c) Odziv cene nafte, ko šok povzroči povečanje (zmanjšanje) cene nafte in so pozicije dolge (kratke)

(v odstotkih)



Viri: Bloomberg, CFTC in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje absolutni odziv cene nafte na šok na strani ponudbe nafte (štiri tedne po šoku) na podlagi nelinearnih lokalnih projekcij. V linearnem okviru isti šok povzroči 1,5-odstotno rast cen. Skrajno stanje na vseh treh slikah se ujema z obdobji, v katerih je spremenljivka nad 75. ali pod 25. centilom nedavne pretekle porazdelitve (tj. zadnjih 52 tednov). Rumene pike označujejo odzive cen nafte zunaj skrajnih stanj na vsaki sliki. Na primer na sliki b zajemajo odzive cen, kadar so pozicije na običajni ravni *all* kadar so izjemno kratke (dolge), cene nafte pa zaradi šoka začnejo padati (rasti). Črne daljice označujejo 68-odstotni interval zaupanja.

Podobne učinke je mogoče opaziti pri neravnovesju med ponudbo in povpraševanjem ter zalogah: kadar je ponudba obsežna in zaloge velike, se trgi intenzivneje odzivajo na padce cen nafte. Ko pa so ti kazalniki nizki, se močneje odzivajo na rast cen nafte. Na prvi pogled se zdijo vzorci neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem ter vzorci zalog različni, saj se nesorazmerni odzivi cen pri skrajni ravni – ne glede na predznak šoka – pojavijo samo pri zalogah (grafa C in D, slika a). Toda če predznak šoka odmislimo, osnovni mehanizmi transmisijskih kanalov niso razvidni. Podrobnejša analiza razkrije dosleden mehanizem pri obeh spremenljivkah. Kadar je presežek sodov velik – kar se odraža v velikem presežku ponudbe ali večjih zalogah – se trgi običajno močno odzovejo na šoke, ki povzročijo padec cen nafte (tj. pozitivni šoki na strani ponudbe nafte), saj presežek še povečajo. Nasprotno pa se trgi v razmerah omejene ponudbe in majhnih zalog močno odzovejo na porast cen nafte (grafa C in D, slika b). Rezultati so intuitivni tudi v tretjem scenariju: kadar nastopi pozitiven šok na strani ponudbe v obdobju, ko so zaloge velike, so odzivi cen blagi, saj se pričakuje, da bo presežek sodov ublažil pritiske na rast cene (grafa C in D, slika c).⁵

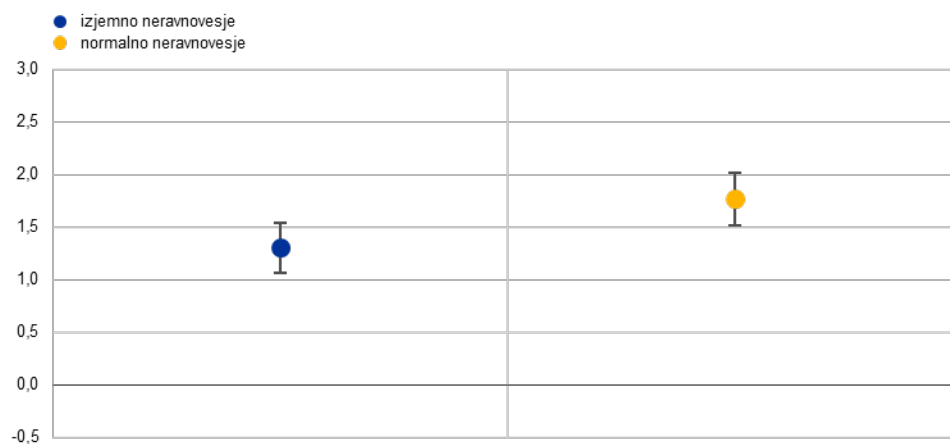
⁵ Edini presenetljiv rezultat je razmeroma običajen odziv cen, kadar so zaloge polne in nastopi šok, ki povzroči povišanje cen nafte. Možna razlaga je, da zaloge OECD ne odražajo povsem globalnega stanja zalog, zato je lahko v nekaterih regijah ponudba premajhna, zaradi česar so cene nafte občutljive na pritiske na rast cene.

Graf C

Odziv cene nafte na šok na strani ponudbe nafte, pogojen z neravnovesjem med ponudbo in povpraševanjem ter predznakom šoka

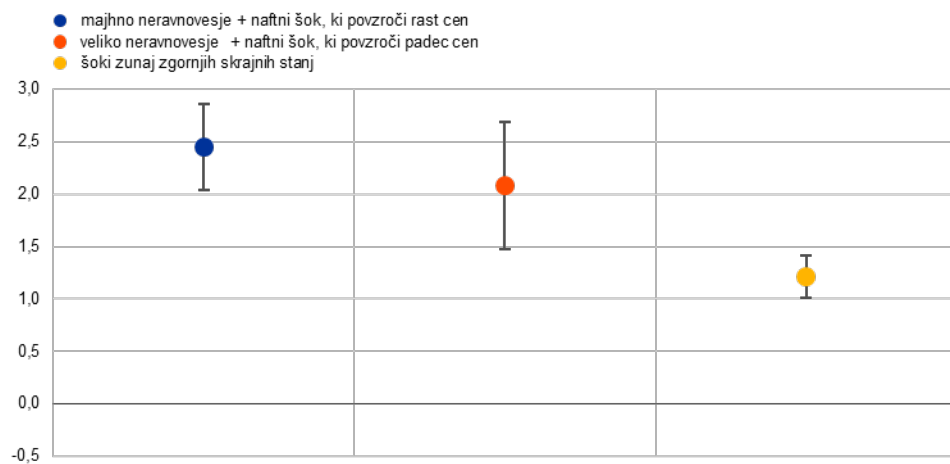
a) Odziv cene nafte ne glede na predznak šoka

(v odstotkih)



b) Odziv cene nafte, ko šok povzroči povečanje (zmanjšanje) cene nafte, ponudba nafte pa je majhna (velika)

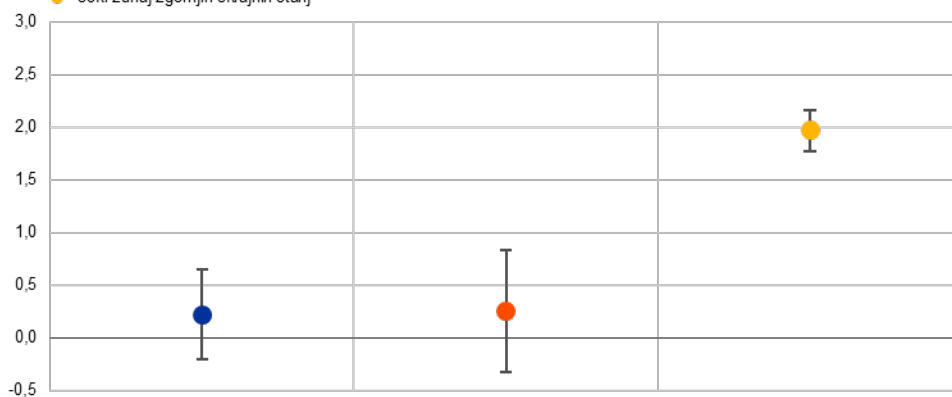
(v odstotkih)



c) Odziv cene nafte, ko šok povzroči povečanje (zmanjšanje) cene nafte, ponudba nafte pa je velika (majhna)

(v odstotkih)

- veliko neravnovesje + naftni šok, ki povzroči rast cen
- majhno neravnovesje + naftni šok, ki povzroči padec cen
- šoki zunaj zgornjih skrajnih stanj



Viri: IEA in izračuni strokovnjakov ECB.

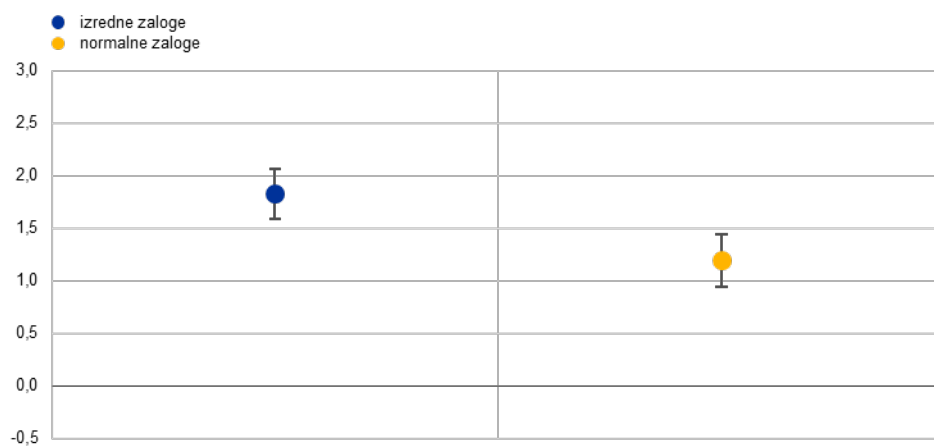
Opombe: Graf prikazuje absolutni odziv cene nafte na šok na strani ponudbe nafte (štiri tedne po šoku) na podlagi nelinearnih lokalnih projekcij. V linearnem okviru isti šok povzroči 1,5-odstotno rast cen. Skrajno stanje na vseh treh slikah se ujema z obdobji, v katerih je spremenljivka nad 75. ali pod 25. centilom nedavne preteklosti (tj. zadnjih 52 tednov). Rumene pike označujejo odzive cen nafte zunaj skrajnih stanj na vsaki sliki. Na primer na sliki b zajemajo odzive cen, kadar je zaloga običajna ali kadar je zaloga izjemno majhna (velika), cene nafte pa se zaradi šoka znižajo (povišajo). Črne daljice označujejo 68-odstotni interval zaupanja.

Graf D

Odziv cene nafte na šoke na strani ponudbe nafte, pogojen z zalogami in predznakom šoka

a) Odziv cene nafte ne glede na predznak šoka

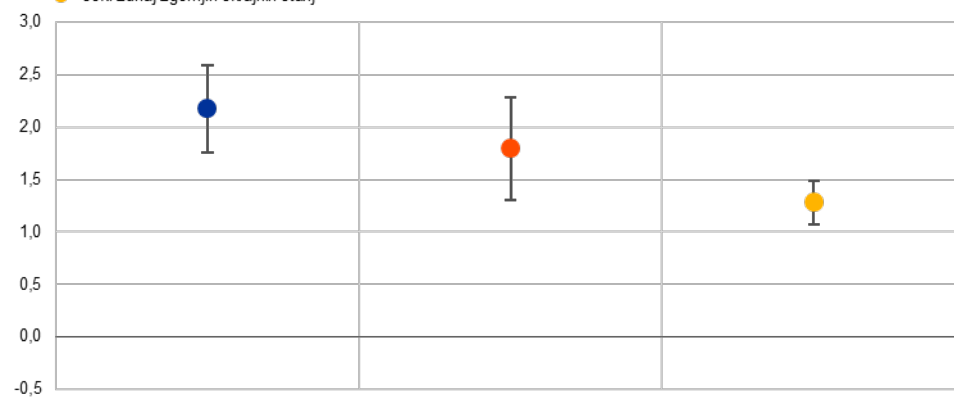
(v odstotkih)



b) Odziv cene nafte, ko šok povzroči povečanje (zmanjšanje) cene nafte, zaloge pa so majhne (velike)

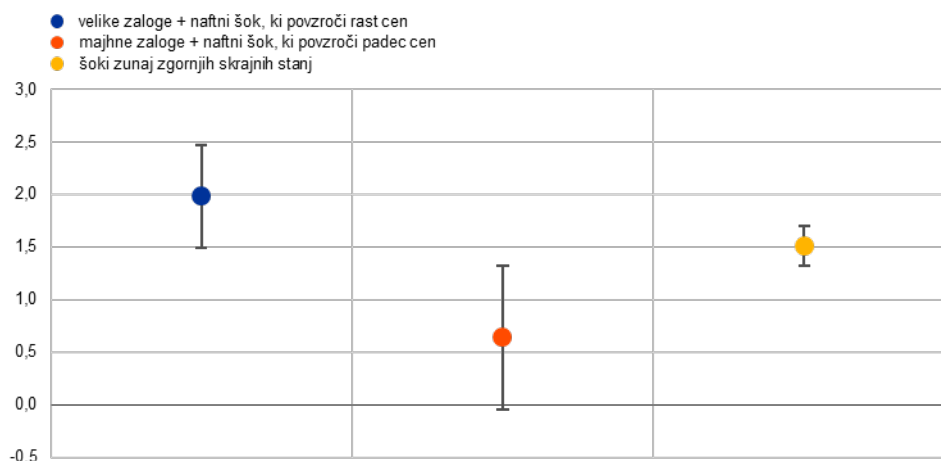
(v odstotkih)

- majhne zaloge + naftni šok, ki povzroči rast cen
- velike zaloge + naftni šok, ki povzroči padec cen
- šoki zunaj zgornjih skrajnih stanj



c) Odziv cene nafte, ko šok povzroči povečanje (zmanjšanje) cene nafte, zaloge pa so velike (majhne)

(v odstotkih)



Viri: IEA, OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje absolutni odziv cene nafte na šok na strani ponudbe nafte (štiri tedne po šoku) na podlagi nelinearnih lokalnih projekcij. V linearnem okviru isti šok povzroči 1,5-odstotno rast cen. Skrajno stanje na vseh treh slikah se ujema z obdobji, v katerih je spremenljivka nad 75. ali pod 25. centilom nedavne preteklosti (tj. zadnjih 52 tednov). Rumene pike označujejo odzive cen nafte zunaj skrajnih stanj na vsaki sliki. Na primer na sliki b zajemajo odzive cen, kadar so zaloge običajne ali kadar so izjemno majhne (velike), cene nafte pa se zaradi šoka znižajo (povišajo). Črne daljice označujejo 68-odstotni interval zaupanja.

Nelinearnosti na splošno pomembno oblikujejo dinamiko cene nafte in lahko odziv cene skoraj podvojijo, kar utegne imeti pomembne posledice za ocene politik. Gledano v celoti so tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cene nafte najbolj kritična, če se cene nafte povečajo v razmerah majhnega neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem ter ob zelo dolgih špekulativnih pozicijah. Nasprotno pa so tveganja navzdol usmerjenih pritiskov najizrazitejša, kadar cene nafte padejo v razmerah velikega neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem ter ob kratkih pozicijah. Ti rezultati izpostavljajo, da je pomembno spremljati različna stanja na trgu nafte – zlasti za napovedi, ki lahko pripomorejo k oceni gibanj cen v prihodnosti.

Viri

Chițu, L., Ferrari Minesso, M. in Manu, A. S. (2024), »[Speculation in oil and gas prices in times of geopolitical risks](#)«, *Economic Bulletin*, številka 2, ECB.

Gazzani, A., Venditti, F. in Veronese, G. (2024), »Oil price shocks in real time«, *Journal of Monetary Economics*, zvezek 144, člen 103547.

Van Robays, I. (2016), »Macroeconomic uncertainty and oil price volatility«, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, zvezek 78, številka 5, str. 671–693.

Kako negotovost glede trgovinskih politik vpliva na gospodarsko aktivnost v euroobmočju?

Pripravili Alina Bobasu in Beatrice Pierluigi

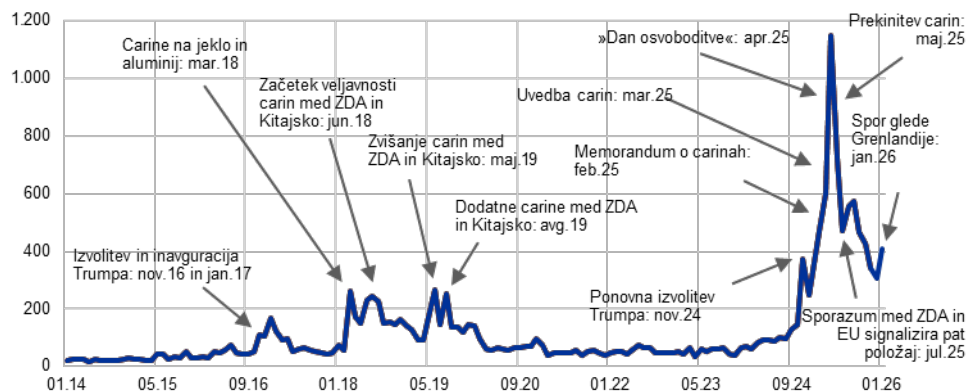
Negotovost glede trgovinskih politik se je v zadnjih letih precej povečala in je v preteklem letu dosegla rekordno visoko raven. Najprej se je povečala v času trgovinskega konflikta med ZDA in Kitajsko v letih 2018 in 2019, tj. med prvo Trumpovo vlado, ponovno pa se je okrepila v času ameriških predsedniških volitev leta 2024 in ob začetku drugega Trumpovega mandata, ko se je trgovinska politika pomaknila v središče ekonomske agende ZDA. Številne napovedi o uvedbi carin na začetku leta 2025 so pomenile veliko spremembo politike, zaradi katere se je negotovost glede trgovinskih politik povečala na raven, ki je bila precej višja kot med trgovinskim sporom v letih 2018 in 2019 (graf A).¹ Negotovost je po sklenitvi trgovinskega premirja med ZDA in Kitajsko maja 2025 in okvirnega sporazuma med državama konec julija istega leta nekoliko popustila, vendar je glede na pretekla merila ostala velika. Vztrajna negotovost je med letom 2025 negativno vplivala na gospodarsko aktivnost v euroobmočju in še naprej pomeni tveganja zaradi močne vpetosti v svetovne trgovinske mreže. V drugi polovici leta 2025 in na začetku leta 2026 so obnovljene trgovinske napetosti med ZDA in Kitajsko skupaj z dogodki, povezanimi z Grenlandijo, pokazale, da še vedno obstaja verjetnost za pojav novih obdobij povečane negotovosti glede trgovinskih politik. V tem okvirju opisujemo kanale, prek katerih negotovost glede trgovinskih politik vpliva na gospodarsko aktivnost v euroobmočju, ocenjujemo dosedANJI vpliv negotovosti in obravnavamo dejavnike, ki so kljub zahtevnemu globalnemu okolju spodbudno vplivali na odpornost.

¹ Uporabljeno merilo negotovosti glede trgovinskih politik temelji na Caldara et al. (2020). Izračuna se tako, da se prešteje, kako pogosto se v glavnih ameriških časopisih v neposredni medsebojni bližini pojavijo ključne besede, povezane s trgovino in negotovostjo. Alternativna merila temeljijo na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov podjetij in na volatilitnosti carinskih stopenj. Poleg tega je ena komponenta širšega indeksa ekonomske negotovosti merilo negotovosti glede trgovinskih politik, ki so ga razvili Baker et al. (2016). Pri drugih visokofrekvenčnih kazalnikih, kot je indeks Bloomberg Economics Global Trade Policy Uncertainty Index, se tokovi novic analizirajo s tehnikami besedilnega rudarjenja. Za dodatna merila negotovosti glej Andersson et al. (2024).

Graf A

Negotovost glede trgovinskih politik

(indeks)



Viri: Caldara et al. (2020) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje indeks negotovosti glede trgovinskih politik, kot je določen v Caldara et al. (2020). Zadnji podatki se nanašajo na januar 2026.

Negotovost glede trgovinskih politik vpliva na gospodarstvo prek več kanalov.

Najbolj neposreden vpliv je na samo trgovinsko menjavo. Grožnje carin in drugih trgovinskih ovir ter preobrti v politikah lahko povzročijo motnje v trgovinskih tokovih in svetovnih dobavnih verigah, zaradi česar se zvišajo stroški in zmanjša učinkovitost. Te motnje so zlasti relevantne za euroobmočje zaradi visoke stopnje odprtosti in relativno velikega deleža proizvodov za investicije v izvozu. Poleg tega lahko ponovna obdobja povečane negotovosti glede trgovinskih politik privedejo do strukturnih premikov, kot je preusmerjanje trgovinske menjave ali vračanje dobavnih verig, zaradi česar se lahko pojavijo dodatni pritiski na izvoznike iz euroobmočja in njihovo konkurenčnost. Poleg neposrednih vplivov na trgovinsko menjavo obstaja tudi bolj prikrit, a prav tako pomemben vpliv na naložbe. Enako kot druge oblike velike negotovost glede ekonomskih politik tudi negotovost glede trgovinskih politik spodbudi podjetja k uporabi pristopa »počakajmo in bomo videli«, skladno s katerim odložijo naložbe, zaposlovanje in prevzemanje čezmejnih obveznosti.² Iz podatkov, pridobljenih na podlagi stikov ECB z nefinančnimi družbami, je razvidno, da je velika negotovost ključen dejavnik negativnega vpliva na naložbene obete.³ Dolgotrajna negotovost lahko povzroči tudi vztrajnejše učinke na strani ponudbe, vključno s šibkejšo rastjo produktivnosti, saj podjetja zmanjšajo ali odložijo naložbe v osnovna sredstva (Bloom, 2009; Boer in Rieth, 2024).

K povečanju gospodarskega vpliva negotovosti dodatno prispeva kanal zaupanja.

Z zmanjšanjem trgovinskih tokov in naložb zaradi velike negotovosti se zmanjšajo prihodki in dobičkonosnost podjetij, zaradi tega pa se poslabša tudi splošnejša gospodarska klima. Na sliki a v grafu B je ta kanal ponazorjen s prikazom negativne korelacije med kazalnikom Evropske komisije o gospodarski klimi v euroobmočju in indeksom negotovosti glede trgovinskih politik iz Caldara et al.

² Pristop »počakajmo in bomo videli« so opisali Baker et al. (2016), Handley in Limão (2017) ter Caldara et al. (2020). Potrošnja gospodinjstev se običajno odzove v manjši meri kot naložbe, saj pri njej prevladujejo storitve in je tesneje povezana z negotovostjo glede finančnih pričakovanj gospodinjstev (Boer in Rieth, 2024).

³ Glej Melemenidis et al. (2025).

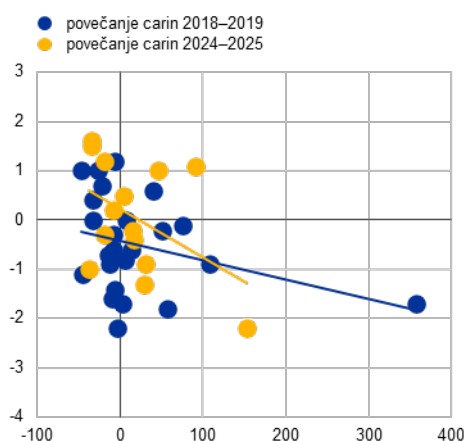
(2020) v dveh obdobjih povečanja carin, in sicer od marca 2018 do decembra 2019 in od oktobra 2024 do decembra 2025. S slike b je razvidno, da je negativno razmerje izrazitejše v predelovalnih dejavnostih, na katere je povečanje carin neposredno vplivalo.

Graf B

Gospodarska klima in negotovost glede trgovinskih politik

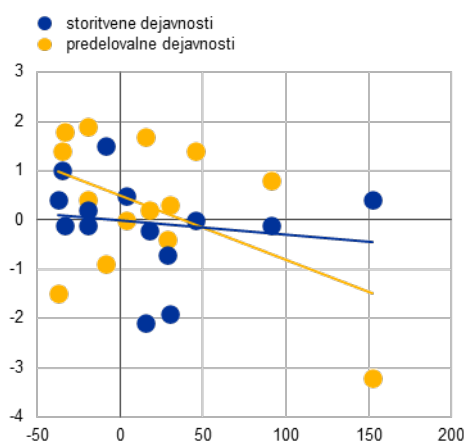
a) Gospodarska klima in negotovost glede trgovinskih politik

(v odstotnih točkah)



b) Gospodarska klima po sektorjih in negotovost glede trgovinskih politik

(v odstotnih točkah)



Viri: Evropska komisija, Caldara et al. (2020) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki a sta prikazani prilagojeni regresijski črti mesečnih sprememb kazalnika Evropske komisije o gospodarski klimi v euroobmočju (os y) glede na odložene mesečne spremembe indeksa negotovosti glede trgovinskih politik (os x) na podlagi Caldara et al. (2020). »Povečanje carin 2018–2019« se nanaša na obdobje od marca 2018 do decembra 2019, »povečanje carin 2024–2025« pa na obdobje od oktobra 2024 do decembra 2025. Slika b prikazuje korelacijo med sektorskimi kazalniki zaupanja v gospodarstvu in negotovostjo glede trgovinskih politik v obdobju povečanja carin 2024–2025.

Iz modelske analize je razvidno, da je velika negotovost glede trgovinskih politik v letu 2025 zaviralno vplivala na realni bruto domači proizvod (BDP) euroobmočja (graf C). Za oceno makroekonomskih posledic vse večje negotovosti

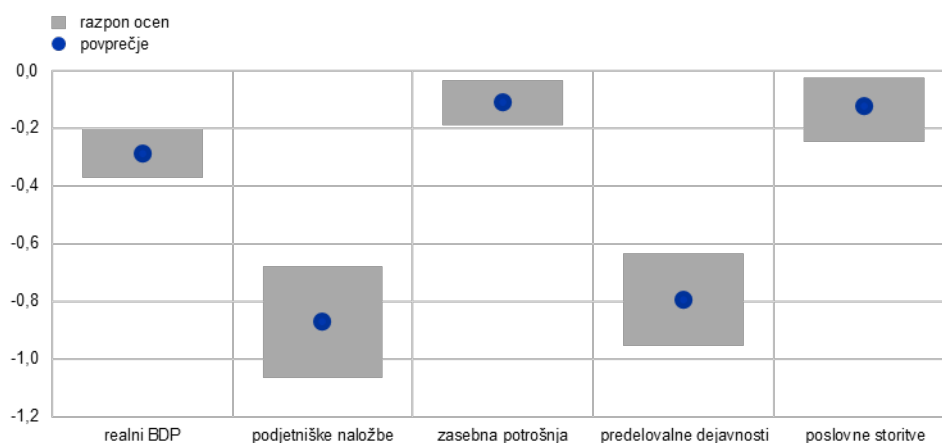
glede trgovinskih politik je bila za euroobmočje ocenjena Bayesova vektorska avtoregresija, ki zajema obdobje od prvega četrtnega leta 1999 do zadnjega četrtnega leta 2025. Analiza temelji na dveh merilih negotovosti glede trgovinskih politik. Prvo merilo je že omenjeni besedilni indeks, določen v Caldara et al. (2020). Vendar pa je to neprilagojeno merilo navadno zelo volatilno in lahko poleg šokov negotovosti zajema tudi dejanske spremembe politike in premike v medijski pozornosti. Da bi odpravili te omejitve, v tej analizi uporabljamo tudi prilagojeno merilo, ki ga je razvil Schröder (2025) in ki izloča vpliv medijske pozornosti, učinkovitih carinskih stopenj, finančnih pogojev in pritiskov v dobavni verigi. Ocenili smo dve osnovni specifikaciji. Prva vključuje vsako od obeh meril negotovosti glede trgovinskih politik skupaj z realnim BDP, kazalniki domačega povpraševanja (podjetniške naložbe in zasebna potrošnja), inflacijo (HICP) in kratkoročno obrestno mero. Pri drugi specifikaciji so kazalniki domačega povpraševanja nadomeščeni s komponentami dodane vrednosti po sektorjih (predelovalne dejavnosti in poslovne storitve). Pri obeh specifikacijah je iz rezultatov razvidno, da je povečanje negotovosti glede trgovinskih politik v letu 2025 povezano s povprečnim upadom rasti realnega BDP za približno 0,3 odstotne točke glede na leto 2024 (graf C). Ocenjeni vplivi se med meriloma

negotovosti razlikujejo.⁴ Tako je vpliv na podlagi neprilagojenega merila običajno večji kot na podlagi prilagojenega merila, saj so zaradi volatilitnosti in izrazitega povečanja prvega ocenjeni šoki močnejši. Kar zadeva kazalnike domačega povpraševanja, je ocenjeni vpliv na podjetniške naložbe približno trikrat večji kot ocenjeni vpliv na zasebno potrošnjo. Iz sektorskih modelov je tudi razvidno, da so vplivi na predelovalne dejavnosti močnejši od vplivov na poslovne storitve.

Graf C

Vpliv negotovosti glede trgovinskih politik na realno gospodarsko aktivnost v euroobmočju leta 2025

(v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, Caldara et al. (2020), Schröder (2025) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Ocene temeljijo na neprilagojenem indeksu negotovosti glede trgovinskih politik, določenem v Caldara et al. (2019), in prilagojenih merilih negotovosti glede trgovinskih politik iz Schröder (2025). Vpliv je opredeljen na podlagi dveh pristopov, tj. Choleskyjeve dekompozicije ter omejitve predznaka in gibanja, ki sta uporabljena za vsako merilo negotovosti posebej. Modeli vključujejo realni BDP, realne podjetniške naložbe, realno zasebno potrošnjo, inflacijo (HICP) ter kratkoročno obrestno mero; alternativna specifikacija vključuje tudi cene lastniških vrednostnih papirjev. V sektorskih modelih so podjetniške naložbe in zasebna potrošnja nadomeščene z bruto dodano vrednostjo v predelovalnih dejavnostih oziroma poslovnih storitvah, medtem ko so vse druge spremenljivke nespremenjene. Modeli so ocenjeni od prvega četrletja 1999 do zadnjega četrletja 2025. Ocene so prilagojene glede na velikost šoka negotovosti glede trgovinskih politik, ki je bil prisoten med prvim in zadnjim četrletjem 2025, ter predstavljajo vpliv na stopnje rasti. Modre pike označujejo povprečne vplive v različnih specifikacijah modela. Kot približek za poslovne storitve je uporabljena vsota naslednjih sektorjev: informacijske in komunikacijske dejavnosti; finančne in zavarovalniške dejavnosti ter strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025.

Čeprav je velika negotovost glede trgovinskih politik zaviralno vplivala na rast, se je realni BDP euroobmočja izkazal za odpornejšega, kot se je pričakovalo v letu 2025. Čeprav naj bi po projekcijah iz marca 2025 rast realnega BDP znašala 0,9%, je bila ta na koncu 1,5-odstotna. K ublažitvi negativnega vpliva negotovosti glede trgovinskih politik je prispevalo več izravnalnih dejavnikov. Prvič, podjetja so v pričakovanju višjih carin prilagodila svojo proizvodnjo in izvoz, s čimer so dejansko pospešila celotno gospodarsko aktivnost.⁵ Drugič, z normalizacijo denarne politike so bili pogoji za rast ugodni, k čemur je prispevalo tudi splošno zdravje bilanc zasebnega sektorja. Tretjič, fiskalni ukrepi, kot so izvajanje programa »EU naslednje generacije«, višji izdatki za obrambo in ciljno usmerjena javnofinančna podpora, so prispevali k spodbujanju gospodarske aktivnosti.

⁴ Vplivi so enaki pri različnih metodah, uporabljenih za opredelitev šoka negotovosti.

⁵ Glej Battistini in Gareis (2025).

Viri

Andersson, M., Bobasu, A., in De Santis, R. A. (2024), »[Ekonomske signale na podlagi meril negotovosti](#)«, *Ekonomske bilten*, številka 8, ECB.

Baker, S. R., Bloom, N., in Davis, S. J. (2016), »[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)«, *The Quarterly Journal of Economics*, 131, št. 4, november, str. 1593–1636.

Battistini, N., in Gareis, J. (2025), »[Predelovalne dejavnosti v primerjavi s storitvenimi dejavnostmi: kako sta pospešitev celotne gospodarske aktivnosti in negotovost vplivali na novejša gibanja](#)«, *Ekonomske bilten*, številka 6, ECB.

Bloom, N. (2009), »[The Impact of Uncertainty Shocks](#)«, *Econometrica*, 77, št. 3, maj, št. 623–685.

Boer, L., in Rieth, M. (2024), »[The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty](#)«, *IMF Working Papers*, št. 24/13, januar.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., in Raffo, A. (2019), »[Does trade policy uncertainty affect global economic activity?](#)«, *FEDS Note*, september.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., in Raffo, A. (2020), »[The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty](#)«, *Journal of Monetary Economics*, 109, januar, št. 38–59.

Handley, K., in Limão, N. (2017), »[Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States](#)«, *American Economic Review*, 107, št. 9, september, str. 2731–2783.

Melemenidis, A., Morris, R., in Roma, M. (2025), »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Schröder, M. (2025), »[Od besedila k problemu: razumevanje omejitev pri kazalnikih negotovosti trgovinske politike, izpeljanih iz besedil](#)«, številka 8, ECB.

Iz fizičnega v spletno okolje: ocena digitalnih naložb v euroobmočju

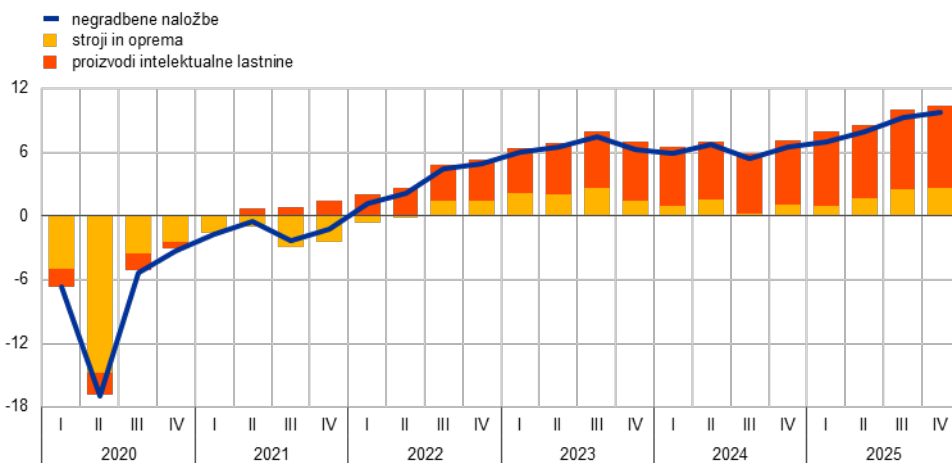
Pripravili Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis in Richard Morris

Poslovne naložbe v euroobmočju so bile v zadnjih letih razmeroma zadržane, njihove komponente pa kažejo dinamiko dveh hitrosti. Medtem ko je bila skupna uspešnost naložb skromna, je trend naložb v opredmetena sredstva in neopredmetena sredstva od leta 2020 različen (graf A). Konec leta 2025 so neopredmetena sredstva – ki zajemajo proizvode intelektualne lastnine, vključno z računalniško programsko opremo in podatkovnimi zbirkami ter raziskavami in razvojem – prispevala približno 80% k skupni rasti poslovnih naložb od zadnjega četrletja 2019 dalje. In to kljub temu, da predstavljajo le približno dve tretjini naložb v opredmetena sredstva, kamor spadajo stroji in oprema. Vse večja vrzel je verjetno posledica velikega porasta naložb v digitalno opremo. V tem okvirju zato proučujemo gibanje digitalnih naložb v euroobmočju s pomočjo nadomestnih kazalnikov, ki spremljajo glavne kategorije digitalne opreme. Obravnavamo tudi gospodarske posledice vse večjega deleža digitalnih naložb v skupnih poslovnih naložbah v euroobmočju.

Graf A

Negradbene naložbe v euroobmočju po kategorijah

(kumulativne spremembe v odstotkih od zadnjega četrletja 2019; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Negradbene naložbe ne vključujejo proizvodov intelektualne lastnine na Irskem. Seštevek komponent zaradi izključitve komponente »biološki viri« ni enak skupni vrednosti. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025.

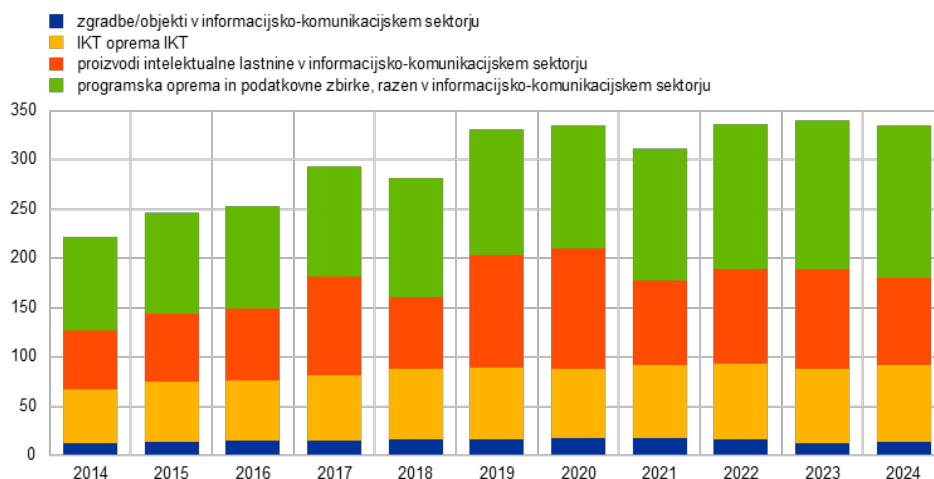
V zadnjem desetletju so se digitalne naložbe v euroobmočju občutno povečale. Merjenje naložb v digitalnem ekosistemu je zahtevno, zlasti v Evropi. Digitalne naložbe je težko razlikovati od drugih oblik naložb, saj nacionalni računi euroobmočja trenutno ne dajejo dovolj podrobnih razčlenitev naložb v digitalne

tehnologije (zlasti na četrtni ravni).¹ Zato smo za digitalne naložbe oblikovali nadomestni kazalnik na podlagi letnih računov euroobmočja, ki so na voljo do leta 2024 in vsebujejo podrobnejšo razčlenitev po vrstah sredstev in sektorjih kot četrtni računi. Nadomestni kazalnik ima tri elemente. Prvič, na podlagi nestanovanjske gradnje v informacijsko-komunikacijskem sektorju se določi približek fizične digitalne infrastrukture (npr. stavbe podatkovnih centrov). Drugič, opredmetene digitalne naložbe se izmerijo kot naložbe v opremo informacijske in komunikacijske tehnologije (IKT) v menjalnem gospodarstvu.² Tretjič, neopredmetene digitalne naložbe zajemajo vse naložbe v proizvode intelektualne lastnine (vključno z računalniško programsko opremo, podatkovnimi zbirkami ter raziskavami in razvojem) v informacijsko-komunikacijskem sektorju ter naložbe v računalniško programsko opremo in podatkovne zbirke v preostalem menjalnem gospodarstvu.³ Skupno povečanje digitalnih naložb med letoma 2014 in 2024 je bilo več kot trikrat večje od kumulativne rasti BDP v tem obdobju. Neopredmetene naložbe so predstavljale levji delež digitalnih naložb in so v zadnjem desetletju prispevale k rasti tega nadomestnega kazalnika. Pomemben delež so predstavljali tudi opredmeteni poslovni izdatki za IKT opremo, medtem ko nadomestni kazalnik kaže, da je delež naložb v gradnjo podatkovnih centrov še vedno razmeroma majhen (graf B).

Graf B

Nadomestni kazalnik digitalnih naložb za euroobmočje z razčlenitvijo sredstev

(v milijardah EUR)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Nadomestni kazalnik digitalnih naložb se nanaša na: (i) naložbe v nestanovanjsko gradnjo stavb in objektov v informacijsko-komunikacijskem sektorju; (ii) naložbe v IKT opremo v menjalnem gospodarstvu; (iii) naložbe v proizvode intelektualne lastnine (v računalniško programsko opremo in podatkovne zbirke ter raziskave in razvoj) v informacijsko-komunikacijskem sektorju ter (iv) naložbe v računalniško programsko opremo in podatkovne zbirke v preostalem menjalnem gospodarstvu (razen informacijsko-komunikacijskega sektorja). Manjkajoče vrednosti za države so bile ocenjene na podlagi znanih skupnih podatkov o deležih posameznih držav v euroobmočju. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2024.

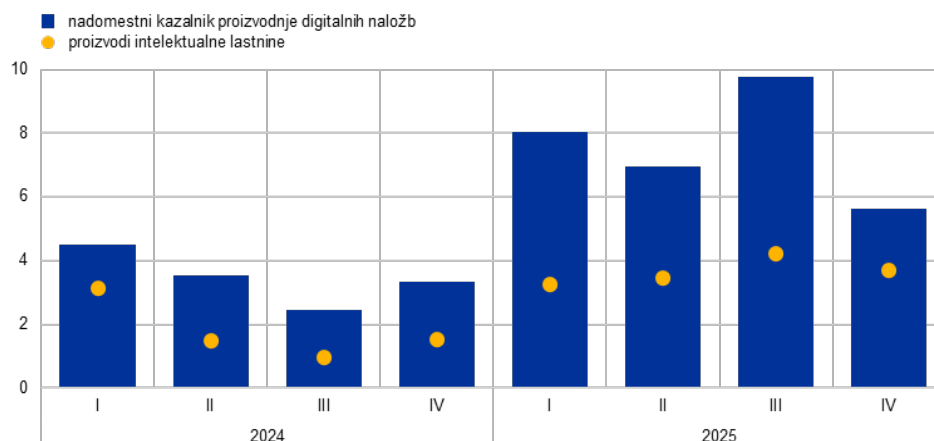
- ¹ Novi globalni sistem nacionalnih računov 2025, ki se bo predvidoma uvedel v letih 2029–2030, naj bi zagotovil dodaten vpogled v umetno inteligenco, podatke, računalništvo v oblaku in digitalne posrednike.
- ² Menjalno gospodarstvo zajema celotno gospodarstvo, razen kmetijstva, gozdarstva in ribištva, javnih storitev, kulturne in razvedrilne dejavnosti ter drugih storitvenih dejavnosti (torej izključuje področja A, O do Q ter R do U v statistični klasifikaciji gospodarskih dejavnosti NACE).
- ³ Naš pristop temelji na podobnih podatkih za ZDA, ki so jih zbrali raziskovalci ameriške centralne banke (glej [Rubinton in Ankit Patro](#), 2026), ter nedavni primerjavi OECD v Gal et al. (2025).

Podatki o proizvodnji kažejo, da so se digitalne naložbe v euroobmočju v letu 2025 pospešile. Razčlenjeni podatki o naložbah po sektorjih in sredstvih so trenutno na voljo le do leta 2024. Vseeno je mogoče časovno ustrežnejši nadomestni kazalnik za proizvodnjo digitalnih storitev sestaviti kot tehtano skupno vrednost mesečne proizvodnje založniških storitev (katerih glavna sestavina je izdajanje programske opreme), računalniškega programiranja, svetovanja in drugih povezanih dejavnosti ter dejavnosti informacijskih storitev. Ta nadomestni kazalnik dobro korelira z rastjo naložb v proizvode intelektualne lastnine – in jo tudi prehiteva – ter kaže, da so se digitalne naložbe v letu 2025 pospešile (graf C). Tudi proizvodnja digitalnih storitev se je v zadnjih letih povečevala nekoliko hitreje kot nadomestni kazalnik digitalnih naložb. Toda proizvodnja digitalnih storitev je le grob približek za digitalne naložbe. Približno 80% proizvodnje v sektorjih računalniškega programiranja in informacijskih storitev v euroobmočju – največji del nadomestnega kazalnika za digitalne storitve – se je porabilo na domači ravni. Vendar se večina te proizvodnje ni kapitalizirala kot naložba, temveč se je obravnavala kot vmesna potrošnja. Pri tem obstajajo izrazite razlike med državami, deloma tudi zato, ker metode merjenja in računovodske prakse med nacionalnimi statističnimi uradi v EU niso usklajene (graf D).⁴

Graf C

Nadomestni kazalnik za proizvodnjo digitalnih storitev v euroobmočju in proizvodi intelektualne lastnine

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

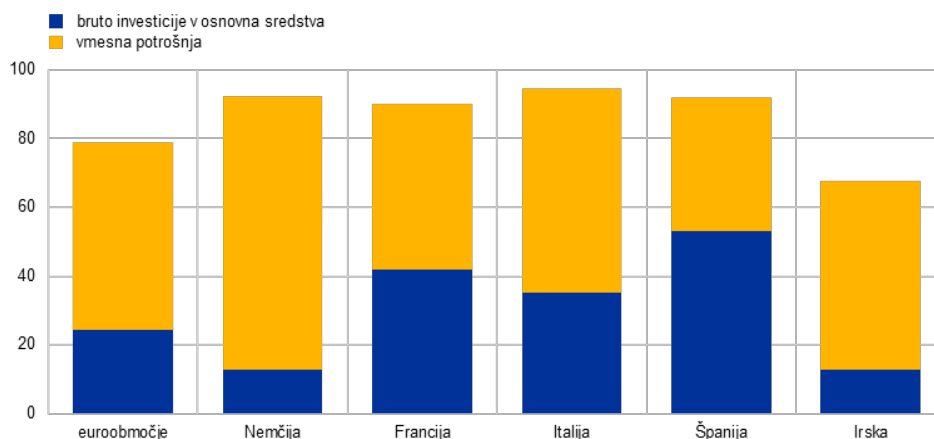
Opombe: Nadomestni kazalnik za proizvodnjo digitalnih storitev zajema tehtano, nedesezonirano proizvodnjo založniških storitev (statistična klasifikacija gospodarskih dejavnosti NACE, oddelek J58), računalniško programiranje, svetovanje in druge povezane dejavnosti (oddelek J62) ter informacijske dejavnosti (oddelek J63). Proizvodi intelektualne lastnine ne vključujejo Irske. Najnovejši podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025 za proizvode intelektualne lastnine in na december 2025 za podatke o proizvodnji.

⁴ Glej Nonnis et al. (2025).

Graf D

Uporaba dejavnosti računalniškega programiranja in informacijskih storitev v euroobmočju

(odstotni delež skupne uporabe)



Viri: Evropska komisija (input-output tabele Figaro) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Uporaba proizvodnje v združenih oddelkih NACE J62 in J63. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2023.

Čeprav so se digitalne naložbe v euroobmočju močno povečale, je bila njihova rast opazno počasnejša kot v ZDA. Če nadomestni kazalnik za digitalne naložbe razširimo z ocenjenim močnim povečanjem proizvodnje digitalnih storitev v letu 2025 in odpravimo izkrivljanja v skupnem trendu, ki so posledica volatilnosti proizvodov intelektualne lastnine na Irskem, rezultati kažejo, da so se digitalne naložbe v euroobmočju med letoma 2014 in 2025 povečale za nekaj več kot 60% (graf E). Rast je bila močna, toda podoben nadomestni kazalnik za ZDA se je v istem obdobju več kot podvojil, zlasti v letu 2025 zaradi izrazitega povečanja naložb v podatkovne centre.⁵ Izrazito in dozdevno vse večjo vrzel v primerjavi z ZDA bi bilo treba dodatno raziskati, da bi ocenili, v kolikšni meri odraža dejstvo, da so evropska podjetja na splošno manjša, kar zmanjšuje dobičkonosnost uvajanja novih tehnologij, ter v kolikšni meri je posledica strukturne togosti v euroobmočju ali pa zgolj prednosti ZDA kot prve na trgu na tem področju.⁶

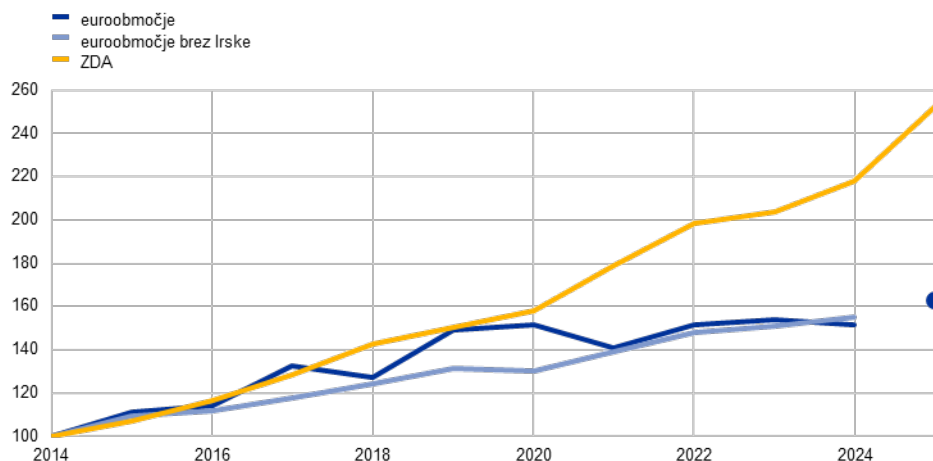
⁵ Za širšo primerjavo naložb v euroobmočju in ZDA glej Andersson et al. (2025).

⁶ V tej številki Ekonomskega biltena Ferrando et al. (2026) poroča o nedavni anketi SAFE o uporabi umetne inteligence in naložbenih trendih ter ugotavlja močno korelacijo med uvajanjem umetne inteligence in naložbenimi izdatki podjetij v euroobmočju. Podobni rezultati so razvidni tudi iz obsežnejše študije Evropske investicijske banke (2026).

Graf E

Nadomestni kazalnik za digitalne naložbe za euroobmočje in ZDA

(indeks: 2014 = 100)



Viri: Eurostat, Urad za ekonomske analize ZDA, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Nadomestni kazalnik za euroobmočje je enak kot v grafu B. Modra točka sega do leta 2025 na podlagi letne rasti nadomestnega kazalnika proizvodnje digitalnih storitev, prikazanega v grafu C. Nadomestni kazalnik za ZDA združuje naložbe v podatkovne centre, opremo za obdelavo informacij in računalniško programsko opremo. Najnovejši podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2025 za podatke za ZDA, na december 2025 za podatke o proizvodnji digitalnih storitev in na leto 2024 za druge podatke.

Delež digitalnih naložb naj bi se še naprej povečeval, kar bo imelo pomembne posledice za poslovni cikel in politiko.

Pričakovati je, da se bodo digitalne naložbe znatno povečale, saj jih bodo spodbudile naložbe tveganega kapitala in financiranje iz instrumenta »EU naslednje generacije«. Poleg tega sta bila nedavno uvedena dva vseevropska programa – akcijski načrt za celino umetne inteligence in strategija uporabe umetne inteligence – z namenom usmerjanja velikih sredstev v digitalne naložbe ter mobilizacije dodatnih nacionalnih sredstev držav članic EU.⁷ Glede na raziskavo Evropskega združenja podatkovnih centrov bi nadaljnje pospeševanje digitalnih naložb lahko zavirali nezadostna oskrba z energijo, pomanjkanje usposobljenega kadra ali prekomerna regulacija.⁸ Digitalne naložbe v euroobmočju bi se lahko upočasnile tudi, če umetna inteligenca ne bi dosegla pričakovanega povečanja produktivnosti in zmanjšanja stroškov, posledično pa bi se prihodnje povpraševanje popravilo navzdol.

Viri

Andersson, M., Jarvis, V. in Soudan, M. (2025), »[Podjetniške naložbe: zakaj euroobmočje zaostaja za ZDA?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB.

Evropska komisija (2025a), »[AI Continent Action Plan](#)«.

Evropska komisija (2025b), »[Apply AI Strategy](#)«.

⁷ Glej Evropska komisija (2025a) in Evropska komisija (2025b).

⁸ Glej Evropsko združenje podatkovnih centrov (2025).

Evropsko združenje podatkovnih centrov (2025), »[State of European Data Centres 2025](#)«.

Evropska investicijska banka (2026), »[AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#)«, *Working Paper 2026/02*, januar.

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. in Schmidt, M. (2026), »Uvajanje in naložbe v umetno inteligenco: podatki na podlagi odgovorov podjetij v euroobmočju na anketo o dostopu podjetij do financiranja«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB.

Gal, P., Hooley, J., Ozturk, F. in Unsal, F. (2025), »[Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#)«, *OECD Economics Department Working Papers*, številka 1859, OECD.

Lane, P. (2026), »[Interview with La Stampa](#)«, ECB, 16. januar.

Nonnis, A., Roth, F. in Bounfour, A. (2025), »[Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#)«, *VoxEU Column*, Center za raziskovanje ekonomskih politik, 6. oktober.

Rubinton, H. in Ankit Patro, B. (2026), »[Tracking AI's Contribution to GDP Growth](#)«, *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12. januar.

Uvajanje in naložbe v umetno inteligenco: podatki na podlagi odgovorov podjetij v euroobmočju na anketo o dostopu podjetij do financiranja

Pripravili Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga in Maurice Schmidt

V tem okvirju predstavljamo nove informacije o tem, kako podjetja v euroobmočju uvajajo tehnologije umetne inteligence (UI) in kakšni so njihovi načrti glede naložb v UI do konca leta 2026. Anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) iz zadnjega četrtertja 2025 (ECB, 2026) je vključevala sklop posebej pripravljenih vprašanj o uvajanju UI in razlogih za uporabo oziroma neuporabo teh tehnologij. Podjetja so odgovorila na vprašanje o tem, v kolikšni meri so uvedla specifične tehnologije, vključno z napovednimi orodji (kot so besedilno rudarjenje, prepoznavanje glasu in slik ter strojno učenje), generativnimi orodji (kot so klepetalni roboti in ustvarjanje besedil/slik) in robotsko avtomatizacijo procesov. Nato so bila pozvana, naj navedejo svoje načrte glede naložb v UI v naslednjih 12 mesecih in ocenijo razširjenost naložb v UI med svojimi konkurenti v svoji državi do junija 2025.¹

Velika podjetja, podjetja, ki kotirajo na borzi, podjetja s podporo tveganega kapitala in mlada podjetja uvajajo UI pogostejše kot mala podjetja, podjetja, ki ne kotirajo na borzi, in uveljavljena podjetja (graf A). Iz rezultatov ankete je razvidno, da je 38% podjetij v euroobmočju v napredni fazi uvajanja UI, kar pomeni, da UI uporabljajo znatno ali zmerno. 33% podjetij je še vedno v zgodnji fazi, pri čemer UI uporabljajo zelo redko ali poskusno. Okrog 45% velikih podjetij in podjetij, ki kotirajo na borzi, ali podjetij s podporo tveganega kapitala je v napredni fazi uporabe UI, pri mladih podjetjih pa je ta delež višji, in sicer 56%. Vendar pa je delež podjetij, ki poročajo o znatni uporabi UI, podoben pri vseh velikostnih razredih in vrstah lastništva, kar pomeni, da je uvajanje UI enakomerno razširjeno po osrednji skupini podjetij. Zanimivo pri tem je, da je ta delež pri mladih podjetjih dvakrat tolikšen, kar je verjetno posledica spodbujevalne vloge zagonskih podjetij.²

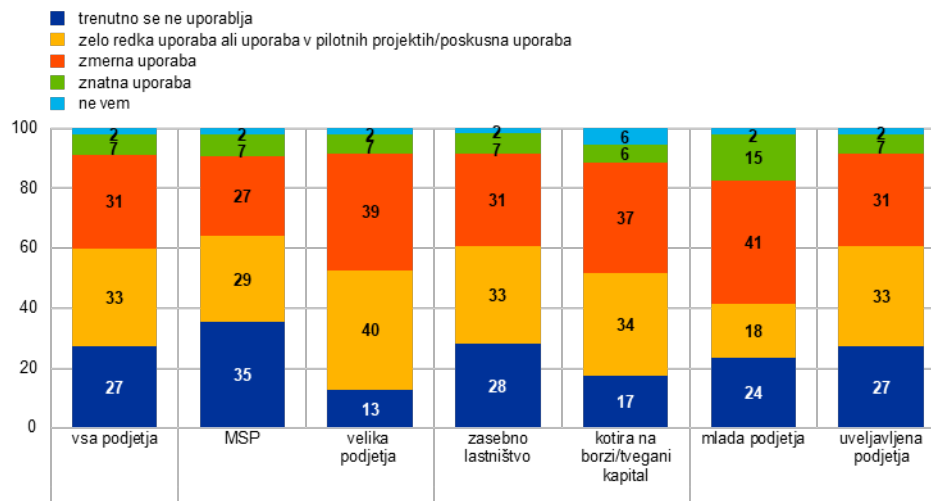
¹ Za dodatne informacije o drugih posebej pripravljenih vprašanjih o UI v anketi SAFE glej ECB (2026).

² Podobni odstotki glede uvajanja UI po značilnostih podjetij so prisotni tudi pri podjetjih, razčlenjenih po državah – glej Yotzov et al. (2026) za Združeno kraljestvo, ZDA, Nemčijo in Avstralijo ter Bencivelli et al. (2026) za Nemčijo, Italijo in Španijo.

Graf A

Uporaba umetne inteligence po značilnostih podjetij

(v odstotkih anketirancev)



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) (ECB, 2026) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: MSP pomeni mala in srednje velika podjetja (podjetja z največ 250 zaposlenimi). Mlada podjetja so mlajša od petih let.

»Zasebno lastništvo« se nanaša na posameznike, družine ali druga podjetja, ki imajo večinski lastniški delež v anketiranih podjetjih.

»Kotira na borzi/tvegani kapital« se nanaša na večinsko lastništvo prek javnih delničarjev ali družb tveganega kapitala. Podatki se nanašajo na krog ankete, izveden v obdobju oktober–december 2025.

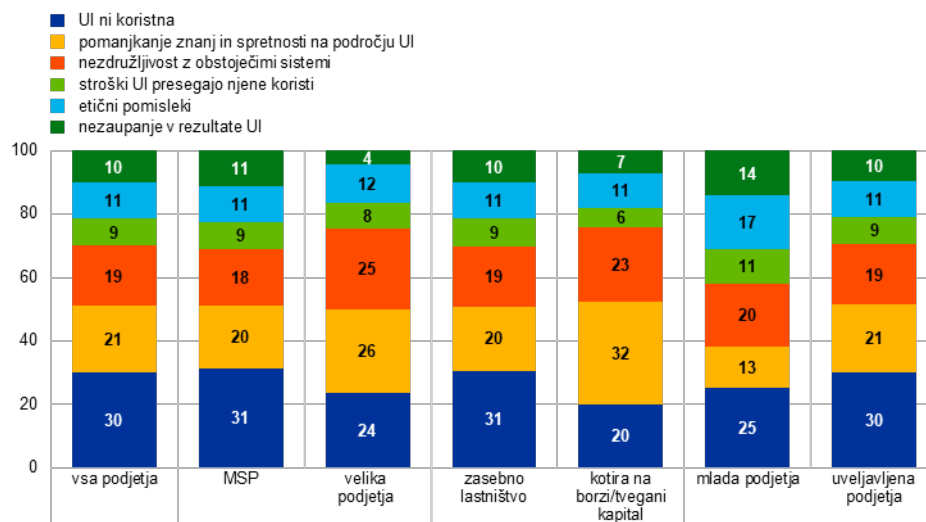
Podatki kažejo, da so najpogostejši razlogi za neuporabo UI njena domnevna nekoristnost in izzivi, povezani z njeno uporabo (graf B). Tako 30% podjetij, ki UI trenutno ne uporabljajo, kot glavno oviro navaja njeno nekoristnost, medtem ko okrog 20% teh podjetij glavno oviro vidi v nezdružljivosti z njihovimi obstoječimi sistemi ter pomanjkanju ustreznih znanj in spretnosti. Pri velikih podjetjih je manj verjetno, da se jim bo UI zdela nekoristna, kot pri malih in srednje velikih podjetjih (MSP), vendar pa prva pogosteje poročajo o izzivih pri uporabi, kot sta nezadostno strokovno znanje na področju UI in nezdružljivost z obstoječimi sistemi. Videti je, da podjetja, ki kotirajo na borzi, ali podjetja s podporo tveganega kapitala, v katerih je uvajanje UI navadno bolj razširjeno, prepoznajo potencialno vrednost UI, tudi če teh tehnologij še niso uvedla, medtem ko podjetja v zasebni lasti pogosteje poročajo o ovirah, kot je domnevna nekoristnost. V primerjavi z uveljavljenimi podjetji mlajša podjetja pogosteje izražajo etične pomisleke in kot oviro za uvajanje navajajo nezaupanje v rezultate UI.³

³ Podjetja so bila v anketi tudi pozvana, naj navedejo razloge za uporabo UI. Iz odgovorov je razvidno, da se UI uvaja predvsem zaradi izboljšanja osrednjih in neosrednjih poslovnih procesov, medtem ko precej manj podjetij kot razloge navaja zmanjševanje stroškov zaposlenih, podpiranje raziskav in razvoja ter inovacij ali širitev ponudbe izdelkov in storitev. Ne glede na obseg uvajanja UI podjetja praviloma navajajo podobne razloge za njeno uporabo, pri čemer med velikostnimi razredi ni pomembnejših razlik (ECB, 2026).

Graf B

Razlogi za neuporabo umetne inteligence po značilnostih podjetij

(v odstotkih anketirancev)



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) (ECB, 2026) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: »Vsa podjetja« vključuje samo podjetja, ki trenutno ne uporabljajo UI. MSP pomeni mala in srednje velika podjetja (podjetja z največ 250 zaposlenimi). Mlada podjetja so mlajša od petih let. »Zasebno lastništvo« se nanaša na posameznike, družine ali druga podjetja, ki imajo večinski lastniški delež v anketiranih podjetjih. »Kotirana na borzi/tvegani kapital« se nanaša na večinsko lastništvo prek javnih delničarjev ali družb tveganega kapitala. Podatki se nanašajo na krog ankete, izveden v obdobju oktober–december 2025.

Podjetja, ki znatno uporabljajo UI, verjetneje pričakujejo povečanje prometa in naložb v osnovna sredstva kot podjetja, ki ne uporabljajo UI (graf C). Iz regresijske analize je razvidno razmerje med stopnjo uporabe UI in pričakovanji podjetij glede realnih rezultatov. Glede na velikost, sektor in lokacijo podjetja, ki znatno uporabljajo UI, verjetneje pričakujejo povečanje prometa (za 21%) in naložb v osnovna sredstva (za 13%) v naslednjih treh mesecih kot podjetja, ki ne uporabljajo UI (graf C, slika a). Poleg tega je pričakovani delež prihodnjih naložb, namenjenih za UI, večji, če je pogostost uporabe UI večja. Podjetja, ki redko uporabljajo UI, pričakujejo, da bodo za UI namenila za 3,2 odstotne točke več naložb kot podjetja, ki ne uporabljajo UI (graf C, slika b). Pri podjetjih, ki zmerno ali znatno uporabljajo UI, znaša ta razlika v primerjavi s podjetji, ki ne uporabljajo UI, 5,5 oziroma 11,5 odstotne točke. Poleg tega podjetja, ki znatno uporabljajo UI, v naslednjih 12 mesecih pričakujejo dodatno zvišanje plač za 0,6 odstotne točke in povečanje zaposlovanja za 1,3 odstotne točke v primerjavi s podjetji, ki ne uporabljajo UI.⁴

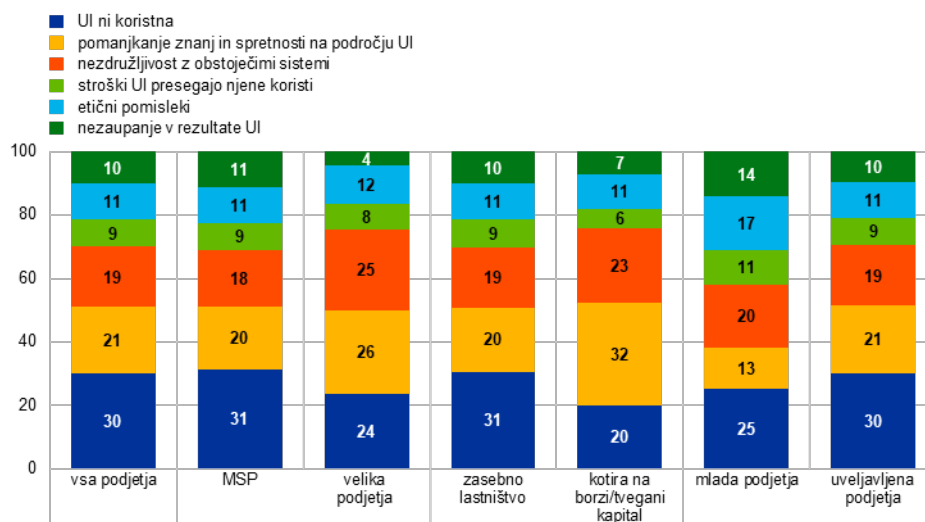
⁴ Pri podjetjih, ki ne uporabljajo UI, znaša brezpogojna tehtana srednja vrednost pričakovanega zvišanja plač 3,1%, v primerjavi s 3,7% pri podjetjih, ki znatno uporabljajo UI. V primeru zaposlovanja ti vrednosti znašata 0,6% oziroma 2,8%. O podobnih rezultatih poročajo Aldasoro et al. (2026).

Graf C

Uporaba umetne inteligence in pričakovanja podjetij glede realnih rezultatov

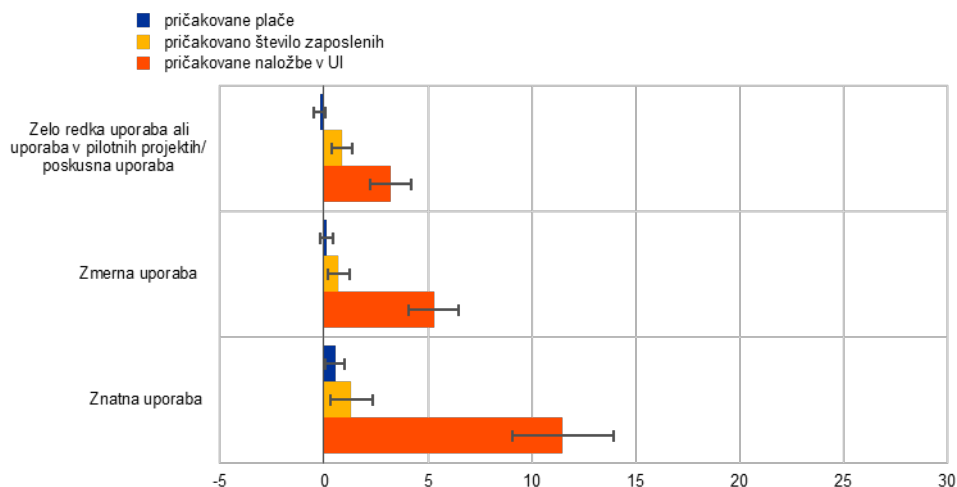
a) Naložbe in promet

(v odstotkih)



b) Plače, zaposlovanje in naložbe v UI

(v odstotnih točkah)



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) (ECB, 2026) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a prikazuje koeficiente regresij pričakovanega prometa/naložb na ravni podjetij (tj. slamanatih spremenljivk, ki prevzamejo vrednost 1, če podjetje pričakuje povečanje v naslednjih treh mesecih) na uporabo UI z izpuščeno kategorijo »brez uporabe«. Slika b prikazuje koeficiente regresij treh zveznih spremenljivk na ravni podjetij – pričakovano povečanje plač, števila zaposlenih in deleža naložb v naslednjih 12 mesecih – na uporabo UI. Na podlagi anket ponderirane regresije s fiksnimi učinki po panogi, državi in velikosti podjetij. Prečke predstavljajo 90-odstotni interval zaupanja. Graf temelji na krogu ankete, izvedenem v obdobju oktober–december 2025.

Podjetja, ki trenutno uporabljajo UI, pričakujejo, da bodo letos v UI vložila več kot podjetja, ki ne uporabljajo UI, kar pomeni, da obstaja krog, v katerem se uvajanje in inovacije medsebojno krepijo (graf D). Podjetja v povprečju

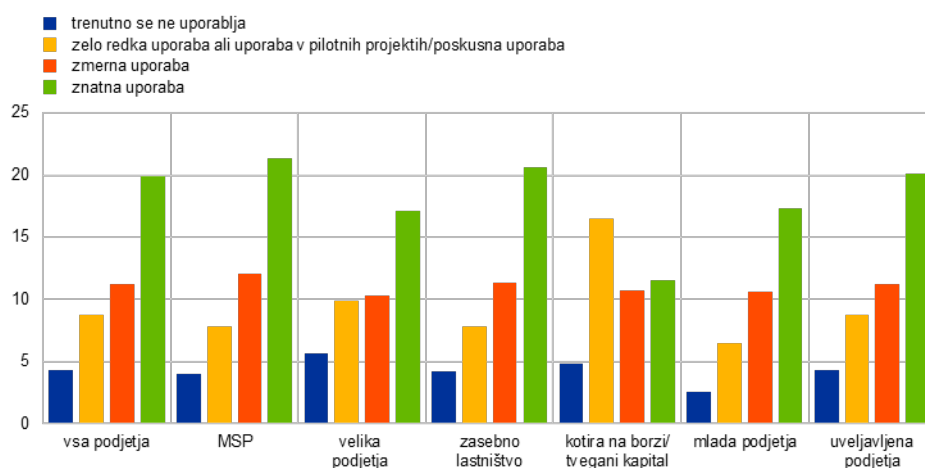
pričakujejo, da bodo 9% skupnih naložb namenila za UI, čeprav obstajajo precejšnje razlike glede na značilnosti podjetij in stopnjo uvajanja UI. Podjetja, ki trenutno ne uporabljajo UI, pričakujejo, da bodo za UI namenila relativno majhen delež naložb (v povprečju 4%), pri čemer med temi podjetji velika podjetja predvidevajo rahlo višji delež (6%) kot MSP (4%). Nasprotno podjetja v naprednejši fazi uvajanja UI

predvidevajo precej višje deleže naložb. Podjetja, ki zmerno uporabljajo UI, pričakujejo, da bodo za UI namenila 11% naložb, medtem ko podjetja, ki znatno uporabljajo UI, poročajo o najvišjem predvidenem deležu naložb (20%). Med podjetji, ki znatno uporabljajo UI, so na prvem mestu MSP, ki pričakujejo 21-odstotni delež naložb v UI, v primerjavi s 17-odstotnim deležem pri velikih podjetjih. Iz splošnega vzorca naložb v UI je mogoče sklepati, da obstaja krog medsebojne krepitve, v katerem podjetja, ki že uporabljajo UI, povečujejo naložbe, da bi te tehnologije nadalje razvila in integrirala.

Graf D

Pričakovane naložbe v umetno inteligenco v naslednjih 12 mesecih glede na trenutno intenzivnost uporabe in značilnosti podjetij

(v odstotkih skupnih naložb)



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) (ECB, 2026) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: MSP pomeni mala in srednje velika podjetja (podjetja z največ 250 zaposlenimi). Mlada podjetja so mlajša od petih let. »Zasebno lastništvo« se nanaša na posameznike, družine ali druga podjetja, ki imajo večinski lastniški delež v anketiranih podjetjih. »Kotira na borzi/tvegani kapital« se nanaša na večinsko lastništvo prek javnih delničarjev ali družb tvegane kapitala. Podatki se nanašajo na krog ankete, izveden v obdobju oktober–december 2025.

Z vzorci naložb v UI je tesno povezana tudi lastniška struktura. Medtem ko so pri podjetjih, ki zmerno uporabljajo UI, naložbeni trendi podobni ne glede na njihovo lastniško strukturo, se razlike pojavijo v zgodnji in napredni fazi uvajanja UI (graf D). Podjetja, ki kotirajo na borzi, ali podjetja s podporo tvegane kapitala imajo najvišji pričakovani delež naložb v UI, če so v zgodnji fazi uvajanja UI, pri čemer za UI namenijo 17% skupnih naložb, v primerjavi z 8-odstotnim deležem pri podjetjih v zasebni lasti. K njihovem vodilnemu položaju verjetno prispevajo prednosti na področju financiranja in osredotočenost na priložnosti za doseganje visoke rasti. Nasprotno so v zvezi z naložbami v napredni fazi na prvem mestu podjetja v zasebni lasti, ki pričakujejo, da bodo za UI namenila 21% skupnih naložb, medtem ko znaša ta delež pri podjetjih, ki kotirajo na borzi, ali podjetjih s podporo tvegane kapitala 12%. To je verjetno posledica njihove skoncentrirane lastniške strukture in dolgoročne strateške usmeritve, zaradi katerih so prožnejša pri izkoriščanju dokazanih koristi UI.

Mlada podjetja najprej malo vlagajo v UI, ob stopnjevanju uvajanja pa naložbe vanjo povečujejo. Mlada podjetja poročajo o najnižjih pričakovanih deležih naložb v UI v začetnih fazah uvajanja (3% njihovih skupnih naložb – graf D). Vendar pa se ta

delež v naprednejših fazah uvajanja UI poveča na 17%, s čimer se približa deležu naložb pri uveljavljenih podjetjih. Ta vzorec je mogoče pojasniti z več dejavniki: z učenjem skozi prakso se zmanjša negotovost glede tega, katere aplikacije ustvarjajo vrednost, uspešni zgodnji pilotni projekti pa upravičijo poznejše naložbe na tem področju.

Viri

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C., in Wolski, M. (2026), »[AI adoption, productivity and employment: evidence from European firms](#)«, *BIS Working Papers*, št. 1325, Banka za mednarodne poravnave, januar.

Bencivelli, L., De Masi, L., Falck, E., Fernández Cerezo, A., Formai, S., Hidalgo Bricio, I., Mattevi, E., in Nagengast, A. (2026), »[Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys](#)«, VOXEU Column.

ECB (2026), [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Fourth quarter of 2025](#).

Yotzov, I., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Davis, S. J., Foster, K. M., Jalca, A., Meyer, B. H., Mizen, P., Navarrete, M. A., Smietanka, P., Thwaites, G., in Wang, B. Z. (2026), »[Firm Data on AI](#)«, *Working Papers*, št. 34836, National Bureau of Economic Research, februar.

Finančne in makroekonomske posledice zvišanja zelo dolgoročnih donosnosti

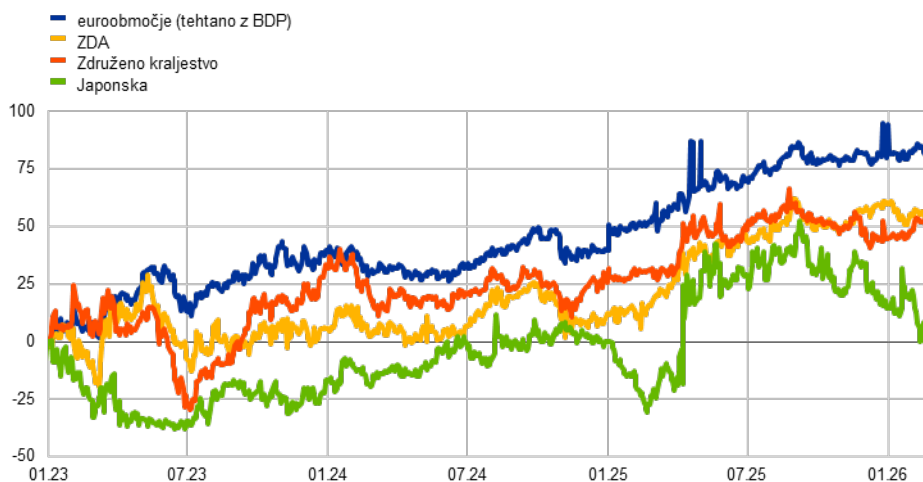
Pripravili Tilman Bletzing, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsis in Johannes Pöschl

Zelo dolgoročne obrestne mere so se v zadnjem letu v več razvitih gospodarstvih precej zvišale, zato je nagib krivulje donosnosti na zelo dolgem koncu postal bolj strm (graf A). V euroobmočju je bilo naraščanje nagiba krivulje donosnosti med 30-letnimi in 10-letnimi državnimi obveznicami razmeroma izrazito v primerjavi s prejšnjimi obdobji, kar odraža premik k bolj normalno nagnjenim krivuljam donosnosti zaradi višjih dolgoročnih realnih obrestnih mer, globalnih dejavnikov in javnofinančnega repozicioniranja držav euroobmočja (Böninghausen in Vladu, 2026). V tem okvirju preučujemo posledice, ki jih ima naraščanje nagiba krivulje donosnosti na daljšem koncu za stroške državnega financiranja, portfelje zasebnega sektorja, bančno posojanje in makroekonomsko uspešnost.

Graf A

Nagib krivulje donosnosti med 30-letnimi in 10-letnimi državnimi obveznicami euroobmočja in izbranih držav

(v bazičnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje kumulativne spremembe nagiba krivulje donosnosti državnih obveznic vsake države, kot so ponazorjene z nagibom med 30-letno in 10-letno krivuljo donosnosti. Zadnji podatki se nanašajo na 25. februar 2026.

Neposredni učinki zvišanja zelo dolgoročnih donosnosti na stroške državnega financiranja so najverjetneje omejeni. Ponudba zelo dolgoročnih državnih dolžniških vrednostnih papirjev se je v zadnjih letih povečala tako v absolutnem smislu kot glede na delež obstoječega dolga (graf B, slika a). Če vse drugo ostane nespremenjeno, povečana ponudba prispeva k višjim donosnostim na zelo dolgem koncu krivulje. Vendar bodo morebitni učinki, ki izhajajo iz naraščanja nagiba krivulje donosnosti med 30-letnimi in 10-letnimi državnimi obveznicami, na skupne stroške državnega financiranja po pričakovanjih omejeni. Pri okrog 70% izdaj gre še vedno za zapadlosti, krajše od deset let, zato višje zelo dolgoročne obrestne mere nanje ne

vplivajo neposredno. Poleg tega lahko upravljavci dolga v odziv na spremembe obrestnih mer fleksibilno prilagodijo strukturo zapadlosti svojih izdaj, kar jim omogoča, da ublažijo posledice, ki jih ima naraščanje nagiba krivulje donosnosti za stroške državnega financiranja.¹

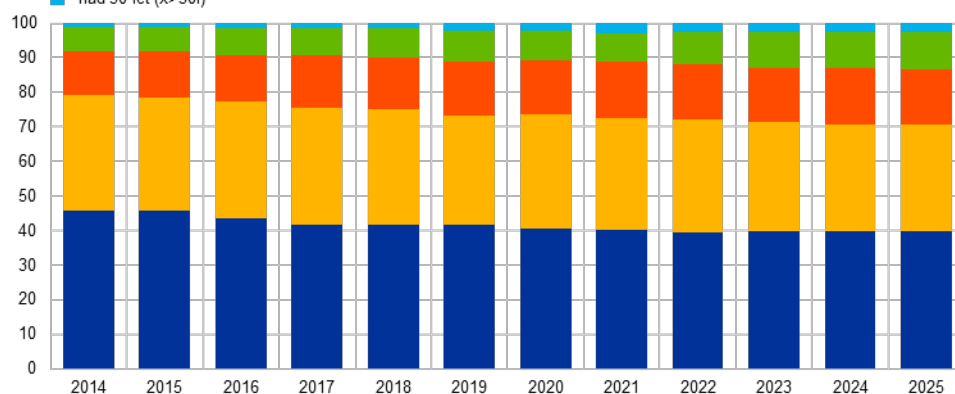
Graf B

Obstoječi državni dolg v euroobmočju

a) Po razredih zapadlosti

(odstotek obstoječega dolga)

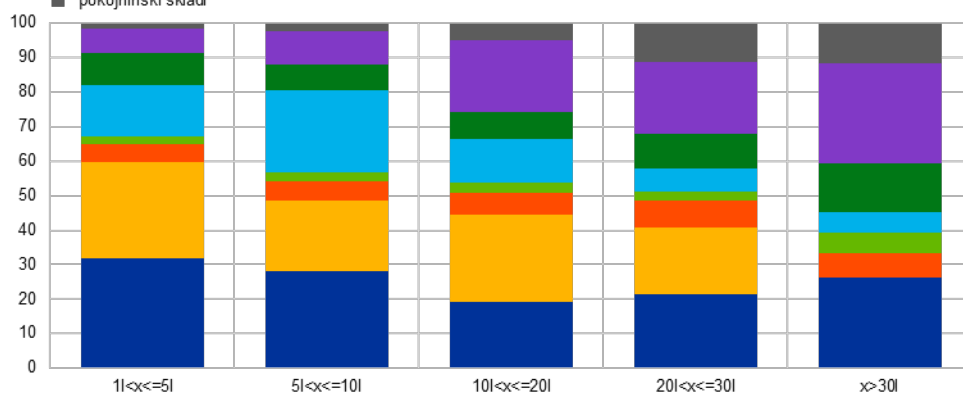
- nad eno in do pet let ($1 < x \leq 5$)
- nad pet in do deset let ($5 < x \leq 10$)
- nad deset in do 20 let ($10 < x \leq 20$)
- nad 20 in do 30 let ($20 < x \leq 30$)
- nad 30 let ($x > 30$)



b) Po sektorjih imetnika

(odstotek obstoječega dolga)

- imetniki zunaj euroobmočja
- Eurosistem
- drugi imetniki v euroobmočju
- gospodinjstva
- banke
- investicijski skladi
- zavarovalne družbe
- pokojninski skladi



Viri: statistika ECB o imetjih vrednostnih papirjev, centralizirana baza vrednostnih papirjev in izračuni ECB.

Opombe: Imetniki zunaj euroobmočja vključujejo vlagatelje zunaj euroobmočja. Na grafu so prikazane informacije za Nemčijo, Španijo, Francijo in Italijo.

¹ Podaljševanje zapadlosti novo izdanih obveznic je ključna strategija upravljavcev dolga v obdobju nizkih obrestnih mer. Analiza tega, kako države prilagodijo svoje izdaje v odziv na spremembe v donosnosti, je v Plessen-Mátyás et al. (2023).

Prestrukturiranje portfeljev s strani zavarovalnih družb in pokojninskih skladov (ZDPS) v odziv na spremembe zelo dolgoročnih donosnosti bi lahko vplivalo na stroške financiranja zasebnega sektorja.

ZDPS predstavljajo glavna sektorja imetnikov zelo dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, saj njihov skupen delež znaša več kot 40% obveznic z zapadlostjo nad 30 let (graf B, slika b). Ker bilance stanja ZDPS navadno kažejo negativne razlike v trajanju (tj. trajanje njihovih obveznosti je navadno daljše od trajanja njihovih sredstev), se njihova kapitalska pozicija izboljša, kadar se dolgoročne donosnosti zvišajo, saj se s tem zmanjša potreba po strategijah usklajevanja trajanja in torej tudi povpraševanje po dolgoročnih obveznicah (glej Domanski et al., 2017). Prehod nizozemskih pokojninskih skladov od shem z zagotovljenimi prejemki k shemam z določenimi prispevki, ki naj bi bil končan do leta 2028, bi prav tako lahko prispeval k določenemu prestrukturiranju od zelo dolgoročnih obveznic, ker se bo zmanjšala potreba po zaščiti pred tveganjem zelo dolgoročnih obrestnih mer. Vpliv teh premikov na stroške financiranja zasebnega sektorja bo odvisen od tega, kako se bodo ZDPS odločili prestrukturirati portfelje. Če bodo kupili precej več vrednostnih papirjev zasebnega sektorja, kot so podjetniške obveznice ali delnice, se bodo zvišali donosi teh vrednostnih papirjev, zato se bodo znižali stroški financiranja zasebnega sektorja (glej Kubitza, 2026). Po drugi strani so ZDPS, kolikor naraščanje nagiba krivulje donosnosti sovpada z na splošno višjimi ravni dolgoročnih obrestnih mer vzdolž krivulje, manj naklonjeni iskanju donosov z bolj tveganimi vrednostnimi papirji, kor so na primer podjetniške obveznice ali delnice (glej Kaufmann et al., 2024). Namesto tega bi se zavarovatelji lahko usmerili k državnim obveznicam vseh ročnosti, s čimer bi ustvarili pritiske na zvišanje stroškov financiranja zasebnega sektorja. Torej obstaja več kanalov, ki bi se med sabo lahko izničili in prek katerih lahko prestrukturiranje portfeljev ZDPS vpliva na stroške financiranja zasebnega sektorja, zato je skupni vpliv dvoumen.

Naraščanje nagiba krivulje donosnosti se kaže v pritiskih na zvišanje obrestnih mer za hipotekarna posojila s fiksno začetno obrestno mero nad deset let.

V anketi ECB o pričakovanih potrošnikov iz februarja 2025 je skoraj polovica gospodinjstev s hipotekarnimi posojili navedla, da je začetno obdobje fiksiranja obrestne mere za njihovo posojilo daljše od deset let, okrog četrтина pa jih je navedla začetno obdobje fiksiranja obrestne mere, daljše od 20 let (graf C, slika a). Oglaševane zelo dolgoročne obrestne mere za hipotekarna posojila, pridobljene iz spletnih virov, so se od januarja 2025 precej zvišale, zlasti v Nemčiji in Italiji (graf C, slika b).² Dodatna obrestna mera, ki jo gospodinjstva plačajo za sklenitev hipotekarnih pogodb z zelo dolgim obdobjem fiksiranja obrestne mere glede na pogodbe z desetletnim obdobjem fiksiranja, se je prav tako precej zvišala, zlasti v Nemčiji in Italiji (graf C, slika c). Gledano v celoti se zaradi tega lahko zaostrijo stroški financiranja gospodinjstev.

² S spletnimi podatki o hipotekarnih posojilih se spremljajo posojila z natančno določenim obdobjem fiksiranja za stalne značilnosti posojilojemalcev, zato so boljši približek za obrestne mere pri bankah, medtem ko statistika obrestnih mer odraža ravnovesje med obrestnimi merami, ki jih ponujajo banke, in odločitvami, ki jih sprejmejo posojilojemalci. Zelo dolgoročne obrestne mere za hipotekarna posojila so razpoložljive obrestne mere z začetnim obdobjem fiksiranja obrestne mere, ki je čim bližje 30-letnemu obdobju. To pomeni 30-letno obdobje pri Nemčiji, Španiji in Italiji ter 25-letno obdobje pri Franciji.

Graf C

Obdobja fiksiranja obrestne mere za hipotekarna posojila, ponujene obrestne mere za hipotekarna posojila z zelo dolgim obdobjem fiksiranja in razlika v razmikih med obrestnimi merami za hipotekarna posojila z zelo dolgim obdobjem fiksiranja in dolgim obdobjem fiksiranja

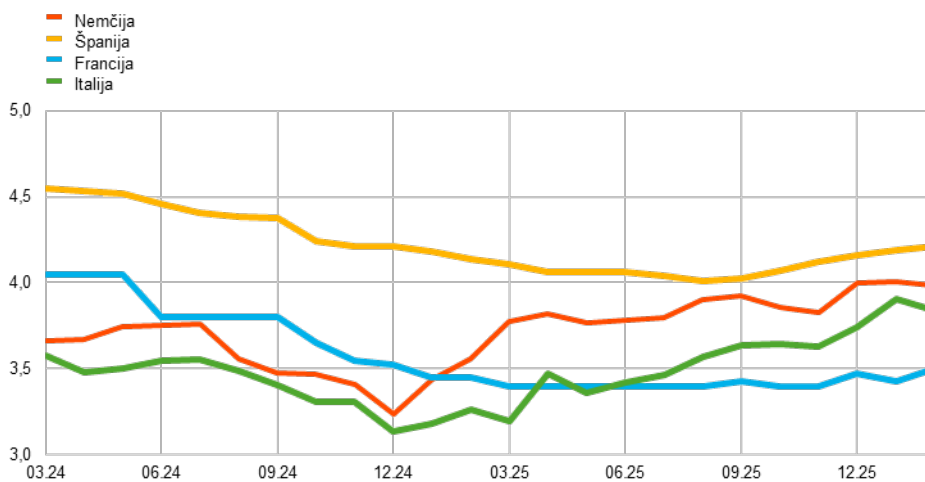
a) Hipotekarna posojila po obdobjih fiksiranja

(odstotek obstoječih hipotekarnih posojil)



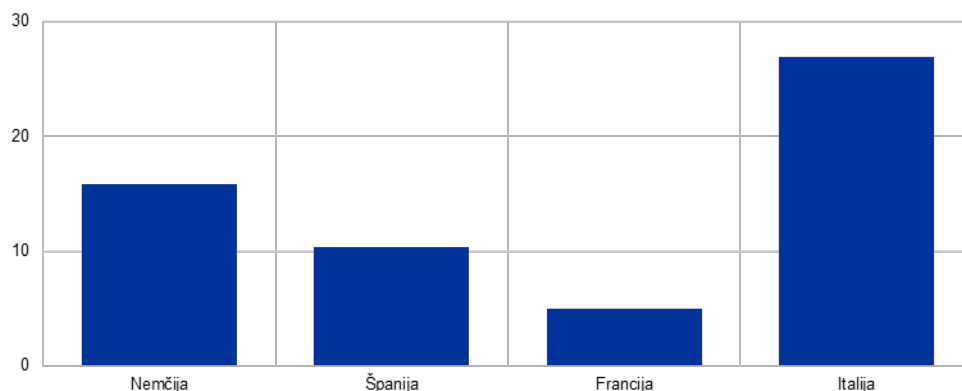
b) Ponujene obrestne mere za hipotekarna posojila z zelo dolgim obdobjem fiksiranja

(v odstotkih na leto)



c) Razlike v razmikih med obrestnimi merami za hipotekarna posojila z zelo dolgim obdobjem fiksiranja in dolgim obdobjem fiksiranja od januarja 2025

(v bazičnih točkah)



Viri: anketa o pričakovanih potrošnikov, na spletu oglaševane obrestne mere (MutuiSupermarket, Idealista, Verivox in Empruntis) in izračuni ECB.

Opombe: Slika a: odgovori gospodinjstev v spodnjih dveh skupinah finančne pismenosti se niso upoštevali. Odgovori so tehtani z utežmi vzorčenja populacije in z obsegom hipotekarnih posojil ob njihovi sklenitvi. Slika b: obrestne mere, oglaševane na spletu za hipotekarna posojila z zelo dolgim obdobjem fiksiranja. Slika c: razlike v hipotekarnih razmikih od januarja 2025. Hipotekarni razmiki so v vsaki državi razlika med obrestnimi merami za hipotekarna posojila z obdobjem fiksiranja obrestne mere, ki je čim bližje 30-letnemu obdobju, in obrestnimi merami za hipotekarna posojila z obdobjem fiksiranja obrestne mere, ki je čim bližje 10-letnemu obdobju. V Nemčiji sta to 30-letno in 10-letno obdobje, v Franciji 25-letno in 10-letno obdobje ter v Italiji in Španiji 30-letno in 15-letno obdobje. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025 pri anketi o pričakovanih potrošnikov in na februar 2026 pri obrestnih merah, oglaševanih na spletu.

Obrestne mere z zelo dolgimi ročnostmi le malo vplivajo na indekse pogojev financiranja, ki povzemajo cene finančnega premoženja, ki so makroekonomsko relevantne.

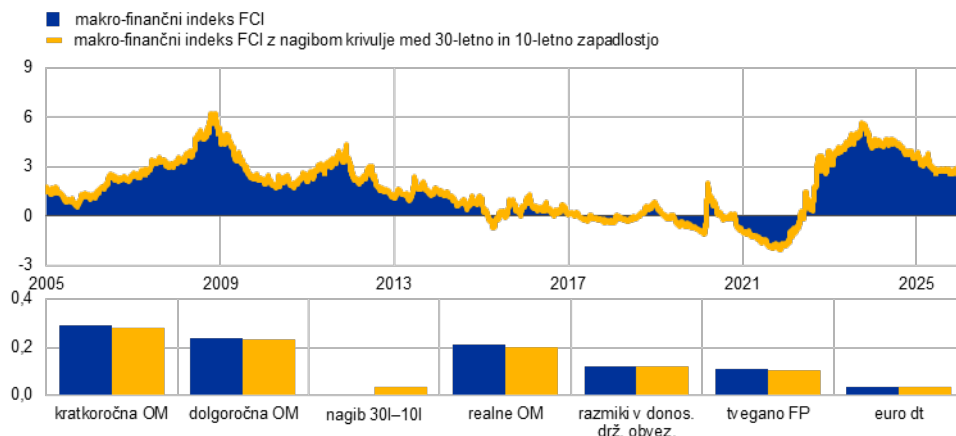
Z makro-finančnim indeksom pogojev financiranja (FCI), ki so ga razvili Bletzinger et al. (2026), je mogoče oceniti pomembnost spremenljivk finančnih trgov za skupno dinamiko ključnih makroekonomskih spremenljivk in finančnih pogojev. Če se osnovni specifikaciji doda merilo nagiba krivulje obrestnih mer v obrestnih zamenjav na indeks transakcij čez noč med 30-letno in 10-letno zapadlostjo, je dobljeni indeks v bistvu nespremenjen zaradi majhne uteži, ki je ocenjena za to merilo nagiba (graf D, slika a). Ko se v skladu s tem upoštevajo standardne ročnosti (kot so na primer obrestne mere čez noč in 10-letne obrestne mere), zelo dolge ročnosti ne daje dodatnih informacij o pogojih financiranja in torej o makroekonomski dinamiki v euroobmočju. V primerjavi z osnovnim indeksom FCI izpopolnjena specifikacija ne kaže izboljšanja prileganja znotraj vzorca pri skupni inflaciji, proizvodni vrzeli in pogojih financiranja.

Graf D

Pogoji financiranja in makroekonomski odzivi na naraščanje nagiba krivulje

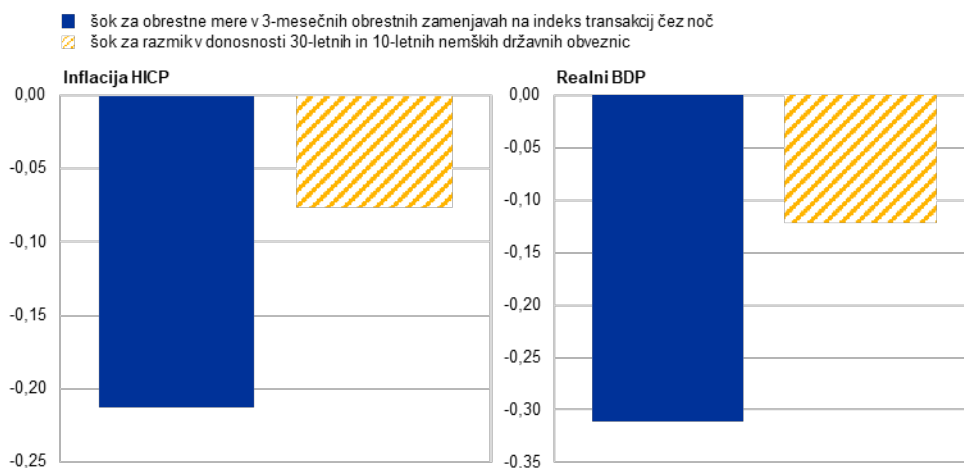
a) Pogoji financiranja

(zgornji graf: indeks; spodnji graf: razmerje)



b) Odziv inflacije (HICP) in realnega BDP na spremembe obrestnih mer

(v odstotkih)



Viri: Bletzinger et al. (2026), LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Slika a: v zgornjem grafu modro območje ponazarja osnovni makro-finančni indeks FCI iz Bletzinger et al. (2026). Rumena črta prikazuje ponovno ocenjeno različico, ki kot dodatno spremenljivko vključuje dolgoročno merilo nagiba krivulje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. V spodnjem grafu stolpci označujejo normalizirane uteži različnih razredov finančnega premoženja v osnovnem in ponovno ocenjenem makro-finančnem indeksu FCI. Kratica »OM« pomeni obrestna mera in kratka »FP« finančno premoženje. »Nagib 30l-10l« pomeni nagib med 30-letno in 10-letno krivuljo donosnosti. »Euro dt« pomeni nominalni efektivni devizni tečaj eura. Slika b: lokalne projekcije, ocenjene za visokofrekvenčni šok v zvezi z denarno politiko ECB, ki znaša en standardni odklon, za obrestne mere v 3-mesečnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (modra stolpca) in za razmik v donosnosti 30-letnih in 10-letnih nemških državnih obveznic (rumena stolpca) na podlagi Altavilla et al. (2019). Stolpci označujejo največje odzive v triletnem obdobju. Polni stolpci ponazarjajo statistično značilnost celotnega odziva na 10-odstotni ravni. Model je ocenjen mesečno med januarjem 2002 in septembrom 2025, z dvema odlogoma. Kontrolne spremenljivke so razmik v donosnosti 30-letnih in 10-letnih nemških državnih obveznic, donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic, donosnost trimesečnih obrestnih zamenjav na indeks transakcij čez noč, devizni tečaj USD/EUR, logaritem sestavljenega kazalnika sistemskega stresa in indeks cen primarnih surovin Mednarodnega denarnega sklada.

Gledano v celoti so makroekonomske posledice naraščanja nagiba krivulje donosnosti na zelo dolgem koncu omejene.

Medtem ko je v zgornji razpravi predstavljenih več transmisijskih kanalov, ki se med seboj izničijo in delujejo prek stroškov državnega financiranja, prestrukturiranja portfeljev in hipotekarnih trgov, pa empirične ocene kažejo, da so učinki, ki izhajajo iz šokov za nagib krivulje donosnosti na daljšem koncu, na inflacijo in realni BDP v euroobmočju le omejeni (graf D, slika b). V primerjavi z učinki običajnega šoka v zvezi s kratkoročno obrestno

mero je odziv inflacije – ki je ključno merilo ECB za cenovno stabilnost – na spremembe v nagibu krivulje donosnosti na daljšem koncu več kot trikrat manjši in ni statistično značilen. Podobno se tudi realni BDP nekoliko zniža po šoku v zvezi z naraščanjem nagiba krivulje, vendar je v primerjavi s šokom v zvezi s kratkoročno obrestno mero odziv znatno manjši in ni statistično značilen. Gledano v celoti naraščanje nagiba krivulje dolgoročne donosnosti sicer v različni meri vpliva na stroške financiranja in finančne posrednike, vendar na pogoje financiranja in makroekonomsko dinamiko večinoma nima vpliva.

Viri

Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. in Ragusa, G. (2019), »[Measuring euro area monetary policy](#)«, *Journal of Monetary Economics*, zvezek 108, str. 162–179.

Bletzinger, T., Martorana, G. in Mistak, J. (2026), »[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)«, *Working Paper Series*, št. 3193, ECB, februar.

Böninghausen, B. in Vladu, A. (2026), »[Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025](#)«, *Blog ECB*, ECB, 16. januar.

Domanski, D., Shin, H.S. in Sushko, V. (2017), »[The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#)«, *IMF Economic Review*, zvezek 65, št. 1, str. 113–153.

Kaufmann, C., Levya, J. in Storz, M. (2024), »[Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy](#)«, *Working Paper Series*, št. 2892, ECB, januar.

Kubitza, C. (2026), »[Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#)«, *The Review of Financial Studies* (v tisku).

Plessen-Mátyás, K., Kaufmann, C. in von Landesberger, J. (2023), »[Funding Behavior of Debt Management Offices and the ECB's Public Sector Purchase Program](#)«, *International Journal of Central Banking*, zvezek 19, št. 4, str. 339–399.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 5. novembra 2025 do 10. februarja 2026

Pripravila Christian Lizarazo in Kristian Tötterman

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 5. novembra 2025 do 10. februarja 2026 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je še naprej zmanjševala. Predvsem zaradi manjših Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji po prenehanju ponovnega investiranja v okviru prvega programa v začetku julija 2023 in ponovnega investiranja v okviru slednjega programa ob koncu decembra 2024 se je zagotavljanje likvidnosti v obravnavanem obdobju zmanjšalo. Zmanjšanje je spremljalo rahlo povečanje neto avtonomnih dejavnikov, ki je prav tako prispevalo k zmanjšanju presežne likvidnosti.

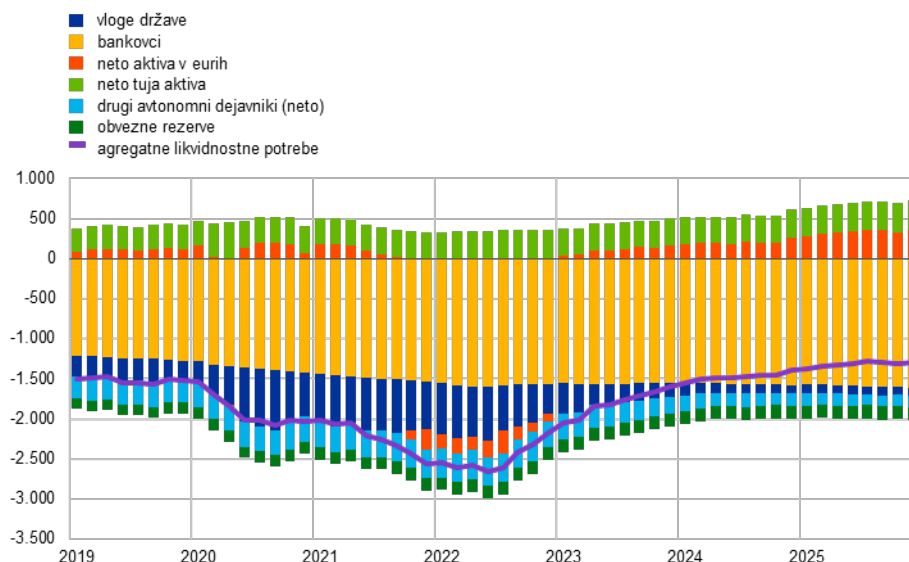
Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema euroobmočja, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 18 milijard EUR na 1.306 milijard EUR (tabela A). K povečanju sta prispevala zmanjšanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti in povečanje avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti (graf A). Obvezne rezerve so se povečale za 1 milijardo EUR na 169 milijard EUR, pri čemer so prav tako malenkostno prispevale k povečanju likvidnostnih potreb.

Graf A

Agregatne likvidnostne potrebe po obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opombe: Vsak stolpec prikazuje povprečja za vsako obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv. V vsakem letu je osem obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv, pri čemer se osmo obdobje nadaljuje v naslednje koledarsko leto. Zadnji podatki se nanašajo na osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali za 8 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica zmanjšanja neto aktive v eurih za 16 milijard EUR. K zmanjšanju je prispevalo povečanje vlog v eurih, ki niso povezane z denarno politiko – so dejavnik umikanja likvidnosti – pri čemer je bilo to povečanje le delno odtehtano s povečanjem naložb v eurih, ki niso povezane z denarno politiko – so dejavnik povečevanja likvidnosti. Imetja neto tuje aktive so se povečala za 8 milijard EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju predvsem zaradi povečanja bankovcev v obtoku povečali za 9 milijard EUR.

Povpraševanje po bankovcih se običajno poveča med prazniki zaradi višjih izdatkov gospodinjstev. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju povečala za 15 milijard EUR na skupno 1.607 milijard EUR. Vloge države pri Eurosistemu so se zmanjšale za 9 milijard EUR na 102 milijardi EUR, saj se izdajanje s strani držav proti koncu leta običajno upočasni, posledično pa so se zmanjšale tudi denarne rezerve v državnih zakladnicah.

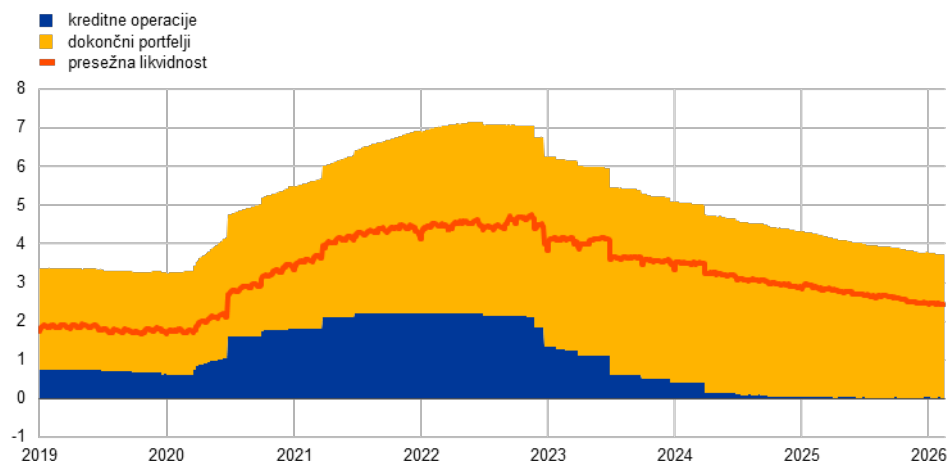
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 125 milijard EUR na 3.776 milijard EUR (graf B). Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja Eurosistemovih dokončnih portfeljev.

Graf B

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev denarne politike, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 128 milijard EUR na 3.752 milijard EUR. Zmanjšanje je bilo posledica tega, da so ob prenehanju ponovnega investiranja imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji še naprej zapadala.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju povečal za 3 milijarde EUR na 24 milijard EUR.

Povprečno stanje operacij glavnega refinanciranja se je povečalo za okrog 4 milijarde EUR na 13 milijard EUR, k čemur je prispevalo intenzivnejše sodelovanje v teh operacijah ob prelomu leta (25 milijard EUR). Povprečno stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja se je zmanjšalo za 1 milijardo EUR na 11 milijard EUR. Sodelovanje v teh rednih operacijah ostaja omejeno, kar je odraz dobrega likvidnostnega položaja bank in dobre razpoložljivosti alternativnih tržnih virov financiranja. Vendar pa vse večje število bank, ki preizkušajo izvedljivost sodelovanja, pomeni, da banke krepijo svojo operativno pripravljenost za dostop do teh operacij ob nadaljnjem zmanjševanju bilance stanja Eurosistema.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 143 milijard EUR na 2.470 milijard EUR (graf B). Presežna likvidnost je seštevek rezerv, ki jih imajo banke na svojem tekočem računu in presegajo obvezne rezerve, 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 z instrumenti denarne politike, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Presežna likvidnost se je – potem

ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost, in sicer 4.748 milijard EUR – nato postopoma zmanjševala.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju vse tri ključne obrestne mere ECB ohranil nespremenjene, tudi obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, s katero usmerja naravnost denarne politike. Obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita je tako ostala na ravni 2,00%, obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja na ravni 2,15% in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na ravni 2,40% (tabela B).

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je v obravnavanem obdobju malenkostno zvišala, hkrati pa je ohranjala negativen razmik glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita. €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 7 bazičnih točk manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, kar pomeni, da se je razmik med njima rahlo zmanjšal od petega in šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025, ko je znašal 7,5 bazične točke.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je ostala na ravni bližje obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita kot obrestni meri €STR. Tako kot v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025 je bila repo obrestna mera v obravnavanem obdobju v povprečju enaka obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 5. november 2025–10. februar 2026						Prejšnje obravnavano obdobje: 30. julij–4. november 2025	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. november–22. december 2025		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. december 2025–10. februar 2026		Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Dejavniki povečevanja likvidnosti								
Avtonomni dejavniki	705	(–8)	687	(–28)	723	(+36)	713	(+28)
- neto tuja aktiva	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
- neto aktiva v eurih	341	(–16)	324	(–33)	358	(+33)	357	(+25)
Operacije denarne politike	3.776	(–125)	3.796	(–76)	3.758	(–38)	3.901	(–127)
- operacije glavnega refinanciranja	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(–1)
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja	11	(–1)	11	(–1)	12	(+1)	12	(–2)
- dokončni portfelji	3.752	(–128)	3.774	(–76)	3.731	(–43)	3.881	(–125)
- drugo povečevanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Dejavniki umikanja likvidnosti								
Avtonomni dejavniki	1.842	(+9)	1.831	(–8)	1.853	(+21)	1.833	(–3)
- bankovci v obtoku	1.607	(+15)	1.598	(+8)	1.615	(+18)	1.591	(+8)
- vloge države	102	(–9)	101	(–15)	102	(+1)	110	(+6)
- drugi avtonomni dejavniki (neto)	134	(+2)	132	(–1)	135	(+3)	132	(–18)
Operacije denarne politike								
- drugo umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidnost in odprti ponudbi								
- tekoči računi kreditnih institucij	174	(+0)	173	(–1)	175	(+2)	174	(+1)
- obvezne rezerve ¹⁾	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
- odprta ponudba mejnega posojila	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)	0	(+0)
- odprta ponudba mejnega depozita	2.465	(–143)	2.478	(–95)	2.453	(–26)	2.608	(–98)
- presežna likvidnost ²⁾	2.470	(–143)	2.483	(–97)	2.458	(–24)	2.614	(–97)
Druge informacije o likvidnosti								
- agregatne likvidnostne potrebe ³⁾	1.306	(+18)	1.313	(+21)	1.299	(–14)	1.288	(–30)
- neto avtonomni dejavniki ⁴⁾	1.137	(+17)	1.144	(+21)	1.130	(–15)	1.120	(–31)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Pretekle časovne vrste za likvidnostne razmere v Eurosistemu so na voljo na podatkovnem portalu ECB pod [zavihkom »Table«](#) v poglavju [»Liquidity«](#).

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

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

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

4) Izračunano kot razlika med avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani pasive in avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani aktive.

Tabela B

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 5. november 2025–10. februar 2026				Prejšnje obravnavano obdobje: 30. julij–4. november 2025			
	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. november– 22. december 2025		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. december 2025– 10. februar 2026		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. julij– 16. september 2025		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. september– 4. november 2025	
Operacije glavnega refinanciranja	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega posojila	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega depozita	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
Indeks RepoFunds Rate Euro	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(–0,01)	2,00	(+0,00)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg Finance L.P.

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

Članek

1 Boosting efficiency in public investment in times of fiscal constraint

Prepared by Stephan Haroutunian, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives and Caspar Schauhoff

1 Introduction

The European Union (EU) is faced with massive strategic public investment needs in an environment of limited fiscal space. Europe will have to scale up its strategic investments, especially in the fields of digitalisation, infrastructure, climate change and defence. While the private sector is expected to play a crucial role in financing these needs, the public sector will also have to step up its investments, especially given the leading role it plays in certain domains, such as infrastructure and defence. These strategic investment needs coincide with limited fiscal space, given that public debt and deficit levels are high in many EU countries, most notably in some large euro area countries, and that public spending linked to ageing populations is rising. Governments have had to intervene to stabilise the economy following repeated shocks, but some of them have also failed to make use of good economic times to build up fiscal buffers. As a result, they are now faced with significant fiscal adjustment requirements.

Making public spending more efficient – including in the realm of public investment – can play a pivotal role in easing the pressure on public finances associated with rising strategic investment needs. By making better use of available resources, higher spending efficiency can free up fiscal space, which can be used for more growth-enhancing public investment, and build up buffers to safeguard fiscal sustainability. Two complementary dimensions of efficiency are key in this context: technical efficiency, which focuses on either maximising output from a given set of resources or minimising input to achieve a given output, and allocative efficiency, which ensures that government expenditure prioritises items that promote economic growth.¹ Most empirical studies measuring the efficiency of public spending focus on technical efficiency.² In view of the substantial rise in strategic investment needs, allocative efficiency is expected to gain relevance. By redirecting public resources from current expenditure towards strategic investment, such as R&D in defence and the modernisation of public infrastructure, the composition of public spending would shift towards more productive spending, supporting potential growth. However, the scope for raising allocative efficiency is often limited in the

¹ See, for example, IMF (2025).

² See, for example, Kapsoli et al. (2023), Afonso et al. (2024), Herrera et al. (2025) and Canzonieri and Giamboni (2024). In a recent paper by Barnes et al. (2025), the focus is specifically on allocative efficiency to identify potential savings.

short term, owing to the budgetary rigidity that results from legal obligations such as state pensions and public sector wages.³

Focusing on public investment in transport infrastructure as an example, empirical results point to substantial room for efficiency improvement. Given that transport infrastructure is the largest component of public investment in the EU, this article looks at the technical efficiency of spending in this particular category. It is taken as an example to illustrate potential room for efficiency improvements, although the results may not necessarily be representative for the whole economy. This emphasis on transport infrastructure is also driven by the fact that a recent [Eurobarometer survey](#) indicates that around half of EU citizens see room for better quality public investment in this area.

The article is structured as follows: Section 2 takes stock of public investment in the EU, comparing it with other advanced economies and analysing the macroeconomic effects of productive investment (Box 1). Section 3 looks at strategic investment needs in the EU and explores why many countries are facing fiscal space constraints. Section 4 provides an empirical analysis of the scope of higher efficiency in public investment spending, focusing on infrastructure investment as an example. Section 5 concludes.

2 Stocktaking public investment in the EU

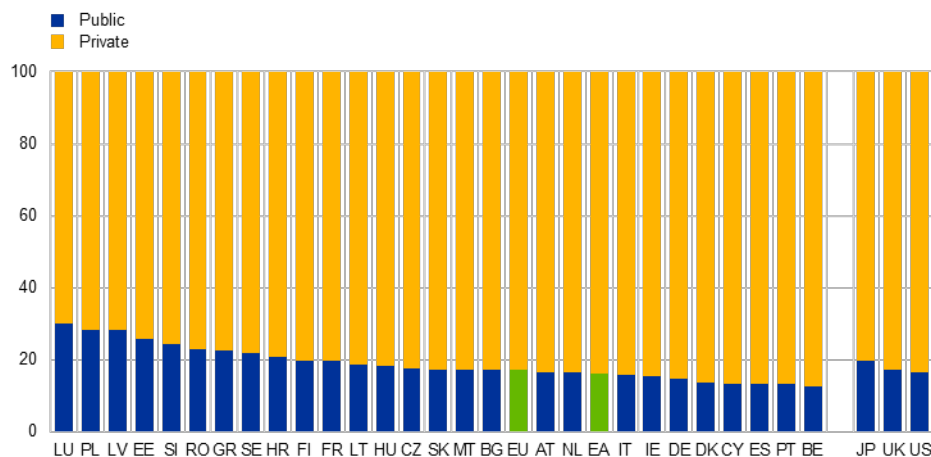
Public investment accounts for around one-sixth of total investment in the EU, although there are significant differences between countries. Across EU Member States, public investment as a share of total investment averaged 17% in 2024, ranging from almost 30% in Luxembourg to around 13% in Belgium (Chart 1). The EU average share is broadly in line with that observed in other advanced economies such as the United Kingdom, the United States and Japan. The share of public investment increased in 22 out of 27 EU countries between 2019 and 2024, driven in part by projects financed under the Next Generation EU (NGEU) programme.⁴

³ On average, close to 50% of public spending in the EU is tied to payments for pensions, public sector wages and interest, which are very challenging to adjust in the short term. While this is a very rough proxy for the rigidity of public spending, more comprehensive estimates of rigidity can be found in IMF (2025).

⁴ Public investment financed under the NGEU is gradually increasing, accounting for around 5% of total public investment in the EU in 2024.

Chart 1**Public and private investment as a share of total investment**

(percentages, 2024)



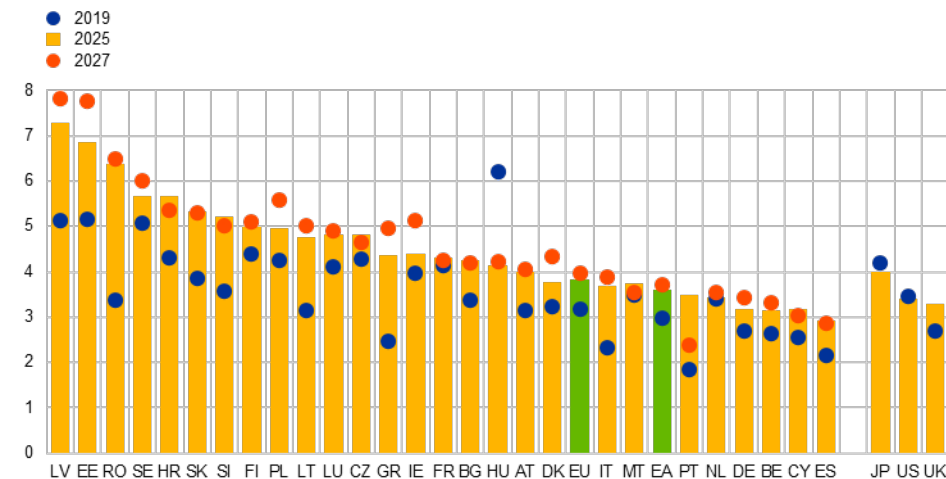
Sources: European Commission and ECB staff calculations.

Notes: The public investment share is defined as gross fixed capital formation by the government as a proportion of total investment (government, business and household sectors, including non-profit institutions serving households). For Ireland, the share of US investment in intellectual property products is excluded from the investment total.

Public investment spending as a share of GDP has increased since 2019. It is expected to average 3.8% of GDP across the EU in 2025, up from 3.1% in 2019 (Chart 2). This is broadly comparable to the share observed in other advanced economies, including Japan, the United States and the United Kingdom. Within the EU, public investment ratios for 2025 are expected to range from 7.3% of GDP in Latvia to 2.9% of GDP in Spain. The largest rises since 2019 are expected to be recorded for Romania, Latvia and Greece. Looking ahead, this increase is forecast to continue, with public investment projected to average around 4% of GDP across EU countries in 2027, according to European Commission's Autumn 2025 projections.

Chart 2**Public investment as a share of GDP**

(percentages)



Sources: European Commission, OECD and ECB staff calculations.

Notes: Public investment is defined as gross fixed capital formation by the government measured as a share of GDP. For Ireland, the ratio is calculated in relation to the modified Gross National Income (GNI*). The figures for 2025 and 2027 are projections from the European Commission's Autumn 2025 forecast vintage.

The composition of public investment in the EU differs markedly from that in the United Kingdom, the United States and Japan and varies across EU countries.

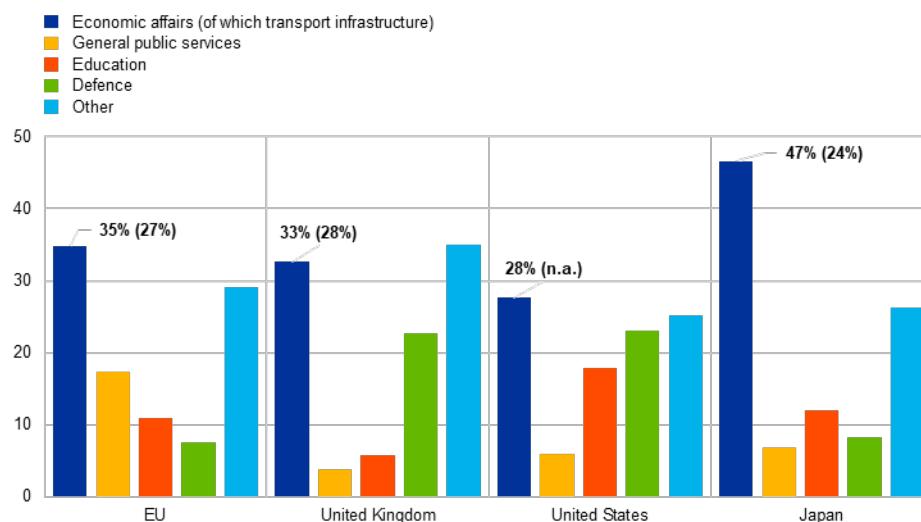
Investment in economic affairs is the most important single item in all countries, with Japan having the highest ratio (Chart 3, panel a). Spending on transport infrastructure, covering assets such as roads and railways, is at a similar level across economic areas. In the EU, it is the largest component, accounting on average for 27% of public investment, which corresponds to 0.9% of GDP in 2023. The shares of public investment in transport infrastructure are highest in Slovakia, Poland and Greece and lowest in France and Cyprus (Chart 3, panel b). General public services is the second largest single investment category in the EU, but defence dominates investment priorities in both the United Kingdom and the United States (Chart 3, panel a). By contrast, education is the second largest area of investment in Japan and the third largest in the United States and the United Kingdom.

Chart 3

Public investment in 2023, by economic function

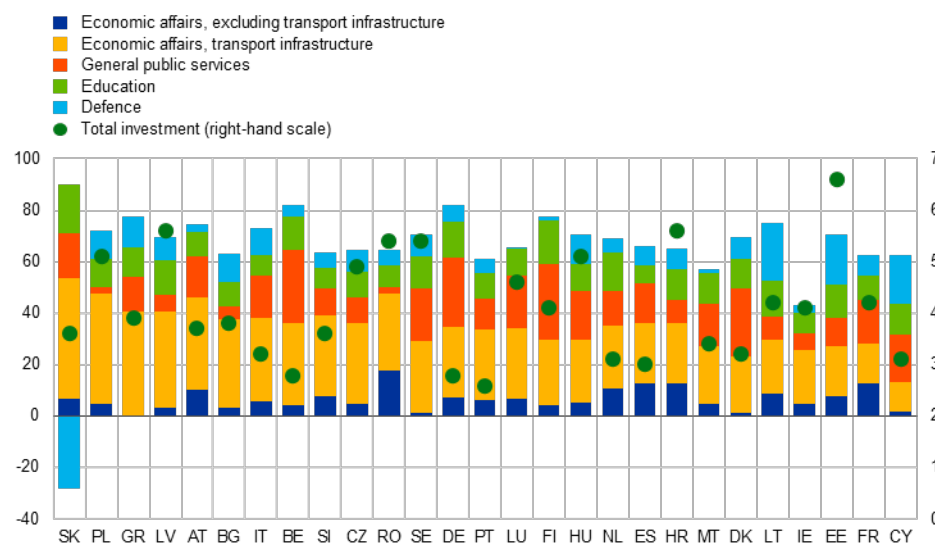
a) Public investment in the EU, United Kingdom, United States and Japan, by category

(percentage of public investment)



b) Public investment in EU countries, by category

(left-hand scale: percentage of total public investment; right-hand scale: total public investment as a percentage of GDP)



Sources: Eurostat (EU countries), OECD (non-EU countries) and ECB staff calculations.

Notes: The data shown are based on the Classification of the Functions of Government (COFOG). The negative amount shown for "Defence" in Slovakia in panel b) represents a net disposal of fixed assets in the context of foreign military aid in kind to Ukraine (shown as capital transfers and neutral on total expenditure on defence). For Ireland, the ratio is calculated in relation to GNI¹.

Public investment is usually found to have a positive effect on economic

growth. This is particularly the case if it creates public capital that is complementary to private capital or that would otherwise be undersupplied in an economy. Typical examples are investment in education, health, defence and transport infrastructure. The positive impact on the economy is particularly pronounced if public investment crowds-in private investment, while delayed implementation or funding via distortive

taxes could limit the stimulus obtained.⁵ Moreover, the composition of public investment matters. While defence spending is often regarded as less supportive of long-term growth, positive spillovers may emerge if the spending is tilted towards productive investment, such as research and development (R&D) in defence.⁶ In fact, a model-based analysis of the macroeconomic impact of Germany's recent defence and infrastructure package underscores the critical role that shifting the composition of public spending towards productive public investment plays in driving economic outcomes (Box 1).

Box 1

Medium-term macroeconomic effects of increased public spending and its composition – the case of Germany

Prepared by Ansgar Rannenberg and Sebastian Hauptmeier

Shifting the composition of public spending towards productive investment can have significant positive macroeconomic effects. An illustrative example is the March 2025 reform of Germany's debt brake. This move has created fiscal space for strategic investment in defence and infrastructure by introducing two structural changes: (i) a €500 billion special fund, outside of the debt brake rule, to finance civil infrastructure and climate projects over a 12-year horizon; and (ii) a constitutional exemption of defence and security expenditure above 1% of GDP from the debt brake ceiling. Together, these measures are expected to lead to a lasting expansion of public investment.

The model used here to assess the macroeconomic effects of the expected fiscal stimulus for Germany is an extension of the New Area-Wide Model.⁷ Accordingly, the results reported below are model dependent and should not be interpreted as predictions. The simulations assume that government expenditure will increase by around 0.9% of GDP by 2027. Thereafter, infrastructure spending from the special fund is kept constant at its 2027 level. Defence spending is assumed to rise from around 2% of GDP in 2025 to 3.5% of GDP by 2029. Overall, this corresponds to a fiscal loosening of about 1.8% of GDP by 2029, with the subsequent composition broadly balanced between consumption and investment. We assume that the increase is quasi permanent and fully debt financed. In scenario 1, all public investment is assumed to be productive by raising the public capital stock. In scenario 2, only infrastructure investment is considered productive. This scenario aims to provide a sensitivity analysis in view of mixed evidence from the literature regarding the military spending multiplier and the finding of heterogeneity in the effects of various components of military expenditure.⁸ Government consumption is assumed to enter private household utility as a complement to private consumption.⁹

⁵ See, for example, European Central Bank (ECB, 2016), Ramey (2022), Leeper et al. (2009) and Abiad et al. (2016).

⁶ See Moretti et al. (2025) and Antolin-Diaz and Surico (2025).

⁷ This box employs a version that consists of Germany and a residual "rest of the euro area" aggregate. For details on the original version of the model, see Coenen et al. (2024) and Coenen et al. (2008).

⁸ For an analysis of the macroeconomic impact of higher government defence spending using a suite of models, see Bokan et al. (2025). It suggests an average output multiplier of government spending across models of 0.93 over a two-year horizon while pointing to substantial heterogeneity across models.

⁹ This assumption follows Bouakez and Rebei (2007), Leeper et al. (2009) and Coenen et al. (2012). The degree of complementarity, as measured by the elasticity of substitution between private and public consumption, is set to 0.3, in line with the values reported in Bouakez and Rebei (2007) and Coenen et al. (2012), who estimate this parameter jointly with the other parameters of their respective DSGE models. Clancy et al. (2016) assume even stronger complementarity.

When all public investment is assumed to be productive (scenario 1), Germany experiences a strong and lasting expansion. The permanent step-up in spending lifts actual GDP persistently compared with the baseline (Chart A). Demand effects dominate early on, while public investment raises the capital stock over time and boosts labour productivity. The private consumption response is negative at first but turns positive by 2027. This trajectory reflects offsetting channels: unconstrained households reduce spending as expected persistently higher real interest rates stimulate a return to saving. However, this effect is cushioned by a number of factors: the assumed complementarity between public and private consumption, the increase of liquidity-constrained household consumption in response to their higher disposable income resulting from higher employment, and the expansion of the economy's productive capacity due to the increase in government investment, which raises the permanent income of all households. Private investment rises sharply as firms respond to both expected higher sustained demand and improved productivity. As a result, the ten-year cumulative multiplier of the package equals approximately one.¹⁰ Inflation increases, and monetary policy reacts by raising nominal policy rates. There is a sharp increase in the government debt ratio, reflecting both the higher expenditure and the persistent rise in real rates.

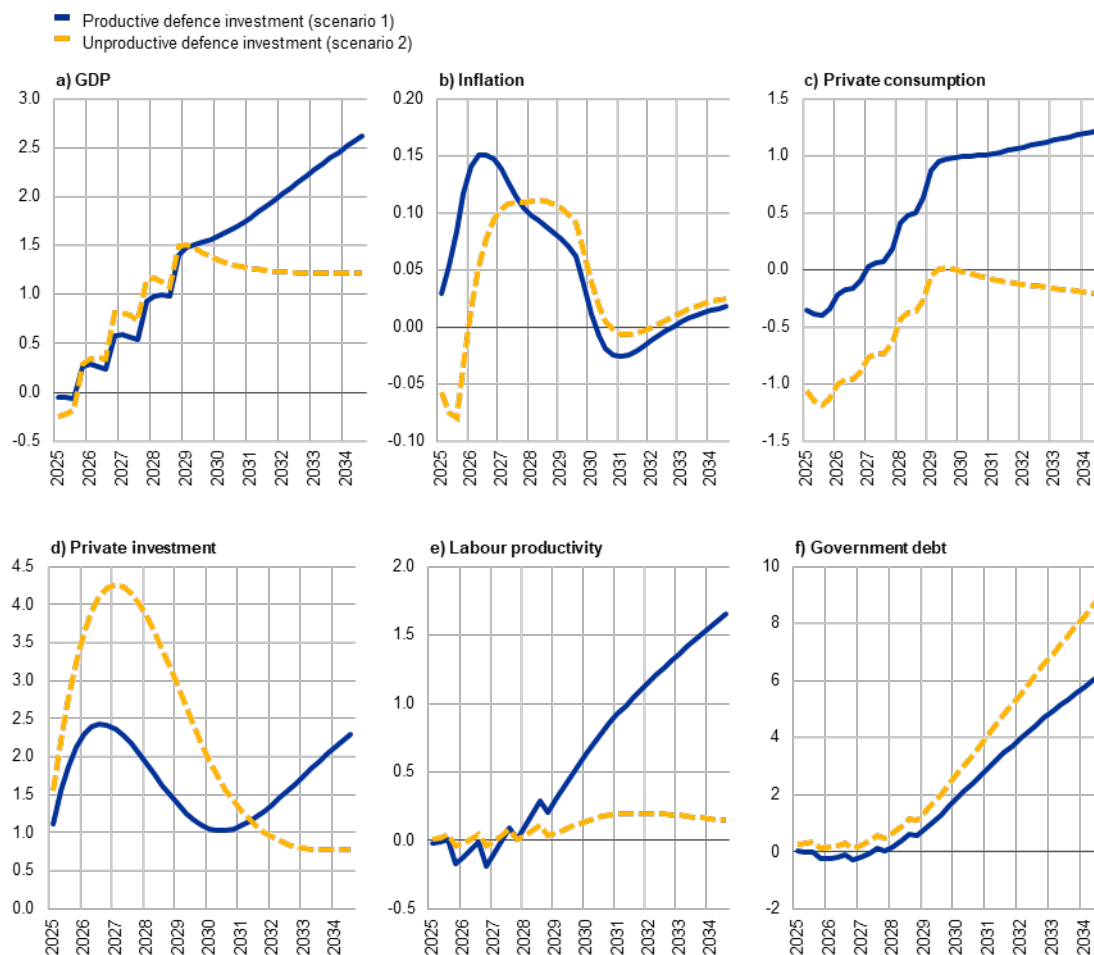
When military investment is assumed to be unproductive (scenario 2), German GDP has a similar short-run trajectory, but expands much less in the long run. Private consumption remains weaker, as the permanent-income channel is diminished and higher real rates are not offset by supply-side improvements. As a result of a smaller rise in euro area-wide inflation compared with scenario 1, monetary tightening is delayed and smaller. This means that private investment increases more initially, but eventually drops below the trajectory in scenario 1. The smaller improvement in economic activity implies a larger increase in the public debt ratio than in scenario 1.

¹⁰ The ten-year cumulative multiplier is defined as the sum of the simulated (absolute) deviations of GDP from its baseline over ten years divided by the deviations of government expenditure over that horizon.

Chart A

Macroeconomic effects of increased defence and infrastructure expenditure in Germany

(percentage and percentage-point deviations)



Source: ECB staff calculations.

Notes: Responses are in percentage deviations from the baseline, except inflation and government debt, which are in percentage-point deviations.

Government debt is expressed as a share of GDP.

3 Limited fiscal space

EU countries need to significantly scale up their strategic investment spending to effectively navigate an increasingly competitive and digitalised world, while addressing mounting geopolitical and climate-related risks. Besides heightened pressure to allocate more public spending to defence, the green and digital transitions as well as infrastructure will still demand substantial additional investment activity. Although the private sector is expected to play a crucial role in financing the additional needs, the burden on governments will increase considerably. According

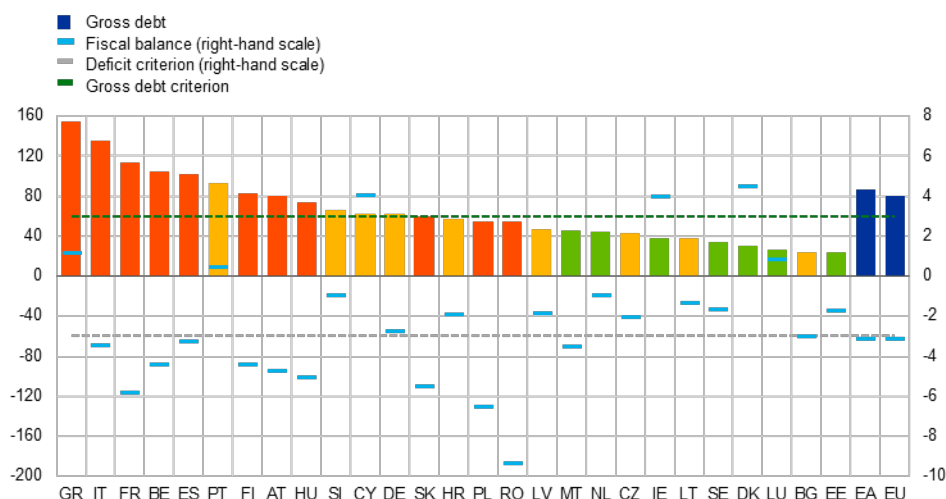
to Bouabdallah et al. (2025), public funding requirements for defence and the green and digital transitions are projected to reach approximately €510 billion annually.¹¹

These major public investment needs have arisen in an environment of high debt and deficit levels in many EU Member States. The aggregate public debt-to-GDP ratio of the EU stood at 80.7% in 2024, more than 3 percentage points higher than before the pandemic. This masks considerable differences across Member States, with debt ratios ranging from 23.5% of GDP in Estonia to 154.2% of GDP in Greece (Chart 4). In addition, almost half of EU Member States had deficit-to-GDP ratios exceeding the 3% threshold.¹²

Chart 4

Gross government debt and fiscal balance in the EU

(2024, percentages of GDP)



Source: Eurostat.

Notes: The colour coding of the Member States is based on the overall medium-term risk category of the European Commission's Debt Sustainability Monitor 2024 (European Commission, 2025a). Red, yellow and green bars signify high, medium and low risks to medium-term debt sustainability respectively. The dashed lines indicate the thresholds for the debt and deficit criteria.

Many Member States will need to deliver sizeable fiscal adjustments to ensure the sustainability and credibility of their public finances and comply with the requirements of the reformed EU governance framework. From 2025 to 2028, the majority of EU Member States will have to deliver average fiscal adjustments, in terms of changes in their structural primary balances, ranging from 0.1 to 1.5 percentage points of potential GDP (Chart 5).¹³

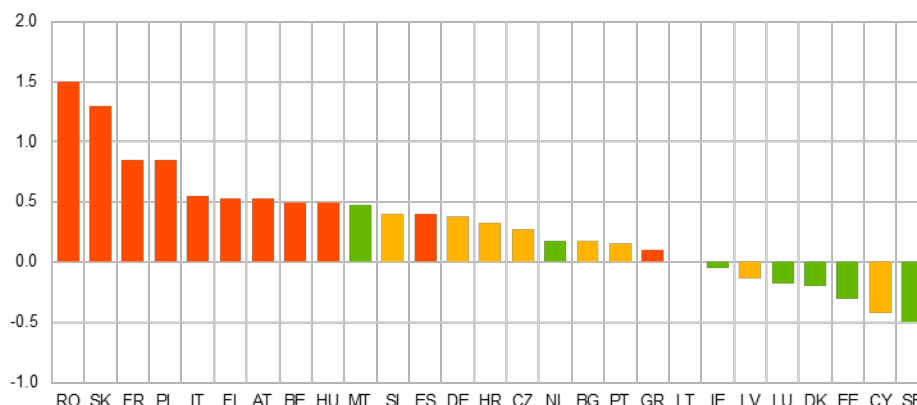
¹¹ See Bouabdallah et al. (2025). The annual estimate of additional public investment needs over the period from 2025 to 2031 refers to investment in a broader sense than in national account terms, in that it includes, for example, public spending on durable goods. However, the estimates are surrounded by considerable uncertainty. They do not specifically include investment needs in the area of transport infrastructure, beyond what is envisaged under the category of additional defence spending.

¹² Ten EU Member States are currently subject to an [excessive deficit procedure](#).

¹³ The reformed governance framework rests on the debt sustainability analysis to guide country-specific fiscal adjustment paths such that government debt is brought onto a plausibly declining path by the end of an adjustment period. This implies differentiation in fiscal adjustment requirements across countries, with higher adjustment requirements where debt challenges are more pronounced and/or where initial budgetary positions are less favourable; see Haroutunian et al. (2024).

Chart 5**Average changes in structural primary balances**

(2025–28, percentage points of potential GDP)



Source: European Commission.

Notes: Based on [medium-term fiscal-structural plans](#) as published on the European Commission's website. For Romania and Finland, the fiscal adjustments presented are those included in the Council Recommendations related to the excessive deficit procedure. For the Netherlands, the fiscal adjustment figure is taken from the Commission. The average changes in the structural primary balances account for the lower fiscal adjustment requirements of the Member States which requested an extension of the adjustment period. The colour coding of the Member States is based on the overall medium-term risk category of the European Commission's Debt Sustainability Monitor 2024 (European Commission, 2025a). Red, yellow and green signify high, medium and low risks to medium-term debt sustainability respectively.

The flexibility provided by the reformed governance framework only partly caters for strategic investment needs.

The EU's new economic governance framework builds on the premise that countries are allowed to extend their adjustment period from four to seven years in exchange for government investment and reforms. With eight EU Member States requesting an extension of the adjustment period, this provides fiscal space of around 5.0 percentage points of potential GDP over the 2025–28 period. Moreover, activating the national escape clause offers temporary budgetary flexibility to increase defence spending by up to 1.5% of GDP annually over the same period.¹⁴ In aggregate, such flexibility would allow Member States to cover only around a third of the estimated €510 billion in public strategic investment needs. When already existing EU resources are included, such as the funds available under the NGEU programme, a public funding gap of over €100 billion per year would need to be borne by national budgets.¹⁵ In this context, raising the spending efficiency of public investment is critical, as this could help to better balance spending needs and fiscal constraint.

4 Scope for higher technical efficiency in public investment

Different empirical tools can be applied to measure the technical efficiency of public investment. The two most widely used methodologies for measuring efficiency are the data envelopment analysis (DEA) and the stochastic frontier

¹⁴ Seventeen Member States have so far requested to activate the national escape clause. The temporary nature of this flexibility, however, means that the Member States concerned must commit to stronger fiscal consolidation from 2029 onwards in order to remain compliant with the EU fiscal rules.

¹⁵ See Bouabdallah et al. (2025). The estimated gap of over €100 billion only refers to public investment in digitalisation, climate change and defence. Infrastructure investment is only partly covered under the envisaged additional defence spending.

analysis (SFA). They allow the fiscal policies of countries to be benchmarked against an efficiency frontier based on best performers. The DEA is a non-parametric methodology that constructs an efficiency frontier directly from observed data by comparing the relative performance of each country.¹⁶ However, the DEA is highly sensitive to the underlying data and outliers. A bootstrapped DEA partially addresses this issue by resampling the data and generating multiple efficiency frontiers, helping identify over-performing countries and correcting the bias. The SFA, by contrast, is a parametric approach that assumes a specific production function for estimating an efficiency frontier.¹⁷ The advantage of the SFA lies in its ability to decompose the error term into two components: inefficiency and statistical noise. This makes it possible to control for external factors that influence the output variable, such as, for example, urbanisation affecting the density of a public transport network. Furthermore, the SFA supports the use of country fixed effects, making it possible to control for heterogeneity across countries. However, its primary limitation is the need for at least partial parameterisation and the assumption of proportionality of the input and output variables for the production function, which can result in an incorrectly specified efficiency frontier. Another notable distinction between the two methodologies is their treatment of time: the DEA provides a snapshot of efficiency at a single point in time, while the SFA, applied to panel data, generates efficiency scores over time.

Here, we apply the DEA and SFA methodologies to assess the technical efficiency of public investment in transport infrastructure in the EU. As

mentioned in Section 2, public investment in transport infrastructure accounts for more than a quarter of total public investment in the EU, which corresponds to 0.9% of GDP in 2023. For the DEA, two indicators are used as output measures: the density of the transport network and a World Bank indicator assessing the quality of public transport infrastructure. For the SFA, the density of the transport network is analysed as the output measure separately for railway and motorway networks.¹⁸ The analysis carried out using both methodologies is based on an input-oriented approach. The aim of using this approach is to measure the amount by which the resources spent can be minimised to achieve a given output. Boosting efficiency would create fiscal space which could be used either for other strategic investment needs or to build up fiscal buffers.

The results reveal that there is significant room for improving investment efficiency, although this is not evenly spread across country groups. Based on

the DEA model, the median efficiency score of public investment in transport infrastructure, measured vis-à-vis transport network density, is around 50% for the EU and the euro area (Chart 6, panel a).¹⁹ This means that the current efficiency level with public transport investment as input is only half of the efficiency frontier.

¹⁶ The DEA accommodates variable returns to scale in constructing the efficiency frontier, i.e. the input and output variables do not need to be proportional. This is in contrast to the SFA, which requires the output variable to be proportional to the input variables.

¹⁷ Some studies also use semi-parametric SFA.

¹⁸ The SFA methodology used is the panel version with fixed effects developed by Greene (2005). In the analysis, geography and population density are accounted for as fixed effects.

¹⁹ Transport network density is defined as the length of built transport network (railways, motorways) divided by the land area.

Based on the median estimates, efficiency is slightly lower in the non-euro area EU countries. The results are broadly comparable to other studies, despite differences in data and country coverage.²⁰ Heterogeneity in the efficiency of transport investment across countries (as captured by the length of the box plots) appears to be higher in the non-euro area EU countries than in the euro area countries. Interestingly, efficiency is found to be moderately lower on average in countries with constrained fiscal space, as proxied by a high debt sustainability risk grouping in the European Commission's medium-term Debt Sustainability Monitor (shown by the red box plots).²¹ This suggests that the high-risk countries have slightly more scope to alleviate projected fiscal pressures by improving the efficiency of public investment in transport infrastructure. This holds in particular when accounting for the large heterogeneity across countries, as the efficiency score is particularly high in some of the low-risk countries. Thus, boosting efficiency by minimising the resources required for a given output could be particularly beneficial for high-risk countries with limited fiscal space.

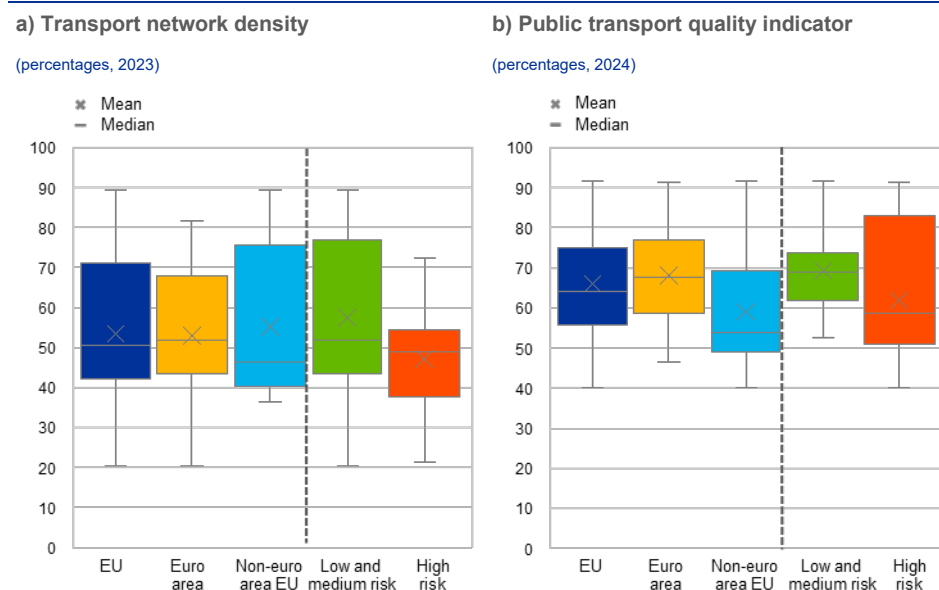
An alternative proxy of efficiency can be derived from survey results assessing the quality of public transport investment. When public transport investment is inferred on public transport quality as measured by World Bank survey data, the resulting efficiency scores are slightly better (Chart 6, panel b).²² The median EU average efficiency score is around 65%, whereas non-euro area countries tend to score noticeably lower.²³ The variation in the efficiency score is more pronounced among high-risk countries, whereas their median scores remain lower than those of low-risk countries. These results broadly coincide with a recent [Eurobarometer survey](#), which indicates that 51% of EU citizens would welcome more public investment to boost the frequency of urban public transport, while 42% see a need for better commuting options. However, the results obtained through the DEA should be interpreted with caution, as they are derived solely from the underlying data without accounting for the influence of external factors on efficiency.

²⁰ For example, Kapsoli et al. (2023) find that the median efficiency score in their baseline model (capturing roads, energy and telecommunications), using a bootstrapped DEA, is at 42% in advanced economies, which includes EU countries. Similar results were also found by Herrera et al. (2025).

²¹ See European Commission (2025a).

²² The World Bank's quality indicator ranges between 1 (lowest quality) and 7 (highest quality).

²³ The results for the quality of public transport are comparable to the findings of Herrera et al. (2025).

Chart 6**Efficiency in public transport infrastructure investment – data envelopment analysis**

Sources: Eurostat, World Bank and ECB staff calculations.

Notes: The analysis is based on a bootstrapped DEA with 2,000 draws to correct the bias from the standard DEA model, following the methodology of Simar and Wilson (1998). COFOG transport investment as a share of GDP is taken as input with one lag and as a five-year moving average. The output variable in panel a) is railway and motorway density, which is combined into a single indicator for 2023 using principal component analysis. In panel b), the output variable is the World Bank quality indicator for public transport, rating its quality with a score between 1 and 7 for 2024. Panel a) covers 26 EU countries and panel b) 23 EU countries. The bar indicates the interquartile range and the error bar the maximum and minimum of the range of the country sample belonging to each group. The high-risk and low/medium-risk grouping is based on the debt sustainability analysis carried out by the European Commission (European Commission, 2025a) for the EU countries covered in the sample.

When the SFA methodology is applied, the technical efficiency scores show somewhat lower results and vary across transport components.

When looking at individual components of transport infrastructure investment – railways and motorways – efficiency differs widely across country groups and time (Chart 7). In particular, the median efficiency score for public investment in railways is lower than that for motorways, with the EU average standing at 38% for railway and 43% for motorway spending. Only for the euro area is the median efficiency of investment in railways higher than in motorways, while it is lowest in the non-euro area EU countries, high-risk countries and countries outside the EU. The results show large variation over time in the efficiency of public investment in motorways in most country groups (as captured by the length of the box plots). The pronounced variations over time may also reflect non-linear effects, given the large amounts of time needed to complete large infrastructure projects.²⁴ Broadly, the results obtained through the SFA align with those derived from the DEA, despite differences in input variables, the time period covered, country samples and methodology. The analysis reveals that for both methodologies used, technical efficiency in transport infrastructure investment across the EU appears to be relatively low, also compared with other areas of public investment such as health and education.²⁵

²⁴ For instance, there may be a long period of preparatory expenditure with no change in the output variable followed by a steep increase in output when completion milestones are achieved.

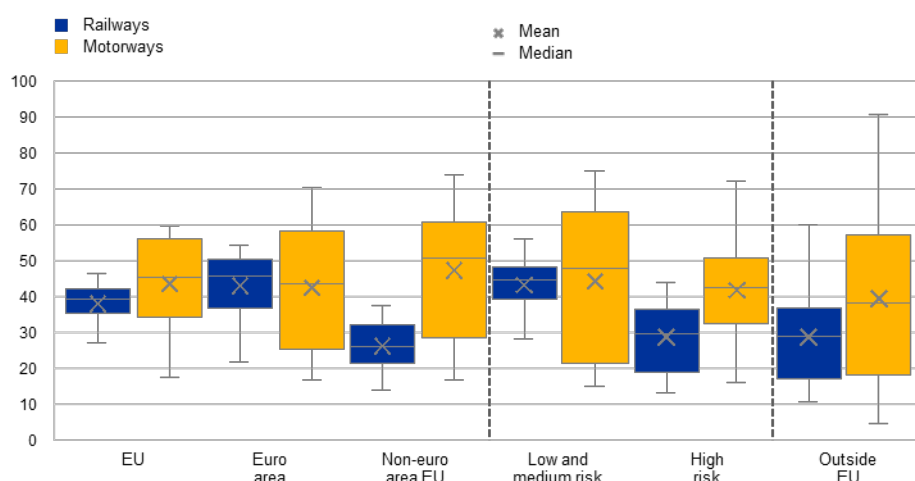
²⁵ Canzonieri and Giamboni (2024) report EU efficiency scores of above 90% for health and education expenditure. See also Herrera et al. (2025) and IMF (2025).

These findings are affected by country-specific factors, some of which can be addressed through policy changes. Geography and population density may increase the complexity and cost of infrastructure projects, thereby potentially leading to lower efficiency scores for some countries compared with their peers.²⁶ Moreover, rigid regulatory requirements, poor project management and governance and limited administrative capacity can drive up costs and reduce efficiency. Addressing these factors can help make complex transport infrastructure projects more manageable, leading to lower costs and higher efficiency scores. While not covered in this analysis, it would be valuable to examine how these potential factors might be contributing to the results.

Chart 7

Efficiency in railway and motorway investment – stochastic frontier analysis

(percentages, 2000-23 average)



Sources: Eurostat, OECD and ECB staff calculations.

Notes: As input, the maintenance and investment spending of countries reported in OECD data are combined to form a single indicator, then used with one lag and as a five-year average. As output, the length of the railway and motorway network is divided by the land area, sourced from Eurostat. The analysis is conducted with an SFA using country fixed effects to account for country heterogeneity, showing highly significant results below the 1% level. For robustness, the SFA is repeated while assuming heteroscedasticity of the error terms, incorporating control variables such as freight moved, country altitude, urbanisation and GDP per capita. This robustness analysis is restricted to EU countries owing to data limitations. The results remain highly significant and broadly unchanged after adding these controls. Additionally, the results are confirmed by using a DEA. In the OECD database, only 14 EU countries reported data on motorway spending, and only 17 EU countries reported data on rail spending. The total sample consists of 17 countries for motorway spending including the United Kingdom, Switzerland and Türkiye and 25 countries for rail spending including Canada, China, India, Norway, Switzerland, Türkiye, the United Kingdom and the United States. Due to missing data over the full period, the sample is not homogeneous across time, which is why time heterogeneity, not country heterogeneity, is displayed using a boxplot. Therefore, the boxplot illustrates the time dimension, i.e. the range of time averages for each country grouping over the 2000-23 period. The maximum and minimum bars represent the highest and lowest country group averages at a given point in time. The high-risk and low/medium-risk grouping is based on the debt sustainability analysis carried out by the European Commission (European Commission, 2025a) for the EU countries covered in the sample.

Closing the efficiency gap would help save public money. The efficiency gap measures the distance from the hypothetical case of full efficiency. It gives a rough indication of the maximum savings that could be achieved through higher technical efficiency. Applied to the analysis above, the efficiency gap measures the maximum possible savings that could be achieved by reducing the amount spent on transport infrastructure investment to obtain the same level of output. For the EU, the potential savings from closing the efficiency gap are estimated to approximately range

²⁶ In the SFA, these country-specific differences are accounted for using fixed effects. Additionally, robustness in the EU sample is ensured by controlling for various other factors, like freight moved, passenger cars per capita and public usage of the rail network, that may influence the efficiency term, with results remaining largely consistent.

between €46 billion and €50 billion in a particular year for the two indicators used in the DEA.²⁷ However, the results regarding the possible savings should be interpreted with caution for several reasons. First, the results are sensitive to the variables and methodology used to calculate the efficiency gap.²⁸ Second, the results are driven by the country coverage, which limits their comparability. Third, in particular for large infrastructure projects running over many years, the relationship between investment and outcome appears to be non-linear. In the analysis, this could be only partly addressed by using lagged multiple yearly averages. Fourth, the savings to be made by raising efficiency would only be realised with a delay, as they would apply to future investments. Finally, the savings are unlikely to be recurrent and should rather be seen as a snapshot. To the extent that higher efficiency is achieved through streamlining and better management of infrastructure projects, these would have a permanent impact, thereby reducing the potential need for further efficiency savings.

5 Conclusions

The analysis shows that there is a significant technical efficiency gap in public transport investment across the EU. Focusing on public investment in transport infrastructure – the largest component of public investment in the EU – the empirical analysis suggests considerable potential for savings through higher efficiency, ranging from €46 billion to €50 billion, although these figures entail high uncertainty. The efficiency scores for transport infrastructure investment seem to be considerably lower when compared with the findings in the literature with respect to spending on health and education in the EU. Indeed, infrastructure projects tend to be larger and more complex, which makes them more prone to inefficiencies. If combined with a stronger prioritisation of government spending on more productive investment, which is expected to be growth-enhancing, higher efficiency would help to free up fiscal space for strategic investment and contain fiscal sustainability risks.

Better project management and governance practices can increase the efficiency of public investment.²⁹ Adopting a public investment management framework can help to identify areas in need of improvement. These frameworks also facilitate cross-country comparisons and the benchmarking of best practices. Various institutions, such as the International Monetary Fund, the European Commission, the World Bank and the Organisation for Economic Co-operation and Development, have developed such frameworks which can be used to examine national governance practices for the entities tasked with managing public

²⁷ The estimates from both output indicators shown in Chart 6 are derived by the sum of the respective DEA efficiency gap (1 minus efficiency score) of each EU country multiplied by the five-year moving average of each country's public transport investment. Using the SFA approach, the estimated savings would be considerably smaller. Yet the estimated saving gains are not comparable across methodologies owing to a considerably smaller non-homogenous country sample with some of the largest EU countries, such as Germany, missing. In addition, the SFA is focused on rail and motorway investment and maintenance (reported by the OECD), which is a sub-sample of transport investment used in the DEA.

²⁸ The efficiency scores may be affected by public-private partnerships (PPPs) of infrastructure projects, which are not covered by the analysis, however.

²⁹ See also IMF (2025).

investment.³⁰ Specifically, they assess institutional design – such as institutional strength and fiscal rules – and actual effectiveness, measured by the extent to which the intended purpose is being achieved. For EU countries, recent assessments point to room for improvement; this includes ensuring quality assurance is carried out at the preparatory stage of investment projects, integrating planning and budgeting cycles and making sure investment planning has a stronger fiscal sustainability angle.³¹

Closing the efficiency gap requires a targeted set of policy measures to facilitate public investment. Such policy measures, which are likely to differ across countries, range from reducing red tape to streamlining regulatory reporting requirements. Countries also seem to have room to improve their administrative capacity, streamline governance structures to manage complex investment projects, such as for transport infrastructure, and eliminate corruption. Spending reviews can help prioritise public spending and identify areas for additional savings. Several EU countries, such as Denmark, Spain and the Netherlands, regularly conduct such spending reviews.³² While a detailed assessment of the necessary national measures lies beyond the scope of this article, addressing inefficiencies calls for an in-depth analysis of the underlying drivers. As these vary significantly across countries, some of the appropriate policy responses will need to be country-specific. Therefore, it is important for the necessary adjustments to be adequately reflected in the policy guidance and follow-up under the European Semester, which coordinates economic policies in the EU.³³

References

- Abiad, A., Furceri, D. and Topalova, P. (2016), “The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 50, pp. 224-240.
- Afonso, A., Alves, J. and Bazah, N. (2024), “Public Sector Efficiency and the Functions of the Government”, *REM Working Papers*, No 357, ISEG – Lisbon School of Economics and Management, November.
- Antolin-Diaz, J. and Surico, P. (2025), “The Long-Run Effects of Government Spending”, *American Economic Review*, Vol. 115, No 7, pp. 2376-2413.
- Barnes, S., Cournède, B. and Hanmer, F. (2025), “Assessing government spending in OECD countries and searching for savings”, *OECD Economics Department Working Papers*, No 1845, OECD Publishing.

³⁰ The IMF’s [Public Investment Management Assessment](#) (PIMA) framework was the first of its kind. The European Commission expanded the framework to five key stages (planning, appraisal, selection, budgeting, implementation and ex post reviews) and is conducting regular surveys.

³¹ See Manescu (2026). Only a few EU countries have been found to apply good practices in investment planning for major infrastructure projects.

³² For an overview, see Hoogeland et al. (2024).

³³ See European Commission (2025b).

- Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. and Rigato, R. (2025), "[Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Bouabdallah, O., Dorrucchi, E., Nerlich, C., Nickel, C. and Vlad, A. (2025), "[Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions](#)", *The ECB Blog*, ECB, 25 July.
- Bouakez, H. and Rebei, N. (2007), "Why does private consumption rise after a government spending shock?", *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Economie*, Vol. 40, No 3, pp. 954-979.
- Canzonieri, G. and Giamboni, L. (2024), "Efficiency of Public Expenditure in Education and Health", *Discussion Papers*, No 217, European Commission, December.
- Clancy, D., Jacquinot, P. and Lozej, M. (2016), "Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 48, pp. 305-326.
- Coenen, G., Lozej, M. and Priftis, R. (2024), "Macroeconomic effects of carbon transition policies: An assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector", *European Economic Review*, Vol. 167, pp. 1047-1098.
- Coenen, G., McAdam, P. and Straub, R. (2008), "Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 32, No 8, pp. 2543-2583.
- Coenen, G., Straub, R. and Trabandt, M. (2012), "Fiscal Policy and the Great Recession in the Euro Area", *American Economic Review*, Vol. 102, No 3, pp. 71-76.
- Eurobarometer (2025), *Public opinion on urban challenges and investment in cities*, European Commission, June.
- European Central Bank (ECB) (2016), "[Public investment in Europe](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB.
- European Commission (2025a), "[Debt Sustainability Monitor 2024](#)", *Institutional Papers*, No 306, March.
- European Commission (2025b), *2026 European Semester: Autumn package – communication*, 25 November.
- Greene, W. (2005), "Reconsidering heterogeneity in panel data estimators of the stochastic frontier model", *Journal of Econometrics*, No 126, Issue 2, pp. 269-303.
- Haroutunian, S., Bańkowski, K., Bischl, S., Bouabdallah, O., Hauptmeier, S., Leiner-Killinger, N., O'Connell, M., Arruga Oleaga, I., Laurent, A. and Trzcinska, A. (2024), "[The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#)", *Occasional Paper Series*, No 349, ECB, May.

Herrera, S., Isaka, H. and Ouedraogo, A. (2025), "Efficiency of public spending in education, health, and infrastructure: an international benchmarking exercise", *Journal of Applied Economics*, Vol. 28, Issue 1.

Hoogeland, M., Dimitriadis, L. and Mandl, M. (2024), "How Have Spending Reviews Recently Evolved Through EU Initiatives?", *Discussion Papers*, No 200, European Commission, May.

Ilzetzki, E. (2025), "Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups", *Kiel Report*, No 2, Kiel Institute for the World Economy.

IMF (2025), "Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth", *Fiscal Monitor*, Chapter 1, October.

Kapsoli, J., Mogues, T. and Verdier, G. (2023), "Benchmarking Infrastructure Using Public Investment Efficiency Frontiers", *IMF Working Papers*, No 2023/101, International Monetary Fund.

Leeper, E.M., Walker, T.D. and Yang, S.-C.S. (2009), "Government Investment and Fiscal Stimulus in the Short and Long Runs", *Working Papers*, No 15153, National Bureau of Economic Research.

Manescu, C. (2026), "Public investment management practices in the EU: A comparative analysis based on the 2025 Commission survey", *Discussion Papers*, European Commission, forthcoming.

Moretti, E., Steinwender, C. and Van Reenen, J. (2025), "The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity, and International Spillovers", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 107, Issue 1, January, pp. 14-27.

Ramey, V.A. (2020), "The macroeconomic consequences of infrastructure investment", *Working Paper*, No 27625, National Bureau of Economic Research.

Simar, L. and Wilson, P. (1998), "Sensitivity Analysis of Efficiency Scores: How to Bootstrap in Nonparametric Frontier Models", *Management Science*, Vol. 44, Issue 1, pp. 49-61.

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

Composition of euro area data

Unless otherwise indicated, all data series including observations for 2026 relate to the group of 21 countries that are members of the euro area.

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3.5	2.9	0.3	0.7	5.4	0.4	4.1	7.4	3.3	0.2	5.4
2024	3.2	2.8	1.1	-0.2	5.0	0.9	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2025	3.4	2.3	1.3	1.2	5.0	1.4	.	3.4	3.3	0.1	2.1
2025 Q1	0.8	-0.2	0.7	0.3	1.2	0.6	2.7	2.8	3.8	-0.1	2.3
Q2	0.9	0.9	0.2	0.6	1.0	0.1	2.4	3.5	3.5	0.0	2.0
Q3	0.9	1.1	0.1	-0.7	1.1	0.3	2.9	3.8	2.9	-0.2	2.1
Q4	0.7	0.4	0.1	0.3	1.2	0.2	.	3.4	3.0	0.6	2.1
2025 Sep.	-	-	-	-	-	-	3.0	3.8	2.9	-0.3	2.2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	3.6	3.0	0.2	2.1
Nov.	-	-	-	-	-	-	2.7	3.2	2.9	0.7	2.1
Dec.	-	-	-	-	-	-	2.7	3.4	.	0.8	2.0
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1.5	.	1.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	2.4	.	.	.	1.9

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

2) Data refer to the changing composition of 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 ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2023	14,664.0	14,138.0	7,750.1	3,097.9	3,215.1	1,642.0	929.1	637.6	75.0	-525.9	7,378.5	6,852.5
2024	15,234.5	14,568.9	8,040.1	3,260.4	3,196.6	1,631.3	925.9	633.1	71.8	-665.5	7,486.6	6,821.1
2025	15,820.6	15,202.3	8,321.8	3,411.1	3,352.0	1,692.1	950.7	702.4	117.3	-618.3	7,680.9	7,062.6
2025 Q1	3,910.0	3,750.9	2,058.3	836.3	834.5	417.4	233.4	182.0	21.9	-159.0	1,931.9	1,772.9
Q2	3,938.9	3,777.7	2,071.5	846.9	828.3	420.3	236.5	169.8	30.9	-161.2	1,911.0	1,749.8
Q3	3,970.4	3,822.1	2,087.3	857.1	842.0	424.9	240.3	175.0	35.7	-148.4	1,923.4	1,775.0
Q4	4,014.0	3,862.2	2,109.5	871.3	853.8	433.8	242.4	175.9	27.6	-151.8	1,925.0	1,773.2
as percentage of GDP												
2025	100.0	96.1	52.6	21.6	21.2	10.7	6.0	4.4	0.7	-3.9	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q1	0.6	0.5	0.3	-0.2	2.7	0.8	0.0	11.3	-	-	2.4	2.3
Q2	0.1	0.4	0.3	0.4	-1.5	0.2	1.0	-8.4	-	-	-0.5	0.0
Q3	0.3	0.7	0.2	0.7	1.3	0.4	1.4	3.1	-	-	0.8	1.8
Q4	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	1.4	0.3	-0.7	-	-	-0.4	-0.2
annual percentage changes												
2023	0.4	0.1	0.5	1.5	2.4	1.1	2.3	6.4	-	-	-1.2	-2.0
2024	0.9	0.6	1.4	2.3	-2.5	-2.6	-1.9	-3.2	-	-	0.5	-0.1
2025	1.4	2.1	1.5	1.5	2.9	1.4	1.5	8.9	-	-	2.0	3.6
2025 Q1	1.6	2.2	1.6	1.9	2.4	0.2	0.1	11.4	-	-	2.7	4.0
Q2	1.6	2.6	1.7	1.4	3.6	1.3	0.1	15.7	-	-	0.7	2.8
Q3	1.4	2.0	1.4	1.5	3.3	2.2	3.6	5.3	-	-	2.9	4.2
Q4	1.2	1.9	1.3	1.4	3.1	2.9	2.6	4.2	-	-	2.4	3.9
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2025 Q1	0.6	0.4	0.2	0.0	0.6	0.1	0.0	0.5	-0.2	0.2	-	-
Q2	0.1	0.4	0.2	0.1	-0.3	0.0	0.1	-0.4	0.4	-0.2	-	-
Q3	0.3	0.7	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.4	-	-
Q4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2023	0.4	0.1	0.3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.3	-1.1	0.4	-	-
2024	0.9	0.6	0.7	0.5	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	-	-
2025	1.4	2.0	0.8	0.3	0.6	0.1	0.1	0.4	0.3	-0.6	-	-
2025 Q1	1.6	2.1	0.8	0.4	0.5	0.0	0.0	0.5	0.3	-0.5	-	-
Q2	1.6	2.5	0.9	0.3	0.7	0.1	0.0	0.6	0.5	-0.9	-	-
Q3	1.4	1.9	0.7	0.3	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	-	-
Q4	1.2	1.8	0.7	0.3	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	-	-

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
Current prices (EUR billions)												
2023	13,266.2	224.3	2,616.0	710.8	2,462.9	697.4	600.2	1,472.4	1,614.6	2,455.9	411.6	1,397.8
2024	13,718.6	233.8	2,594.3	725.6	2,547.8	734.5	635.5	1,528.3	1,687.4	2,598.6	432.8	1,515.8
2025	14,220.2	243.8	2,685.2	754.4	2,623.4	768.6	658.2	1,558.3	1,751.0	2,727.1	450.0	1,600.4
2025 Q1	3,512.4	60.1	669.5	185.7	649.8	188.8	162.1	385.6	430.4	669.6	110.7	397.6
Q2	3,542.5	61.4	671.1	188.5	654.9	190.5	162.2	388.1	435.0	678.3	112.4	396.4
Q3	3,565.5	61.8	668.9	189.5	657.9	193.2	165.9	390.3	440.8	684.0	113.2	404.9
Q4	3,611.6	60.4	681.9	192.4	663.0	196.3	168.3	394.2	445.7	695.6	113.7	402.4
as percentage of value added												
2025	100.0	1.7	18.9	5.3	18.4	5.4	4.6	11.0	12.3	19.2	3.2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q1	0.7	1.4	1.8	0.9	0.6	0.8	0.6	0.2	0.3	0.1	0.2	-0.3
Q2	0.1	-0.6	0.1	0.1	0.4	0.4	-0.9	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2
Q3	0.3	0.7	0.0	0.2	0.4	1.2	0.4	0.2	0.5	0.4	0.3	0.0
Q4	0.2	0.3	-0.2	0.7	0.0	0.9	0.7	0.4	0.2	0.2	0.0	0.3
annual percentage changes												
2023	0.7	-2.7	-1.7	1.7	-0.2	6.8	-2.9	2.1	2.2	1.0	3.5	-1.8
2024	0.9	-0.4	-0.5	-1.5	1.0	3.0	1.5	1.2	1.4	1.8	1.9	0.8
2025	1.3	1.5	2.2	0.5	1.3	3.3	0.2	0.9	1.0	1.1	0.6	1.8
2025 Q1	1.5	1.0	2.9	-0.5	1.2	3.3	0.3	0.8	1.0	1.6	1.2	2.7
Q2	1.4	1.5	2.8	0.4	1.3	3.5	-0.4	1.0	0.7	1.1	1.1	2.9
Q3	1.4	2.1	2.2	1.2	1.5	3.3	0.3	0.9	1.0	1.1	-0.3	1.4
Q4	1.3	1.8	1.6	1.9	1.4	3.3	0.8	0.9	1.4	0.8	0.7	0.3
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2025 Q1	0.7	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.4	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	-
2024	0.9	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	-
2025	1.3	0.0	0.4	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
2025 Q1	1.5	0.0	0.6	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	-
Q2	1.4	0.0	0.5	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
Q3	1.4	0.0	0.4	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
Q4	1.3	0.0	0.3	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul-ture forestry and fishing	Manufac-turing, energy and utilities	Const-ruktion	Trade, transport, accom-modation and food services	Inform-ation and com-munica-tion	Finance and in-surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis-tration, education, health and social work	Arts, enter-tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2023	100.0	86.1	13.9	2.8	14.1	6.4	24.3	3.4	2.3	1.1	14.2	24.8	6.6
2024	100.0	86.1	13.9	2.8	14.0	6.4	24.3	3.4	2.3	1.0	14.2	24.9	6.6
2025	100.0	86.1	13.9	2.7	13.8	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.2	25.1	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1.5	1.6	1.1	-1.1	0.8	1.6	2.0	4.1	0.7	2.0	1.8	1.3	1.7
2024	1.0	1.0	0.6	-1.0	0.3	0.9	1.0	2.0	1.5	-0.6	0.7	1.5	1.1
2025	0.7	0.7	0.9	-1.7	-0.4	1.2	0.7	-0.1	1.3	2.2	0.9	1.2	1.1
2025 Q1	0.8	0.8	0.4	-1.7	-0.3	0.9	0.7	0.8	1.4	2.8	0.7	1.5	1.4
Q2	0.7	0.6	1.1	-2.1	-0.5	1.0	1.0	0.2	1.2	2.9	0.8	1.2	0.8
Q3	0.6	0.6	1.0	-1.9	-0.4	1.3	0.6	-0.5	1.3	2.4	0.7	1.1	1.0
Q4	0.7	0.6	1.2	-1.1	-0.5	1.5	0.6	-1.0	1.2	0.7	1.3	1.1	1.1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2023	100.0	81.9	18.1	3.7	14.6	7.3	25.1	3.6	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
2024	100.0	82.0	18.0	3.6	14.5	7.3	25.1	3.7	2.4	1.1	14.2	22.2	5.9
2025	100.0	82.1	17.9	3.5	14.3	7.4	25.0	3.6	2.4	1.1	14.3	22.4	6.0
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1.7	2.0	0.6	-1.4	1.1	1.3	2.0	4.0	0.8	1.6	2.1	1.9	2.4
2024	1.1	1.2	0.6	-0.6	0.3	1.1	1.1	2.2	1.4	-0.1	1.2	1.7	1.5
2025	0.4	0.5	-0.2	-2.3	-0.8	0.9	0.1	-0.4	0.9	1.8	0.7	1.1	1.6
2025 Q1	0.5	0.7	-0.7	-2.5	-0.8	0.7	0.2	0.8	1.0	2.5	0.4	1.5	2.0
Q2	0.3	0.4	-0.2	-2.3	-1.1	1.2	0.2	-0.2	0.8	2.5	0.5	0.9	1.6
Q3	0.7	0.7	0.6	-2.3	-0.2	1.3	0.5	-0.7	1.1	3.8	1.1	1.3	1.8
Q4	0.8	0.9	0.2	-1.6	-0.1	1.4	0.3	-0.4	1.7	-0.8	1.4	1.5	1.8
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2023	0.2	0.4	-0.4	-0.3	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.4	0.3	0.6	0.6
2024	0.2	0.2	0.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.5	0.5	0.3	0.4
2025	-0.3	-0.2	-1.1	-0.6	-0.4	-0.3	-0.6	-0.2	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	0.6
2025 Q1	-0.3	-0.1	-1.0	-0.7	-0.5	-0.2	-0.5	0.0	-0.4	-0.3	-0.3	0.0	0.6
Q2	-0.4	-0.2	-1.3	-0.3	-0.6	0.1	-0.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	0.8
Q3	0.1	0.2	-0.4	-0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	1.4	0.3	0.2	0.8
Q4	0.1	0.3	-1.0	-0.5	0.4	-0.1	-0.3	0.6	0.4	-1.5	0.1	0.4	0.7

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 ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2024			100.0			78.8		21.2		51.3		48.7		
2023	172.765	2.9	11.296	6.6	2.4	8.990	5.7	2.306	14.5	5.711	6.2	5.584	6.9	3.0
2024	174.354	2.8	11.053	6.4	2.1	8.715	5.5	2.339	14.6	5.665	6.1	5.388	6.6	2.6
2025	175.999	2.8	11.133	6.4	2.0	8.758	5.5	2.375	14.9	5.738	6.2	5.394	6.5	2.2
2025 Q1	175.637	2.7	11.072	6.3	2.1	8.702	5.5	2.371	14.8	5.651	6.1	5.421	6.6	2.4
Q2	176.037	2.8	11.199	6.4	2.1	8.854	5.5	2.345	14.6	5.814	6.2	5.385	6.5	2.2
Q3	176.048	2.8	11.234	6.4	2.0	8.855	5.5	2.380	14.9	5.790	6.2	5.444	6.6	2.1
Q4	176.276	2.8	11.026	6.3	2.0	8.621	5.4	2.405	15.1	5.699	6.1	5.327	6.4	2.2
2025 Aug.	-	-	11.107	6.3	-	8.756	5.5	2.351	14.8	5.718	6.1	5.389	6.5	-
Sep.	-	-	11.144	6.3	-	8.747	5.5	2.397	15.0	5.743	6.1	5.401	6.5	-
Oct.	-	-	11.140	6.3	-	8.700	5.4	2.440	15.3	5.772	6.2	5.369	6.5	-
Nov.	-	-	11.026	6.3	-	8.635	5.4	2.392	15.0	5.744	6.1	5.282	6.4	-
Dec.	-	-	10.954	6.2	-	8.575	5.3	2.380	15.0	5.695	6.1	5.260	6.4	-
2026 Jan.	-	-	10.770	6.1	-	8.418	5.2	2.352	14.8	5.596	6.0	5.174	6.3	-

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. Fully break-free euro area and EU time-series were published for the first time in February 2022, following the implementation of the Integrated European Social Statistics Framework Regulation in 2021. For details of the break correction, see Eurostat (2024) EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained, updated 13 September 2024.

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).

Note: Euro area data include Bulgaria.

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	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													
2023	-1.7	-1.3	-6.1	3.1	-1.0	-5.4	2.0	-1.8	-2.5	-1.0	-1.6	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.2	-4.0	-4.9	-0.1	-0.1	-1.0	1.4	0.9	1.8	0.7	1.6	-8.5
2025	1.5	1.6	-0.6	0.8	5.5	0.9	0.1	2.4	1.4	3.1	2.2	2.1	10.4
2025 Q1	1.3	1.3	-1.2	-1.6	8.9	0.4	-0.3	2.3	1.5	3.1	1.7	2.8	-2.4
Q2	1.2	1.2	-1.4	0.5	5.7	1.4	0.5	3.0	2.1	3.6	4.0	2.3	-1.6
Q3	1.6	1.7	-0.5	1.2	5.1	0.5	0.3	2.0	0.9	2.8	1.5	2.6	6.4
Q4	2.1	2.1	0.7	3.1	2.6	1.4	-0.1	2.2	1.2	3.0	1.7	1.0	4.1
2025 Aug.	1.3	1.6	-1.5	-0.1	7.7	-0.8	0.7	1.8	0.9	2.6	0.9	2.2	8.1
Sep.	1.3	1.3	0.5	1.3	1.9	1.8	-0.3	1.4	0.7	1.6	1.4	2.7	4.9
Oct.	1.9	1.6	0.5	0.5	4.4	5.0	1.8	2.1	1.3	3.1	2.1	2.1	4.9
Nov.	2.2	2.2	0.2	3.5	3.1	0.5	-1.3	2.6	1.0	3.9	1.0	0.3	5.4
Dec.	2.2	2.6	1.5	5.6	-0.1	-1.0	-0.9	1.8	1.3	2.3	2.0	0.7	2.0
2026 Jan.	-1.2	-2.2	-2.1	1.1	-6.2	5.8	.	2.0	1.4	2.4	0.7	.	1.1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 Aug.	-0.8	-0.7	-0.2	-1.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.1	0.4	-0.5	-0.3	-0.2	0.8
Sep.	0.0	-0.4	0.2	-0.1	-2.5	1.1	-0.8	0.3	-0.2	0.3	0.1	0.1	-0.2
Oct.	0.7	0.5	0.3	0.4	1.4	1.7	1.7	0.4	0.5	0.4	0.5	0.3	1.4
Nov.	0.2	0.6	0.0	2.4	-1.5	-2.6	-1.5	0.0	-0.4	0.6	-0.2	-0.7	3.2
Dec.	-0.6	-0.6	-0.2	-0.7	0.5	-0.3	0.8	0.2	0.4	-0.4	0.6	0.2	-4.8
2026 Jan.	-1.5	-2.3	-1.9	-2.3	-5.6	4.7	.	-0.1	0.3	-0.2	-1.1	.	-1.0

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

1) Excluding trade and financial services.

Note: Euro area data include Bulgaria.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries	
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-21	.	.	.	.	.	.	.	.
2023	96.3	-6.1	80.6	-16.1	-1.1	-4.1	6.7	90.4
2024	95.9	-10.8	78.4	-12.6	-4.2	-6.8	6.3	90.1
2025	95.9	-10.1	77.6	-13.4	-2.6	-6.6	4.1	90.0
2025 Q2	94.7	-10.7	77.5	-14.3	-3.0	-7.7	2.8	89.8
Q3	95.9	-10.0	77.8	-13.6	-3.0	-6.7	3.9	89.9
Q4	97.2	-8.5	77.9	-12.9	-1.5	-6.3	5.1	89.9
2026 Q1	.	.	77.8	.	.	.	.	89.7
2025 Sep.	96.1	-9.9	.	-13.4	-3.0	-7.5	4.1	.
Oct.	97.3	-8.0	77.9	-12.6	-2.2	-6.7	4.2	89.9
Nov.	97.4	-8.9	.	-12.8	-1.2	-5.5	5.6	.
Dec.	97.0	-8.6	.	-13.2	-1.1	-6.6	5.4	.
2026 Jan.	99.3	-6.8	77.8	-12.4	-1.3	-5.7	6.8	89.7
Feb.	98.3	-7.1	.	-12.2	-2.1	-4.5	5.0	.

Source: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs).

Note: Euro area data include Bulgaria.

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 ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		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
2022	13.5	90.7	0.8	2.1	12.6	2.4	8.0	37.9	5.2	72.6	5.0	9.7	3.4
2023	14.2	84.7	1.2	1.9	2.4	4.2	1.9	37.1	5.9	68.5	1.6	3.6	0.7
2024	15.2	81.7	2.4	2.2	-2.7	6.0	5.5	35.6	4.3	67.0	1.8	-2.4	0.8
2024 Q4	15.2	81.7	2.2	2.2	-1.4	6.0	5.5	35.6	4.3	67.0	1.8	2.2	0.8
2025 Q1	15.2	81.3	1.1	2.4	0.1	5.4	6.0	35.5	4.0	67.0	2.8	8.1	1.8
Q2	15.2	81.5	1.4	2.6	2.9	5.5	5.4	35.4	3.6	66.2	2.5	12.3	1.6
Q3	15.2	81.4	0.8	2.6	2.9	4.8	4.9	35.2	3.5	65.9	2.2	7.2	1.5

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 ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2025 Q1	1,551.1	1,475.8	75.3	753.5	642.8	391.6	361.1	357.8	381.5	48.3	90.3	32.0	26.6
Q2	1,503.5	1,419.8	83.7	716.9	630.0	387.5	349.0	349.8	344.7	49.1	96.1	18.6	17.3
Q3	1,467.6	1,421.8	45.8	721.4	626.5	382.1	355.9	316.9	342.5	47.2	96.9	23.5	20.5
Q4	1,476.1	1,425.6	50.5	707.0	630.6	383.9	344.5	336.7	355.0	48.5	95.5	35.2	17.9
2025 July	489.2	471.9	17.3	239.6	209.8	126.6	118.5	107.6	111.4	15.4	32.2	8.8	5.4
Aug.	486.6	474.1	12.5	238.6	207.7	128.0	119.0	104.5	115.2	15.6	32.2	5.5	6.3
Sep.	491.8	475.7	16.1	243.2	209.1	127.6	118.3	104.8	115.8	16.3	32.5	9.2	8.8
Oct.	495.1	468.1	27.0	235.4	202.7	127.9	114.6	116.1	119.0	15.6	31.8	7.6	4.7
Nov.	493.2	484.3	8.9	234.3	210.6	128.6	116.7	113.0	124.5	17.3	32.5	9.2	4.3
Dec.	487.9	473.3	14.6	237.3	217.3	127.4	113.3	107.6	111.5	15.6	31.3	18.4	8.9
12-month cumulated transactions													
2025 Dec.	5,998.3	5,743.0	255.3	2,898.8	2,529.8	1,545.1	1,410.6	1,361.2	1,423.7	193.2	378.9	109.2	82.3
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 Dec.	37.9	36.3	1.6	18.3	16.0	9.8	8.9	8.6	9.0	1.2	2.4	0.7	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods ¹⁾, values and volumes by product group ²⁾

(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	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q1	8.0	7.7	768.2	378.0	145.6	230.9	640.1	708.3	400.1	115.1	178.0	508.0	67.7
Q2	0.0	1.7	725.3	337.9	139.3	229.7	604.4	692.2	382.6	117.8	176.7	506.1	59.4
Q3	1.4	1.9	724.4	338.9	146.0	223.6	601.6	690.7	377.5	119.6	176.4	509.6	63.1
Q4	0.3	-0.3	719.4	.	.	.	591.8	683.5	.	.	.	506.7	.
2025 July	0.6	2.7	239.1	109.6	49.6	75.3	198.0	232.2	127.5	39.9	59.5	170.7	21.7
Aug.	-4.6	-3.6	236.8	108.9	47.9	74.2	195.8	227.4	124.1	39.4	57.9	167.8	20.4
Sep.	7.8	6.1	248.5	120.4	48.5	74.2	207.7	231.1	125.9	40.3	59.0	171.1	20.9
Oct.	1.2	-3.3	237.6	109.2	48.3	74.3	196.2	223.5	121.0	39.9	55.4	167.1	18.5
Nov.	-3.4	-1.1	239.5	110.5	46.8	75.4	197.6	229.3	125.4	39.9	58.1	169.8	19.1
Dec.	3.4	4.2	242.3	.	.	.	198.0	230.7	.	.	.	169.7	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q4	-2.1	1.9	94.3	87.9	90.8	108.2	94.3	100.4	95.6	98.4	110.1	100.6	135.0
2025 Q1	0.6	1.9	98.2	93.6	94.3	108.2	98.7	100.6	96.1	98.1	110.7	100.9	129.0
Q2	-2.8	1.0	94.2	87.3	90.5	109.0	94.2	100.9	95.5	101.7	111.3	101.5	134.9
Q3	0.2	3.0	95.2	88.6	94.9	106.7	95.2	102.0	96.4	104.0	111.4	103.1	137.8
2025 June	-1.3	6.2	93.4	85.1	90.8	109.9	93.1	103.2	96.8	105.2	115.2	104.2	134.3
July	-0.1	3.6	94.9	86.4	96.6	108.0	94.9	102.1	96.7	103.8	111.4	103.1	136.5
Aug.	-5.8	-1.5	93.8	86.1	94.7	106.3	93.4	101.5	96.0	104.0	110.3	102.8	136.8
Sep.	6.1	6.5	96.8	93.4	93.6	105.9	97.3	102.4	96.4	104.4	112.5	103.5	140.3
Oct.	-0.1	-2.6	93.1	84.9	93.0	106.3	92.8	99.0	92.8	104.2	105.6	100.6	131.6
Nov.	-5.0	1.3	93.0	85.3	90.1	106.5	92.7	103.1	96.8	105.6	110.9	103.8	141.3

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 ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						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	54.9	45.1	100.0	14.2	5.3	25.5	9.9	45.1	88.5	11.5
2023	95.7	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2024	97.9	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3
2025	100.0	2.1	2.4	1.0	3.4	-	-	-	-	-	-	2.0	2.9
2025 Q1	98.9	2.3	2.6	1.2	3.7	0.8	0.5	0.6	0.2	2.9	0.9	2.2	3.6
Q2	100.1	2.0	2.4	0.8	3.5	0.2	0.6	1.1	0.0	-4.1	0.9	1.9	2.9
Q3	100.4	2.1	2.3	1.2	3.2	0.6	0.8	0.9	0.3	0.3	0.7	2.0	2.7
Q4	100.6	2.1	2.4	0.9	3.4	0.5	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.8	2.0	2.3
2025 Sep.	100.5	2.2	2.4	1.4	3.2	0.2	0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.3	2.2	2.6
Oct.	100.7	2.1	2.4	1.0	3.4	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.3	2.1	2.3
Nov.	100.5	2.1	2.4	1.0	3.5	0.2	0.1	0.0	0.0	1.0	0.2	2.1	2.3
Dec.	100.6	2.0	2.3	0.7	3.4	0.1	0.0	0.7	-0.1	-0.9	0.3	1.9	2.2
2026 Jan.	100.1	1.7	2.2	0.4	3.2	0.2	0.1	0.7	0.1	0.8	0.2	1.6	1.8
Feb.	100.7	1.9	2.4	0.7	3.4	0.3	-0.1	1.0	0.2	0.6	0.3	1.8	2.4

	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	14.2	5.3	35.5	25.5	9.9	9.6	5.6	7.5	2.4	16.3	9.4
2023	10.9	11.4	9.5	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.4	6.9	4.0
2024	2.9	3.2	2.1	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.7	5.0	4.0
2025	2.8	2.6	3.4	0.0	0.6	-1.4	3.2	2.9	3.9	-1.0	3.7	3.9
2025 Q1	2.6	2.7	2.5	0.5	0.6	0.4	3.3	2.9	3.9	-1.7	4.2	4.1
Q2	3.1	2.8	3.8	-0.5	0.5	-3.2	3.3	3.0	4.4	-1.8	3.8	3.9
Q3	3.1	2.8	4.2	0.1	0.7	-1.6	3.2	2.9	3.7	-0.9	3.2	3.8
Q4	2.5	2.3	3.0	0.1	0.5	-1.1	3.2	3.0	3.7	0.6	3.7	3.7
2025 Sep.	3.0	2.7	3.9	0.5	0.7	-0.4	3.2	2.9	3.3	0.3	3.4	3.7
Oct.	2.5	2.4	2.7	0.2	0.6	-0.9	3.2	2.9	3.9	1.0	3.4	3.7
Nov.	2.4	2.3	2.7	0.2	0.5	-0.5	3.2	3.0	3.3	0.4	3.9	3.7
Dec.	2.5	2.1	3.5	-0.3	0.3	-1.9	3.2	3.0	3.8	0.5	3.6	3.6
2026 Jan.	2.6	2.0	4.2	-0.8	0.4	-4.0	3.2	3.0	2.7	0.0	3.7	3.3
Feb.	2.5	1.8	4.6	-0.4	0.7	-3.1	3.1	2.8	3.4	0.1	4.0	3.2

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 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	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			
2023	130.0	-2.2	1.9	3.8	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.7	-13.4	6.9	-1.1	-8.2
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.2	2.1	2.0	-4.5
2025	125.1	0.4	0.4	1.1	0.4	1.7	2.2	1.7	1.6	-0.8	1.0	.	.
2025 Q1	127.8	2.4	0.7	1.3	0.9	1.7	2.1	1.6	1.6	5.4	0.7	5.3	1.1
Q2	123.5	0.6	-0.1	1.1	0.3	1.7	2.3	2.1	1.4	-0.4	0.6	5.1	2.1
Q3	124.2	-0.1	0.5	1.0	-0.1	1.7	2.4	2.0	1.5	-2.3	1.1	5.1	.
Q4	124.6	-1.2	0.6	1.0	0.5	1.7	2.0	0.9	1.8	-6.0	1.7	.	.
2025 Aug.	124.1	-0.6	0.3	0.9	-0.2	1.7	2.4	2.1	1.6	-3.8	-	-	-
Sep.	124.0	-0.1	0.9	0.9	-0.1	1.8	2.3	1.9	1.5	-2.1	-	-	-
Oct.	124.1	-0.4	0.5	0.9	0.3	1.7	2.1	1.3	1.6	-3.4	-	-	-
Nov.	125.1	-1.3	0.8	1.0	0.5	1.8	2.0	0.9	1.9	-6.0	-	-	-
Dec.	124.7	-2.0	0.3	1.0	0.8	1.7	1.9	0.6	1.8	-8.4	-	-	-
2026 Jan.	125.6	-2.1	0.2	1.2	1.5	1.6	1.4	0.1	1.6	-8.9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Output 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 for further details).

Note: Euro area data in columns 1 to 11 include Bulgaria.

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				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
2023	114.0	6.1	4.8	6.3	3.7	4.1	0.7	-2.2	83.7	-13.0	-13.7	-12.4	-13.7	-14.0	-13.4
2024	117.3	3.0	2.4	2.4	2.9	2.0	0.9	-0.3	82.0	2.9	2.8	3.0	3.9	4.3	3.5
2025	120.2	2.4	2.2	2.0	3.0	1.9	0.5	-0.1	69.9	-0.6	0.2	-1.2	-1.1	-0.6	-1.6
2025 Q1	119.1	2.3	2.3	1.9	2.9	1.8	2.1	1.9	76.7	11.1	15.8	7.1	12.3	16.3	8.2
Q2	119.8	2.5	2.1	1.9	3.0	2.0	0.4	-0.4	68.9	-6.1	-2.9	-8.7	-5.6	-2.8	-8.4
Q3	120.4	2.4	2.2	2.0	2.8	1.7	0.0	-0.7	69.9	-1.9	-1.9	-1.9	-3.0	-3.2	-2.9
Q4	121.5	2.5	2.2	2.3	3.4	2.0	-0.3	-1.1	64.3	-4.8	-9.5	-0.8	-7.3	-11.6	-2.8
2025 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	68.2	-0.5	-0.5	-0.5	-2.5	-3.3	-1.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	65.2	-3.3	-5.0	-1.9	-5.4	-7.5	-3.3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64.1	-4.5	-8.2	-1.5	-7.1	-10.9	-3.2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.4	-6.5	-14.8	0.8	-9.2	-16.1	-1.9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68.2	-4.3	-18.6	8.8	-6.7	-16.9	4.5
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.3	-12.4	-21.4	-4.1	-13.3	-18.3	-7.9

Sources: Eurostat, ECB calculations and LSEG (London Stock Exchange Group) (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.

Note: Euro area data in columns 10 to 15 include Bulgaria.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)				
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction	
	1	2	3	4	5
1999-21	35.9	27.7	12.6	23.8	36.3
2023	9.0	28.8	19.6	15.0	75.6
2024	6.1	14.6	15.1	4.7	55.9
2025	9.0	16.9	13.9	4.7	48.9
2025 Q1	10.4	17.0	15.4	4.8	50.0
Q2	8.2	16.3	13.6	3.4	49.2
Q3	7.8	16.8	13.3	3.0	48.0
Q4	9.6	17.4	13.5	7.8	48.4
2025 Sep.	7.4	16.9	12.2	4.5	47.6
Oct.	7.8	16.1	12.3	6.7	48.0
Nov.	10.0	18.3	13.7	7.9	48.0
Dec.	10.9	17.8	14.5	8.7	49.1
2026 Jan.	10.3	16.4	14.1	8.6	46.9
Feb.	11.5	17.1	13.9	6.5	45.8

Source: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs).

Note: Euro area data include Bulgaria.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2023	110.5	4.7	4.5	5.2	5.0	4.0	4.5
2024	115.7	4.7	4.7	4.5	4.7	4.5	4.5
2025	119.8	3.6	3.4	4.0	3.8	3.1	2.8
2025 Q1	112.3	3.5	3.6	3.5	4.0	2.5	2.5
Q2	124.3	3.9	3.9	4.0	4.3	3.1	4.0
Q3	115.8	3.4	3.3	4.0	3.5	3.4	1.9
Q4	126.7	3.3	2.9	4.5	3.3	3.4	3.0

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 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: 2020 =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, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109.4	6.4	6.3	8.4	4.6	7.7	2.2	9.9	3.3	5.6	5.1	3.5
2024	114.3	4.5	3.8	5.1	7.0	4.5	3.0	3.8	1.4	3.9	4.4	3.7
2025	118.0	3.2	0.4	0.9	4.7	3.1	0.5	4.9	4.6	3.7	4.5	4.6
2025 Q1	116.2	3.1	1.3	0.1	5.5	3.6	1.5	4.4	3.9	3.9	4.2	3.6
Q2	117.3	3.1	0.4	0.4	5.7	3.1	0.5	6.0	4.9	4.6	4.3	4.5
Q3	118.2	3.2	-0.3	1.3	4.1	2.7	0.7	4.8	5.5	3.6	4.2	6.2
Q4	119.1	3.1	-0.2	1.2	3.0	2.6	-0.6	4.2	4.1	2.8	5.1	4.1
Compensation per employee												
2023	114.8	5.3	4.6	5.6	4.8	5.4	4.9	6.0	3.3	5.9	4.8	5.3
2024	119.9	4.5	4.4	4.3	4.3	4.4	4.0	3.8	3.3	4.7	4.7	4.5
2025	124.6	3.9	3.7	3.6	4.1	3.6	4.0	3.8	3.2	3.8	4.4	4.2
2025 Q1	122.8	3.9	4.1	3.3	4.1	4.2	4.1	3.1	1.8	4.3	4.3	3.5
Q2	124.1	4.0	4.0	3.7	4.9	3.4	3.8	4.4	2.9	4.4	4.3	4.8
Q3	125.2	4.0	3.9	3.9	4.0	3.6	4.5	3.8	4.0	3.9	4.2	4.8
Q4	126.2	3.7	2.7	3.4	3.5	3.3	3.7	3.7	4.2	2.8	4.7	3.6
Labour productivity per person employed												
2023	104.9	-1.1	-1.6	-2.5	0.1	-2.1	2.6	-3.6	0.1	0.3	-0.3	1.7
2024	104.9	-0.1	0.6	-0.8	-2.5	-0.1	1.0	0.0	1.8	0.7	0.3	0.8
2025	105.6	0.7	3.3	2.6	-0.6	0.5	3.5	-1.1	-1.3	0.1	-0.1	-0.4
2025 Q1	105.7	0.8	2.8	3.2	-1.4	0.5	2.5	-1.2	-1.9	0.3	0.1	-0.2
Q2	105.7	0.9	3.6	3.3	-0.7	0.3	3.3	-1.5	-1.9	-0.1	-0.1	0.3
Q3	105.8	0.8	4.1	2.6	-0.1	0.9	3.8	-1.0	-1.4	0.3	0.0	-1.3
Q4	105.9	0.6	2.9	2.1	0.5	0.8	4.4	-0.4	0.1	0.0	-0.3	-0.4
Compensation per hour worked												
2023	108.4	4.9	4.0	5.4	4.7	5.1	5.1	5.7	3.6	5.4	4.2	4.5
2024	113.0	4.2	4.5	4.4	4.3	4.3	3.7	3.8	2.9	3.9	4.4	4.2
2025	117.6	4.1	3.7	3.9	4.2	3.9	4.2	4.1	4.2	4.1	4.4	3.5
2025 Q1	115.7	4.1	4.3	3.8	4.2	4.3	3.9	3.6	2.3	4.5	4.2	2.7
Q2	116.9	4.2	3.6	4.2	4.4	3.7	4.0	4.8	3.9	4.8	4.5	4.0
Q3	117.8	3.8	4.5	3.6	3.9	3.4	5.0	4.2	4.2	3.7	3.9	4.3
Q4	118.1	3.4	2.4	2.8	3.5	3.5	3.1	3.2	6.0	2.5	4.2	2.4
Hourly labour productivity												
2023	98.9	-1.3	-1.3	-2.7	0.4	-2.1	2.7	-3.6	0.4	0.0	-0.8	1.1
2024	98.7	-0.2	0.2	-0.7	-2.6	-0.1	0.8	0.1	1.3	0.2	0.0	0.4
2025	99.7	1.0	3.9	3.0	-0.3	1.2	3.7	-0.8	-0.9	0.3	0.0	-1.0
2025 Q1	99.4	1.2	3.6	3.8	-1.2	1.0	2.5	-0.7	-1.6	0.7	0.1	-0.8
Q2	99.6	1.3	3.9	3.9	-0.8	1.1	3.7	-1.2	-1.5	0.2	0.2	-0.5
Q3	99.6	0.7	4.5	2.4	-0.1	1.0	4.0	-0.8	-2.8	0.0	-0.2	-2.0
Q4	99.2	0.5	3.4	1.7	0.5	1.1	3.8	-0.9	1.7	0.0	-0.8	-1.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3.21	3.24	3.43	3.69	3.87	5.00	-0.04
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2025	2.18	2.12	2.18	2.20	2.22	4.25	0.47
2025 Sep.	1.92	1.90	2.03	2.10	2.17	4.30	0.48
Oct.	1.93	1.91	2.03	2.11	2.19	4.20	0.48
Nov.	1.93	1.91	2.04	2.13	2.22	3.97	0.48
Dec.	1.93	1.92	2.05	2.14	2.27	3.80	0.54
2026 Jan.	1.93	1.96	2.03	2.14	2.25	3.66	0.73
Feb.	1.93	1.95	2.01	2.14	2.22	3.67	0.73

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 ^{1) 2)}					Euro area ^{1) 2)}	United States	Japan	Euro area ^{1) 2)}			
	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
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	0.64	2.25	1.54	1.76	2.64
2024	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	0.63	1.86	1.89	2.50	2.91
2025	1.98	2.02	2.11	2.44	2.95	0.92	0.74	1.14	2.09	2.30	3.02	3.78
2025 Sep.	1.94	1.94	1.99	2.27	2.78	0.83	0.58	0.82	1.97	2.12	2.82	3.63
Oct.	1.90	1.90	1.95	2.23	2.72	0.82	0.45	0.89	1.93	2.08	2.76	3.56
Nov.	1.95	1.96	2.01	2.28	2.77	0.81	0.47	1.02	1.99	2.13	2.80	3.64
Dec.	1.98	2.02	2.11	2.44	2.95	0.92	0.74	1.14	2.09	2.30	3.02	3.78
2026 Jan.	1.97	1.98	2.05	2.38	2.90	0.92	0.82	1.21	2.03	2.22	2.97	3.77
Feb.	1.96	1.95	1.98	2.23	2.73	0.78	0.52	1.09	1.96	2.08	2.74	3.59

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	502.8	4,870.4	992.6	299.1	161.1	123.9	231.6	951.6	1,069.3	378.7	301.6	792.1	5,430.7	38,395.3
2025	565.6	5,396.9	961.3	270.5	155.2	135.2	321.9	1,153.7	1,104.9	444.9	356.1	855.9	6,216.9	41,794.2
2025 Sep.	572.8	5,408.0	947.6	257.8	148.6	138.8	344.7	1,198.6	1,083.0	445.8	350.4	840.5	6,584.0	44,218.5
	594.4	5,641.1	940.9	266.6	150.6	143.2	345.2	1,246.9	1,194.5	478.4	354.1	905.0	6,735.7	48,521.1
	593.5	5,634.1	927.2	266.6	152.1	150.5	353.1	1,210.9	1,153.6	499.4	340.0	913.0	6,740.9	50,111.1
2026 Jan.	604.4	5,730.9	921.2	274.9	150.2	153.8	372.7	1,214.5	1,167.1	498.3	337.6	902.9	6,853.0	50,162.4
	628.1	5,951.6	940.4	271.3	150.5	162.5	385.3	1,281.0	1,284.1	526.6	343.5	908.5	6,929.1	53,077.3
Feb.	640.9	6,051.7	1,028.4	262.6	162.5	184.9	388.5	1,294.1	1,265.9	559.5	390.5	903.5	6,893.8	56,480.9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(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					
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up tp 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 Feb.	0.32	1.55	2.20	2.35	7.74	16.69	6.79	7.66	8.38	4.45	4.00	3.52	3.37	3.09	3.61	3.33
Mar.	0.31	1.52	2.09	2.23	7.73	16.63	6.96	7.57	8.28	4.35	3.92	3.50	3.36	3.10	3.57	3.32
Apr.	0.29	1.50	1.96	2.28	7.53	16.58	6.95	7.59	8.31	4.29	3.85	3.48	3.32	3.04	3.52	3.27
May	0.29	1.45	1.85	2.21	7.48	16.50	6.77	7.60	8.32	4.22	3.70	3.42	3.45	3.12	3.58	3.30
June	0.27	1.44	1.78	2.19	7.40	16.48	6.68	7.47	8.17	4.10	3.61	3.41	3.47	3.12	3.58	3.30
July	0.25	1.43	1.74	2.19	7.28	16.44	6.68	7.53	8.18	4.11	3.56	3.38	3.45	3.12	3.57	3.28
Aug.	0.25	1.22	1.72	2.16	7.28	16.40	7.12	7.54	8.25	4.15	3.59	3.40	3.46	3.18	3.62	3.31
Sep.	0.25	1.21	1.76	2.14	7.34	16.42	6.73	7.46	8.18	4.14	3.52	3.39	3.49	3.17	3.61	3.31
Oct.	0.25	1.21	1.78	2.16	7.32	16.40	6.40	7.42	8.10	4.18	3.52	3.37	3.48	3.16	3.59	3.31
Nov.	0.25	1.21	1.77	2.21	7.25	16.41	6.18	7.45	8.07	4.17	3.53	3.35	3.48	3.15	3.58	3.30
Dec.	0.25	1.22	1.78	2.27	7.23	16.42	6.36	7.24	7.91	4.01	3.55	3.37	3.48	3.13	3.59	3.32
2026 Jan.	0.25	1.22	1.79	2.30	7.31	16.47	6.66	7.62	8.29	4.12	3.51	3.37	3.51	3.23	3.64	3.35

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) ^{1), 2)}

(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 tp 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	
2025 Feb.	0.72	2.50	2.73	4.33	4.37	4.54	4.79	4.22	3.81	3.69	3.98	3.75	3.58	4.11
Mar.	0.67	2.33	2.54	4.21	4.02	4.53	4.81	3.97	3.77	3.69	3.67	3.78	3.67	3.94
Apr.	0.60	2.15	2.65	4.03	3.91	4.20	4.78	3.86	3.59	3.70	3.55	3.51	3.66	3.80
May	0.58	2.06	2.56	3.91	3.78	4.22	4.88	3.67	3.49	3.68	3.30	3.48	3.66	3.66
June	0.53	1.93	2.58	3.82	3.70	4.19	4.89	3.54	3.40	3.63	3.29	3.41	3.54	3.60
July	0.51	1.88	2.49	3.68	3.52	4.06	4.76	3.55	3.41	3.61	3.24	3.41	3.47	3.52
Aug.	0.51	1.88	2.29	3.65	3.59	4.04	4.75	3.54	3.41	3.64	3.07	3.35	3.63	3.46
Sep.	0.52	1.90	2.30	3.69	3.59	4.11	4.90	3.50	3.37	3.62	3.13	3.39	3.61	3.50
Oct.	0.53	1.89	2.47	3.66	3.59	4.12	4.81	3.52	3.41	3.63	3.19	3.26	3.54	3.51
Nov.	0.52	1.92	2.37	3.64	3.67	4.18	4.88	3.49	3.44	3.59	3.15	3.34	3.55	3.50
Dec.	0.52	1.94	2.48	3.68	3.65	4.09	4.82	3.53	3.40	3.64	3.30	3.54	3.60	3.57
2026 Jan.	0.52	1.90	2.42	3.68	3.59	4.07	4.71	3.53	3.40	3.70	3.29	3.45	3.57	3.57

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 ¹⁾

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

	Outstanding amounts							Gross issues ²⁾						
	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
Short-term														
2023	1,573.3	622.5	163.8	104.3	85.2	701.8	659.1	537.2	242.1	117.9	91.3	48.7	128.5	104.6
2024	1,600.2	582.1	205.9	121.2	70.4	741.8	674.7	522.8	207.9	138.0	107.7	39.6	137.3	110.2
2025	1,613.6	574.4	216.3	134.4	76.9	746.0	662.7	557.6	228.8	152.8	123.9	41.3	134.7	107.8
2025 Sep.	1,637.1	606.0	222.6	131.6	92.7	715.9	635.0	584.5	235.1	154.1	123.6	46.2	149.0	111.6
Oct.	1,657.3	603.5	217.3	123.0	96.1	740.5	662.5	600.4	227.2	162.0	127.8	44.8	166.3	136.5
Nov.	1,683.2	615.7	214.5	123.6	95.2	757.9	670.3	550.9	220.6	149.3	124.1	40.4	140.7	114.3
Dec.	1,613.6	574.4	216.3	134.4	76.9	746.0	662.7	481.7	172.7	157.8	137.9	28.6	122.5	93.3
2026 Jan.	1,664.5	601.7	200.0	112.5	88.0	774.8	672.7	615.7	248.3	153.3	120.5	46.4	167.7	138.8
Feb.	1,653.5	620.8	197.5	107.1	88.1	747.2	659.2	538.4	229.7	141.6	114.1	40.4	126.7	100.0
Long-term														
2023	19,426.7	4,447.6	3,244.6	1,433.6	1,545.2	10,189.3	9,450.2	322.1	93.4	68.2	31.0	21.2	139.3	130.8
2024	20,540.3	4,776.1	3,512.5	1,527.9	1,644.2	10,607.5	9,835.6	351.3	89.5	86.0	35.1	27.0	148.8	138.1
2025	21,411.0	4,895.0	3,759.3	1,688.1	1,743.7	11,013.0	10,220.6	385.5	93.7	103.1	44.3	30.9	157.8	146.8
2025 Sep.	21,307.6	4,875.5	3,655.3	1,628.7	1,724.4	11,052.3	10,263.6	419.3	93.9	113.0	44.7	42.8	169.6	161.2
Oct.	21,468.4	4,914.4	3,708.6	1,650.5	1,733.0	11,112.5	10,312.5	389.3	83.2	117.5	45.5	35.5	153.2	142.4
Nov.	21,580.1	4,927.0	3,772.3	1,685.8	1,753.3	11,127.5	10,325.5	383.9	83.6	130.9	56.3	43.6	125.7	116.5
Dec.	21,411.0	4,895.0	3,759.3	1,688.1	1,743.7	11,013.0	10,220.6	274.9	82.3	115.1	54.7	16.3	61.2	54.8
2026 Jan.	21,717.8	4,942.7	3,765.5	1,678.9	1,767.1	11,242.6	10,429.1	540.8	143.3	97.5	28.4	37.1	262.9	235.8
Feb.	21,986.3	4,990.5	3,805.5	1,683.0	1,780.1	11,410.3	10,584.0	381.6	89.9	84.8	28.4	23.8	183.1	169.2

Source: ECB.

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

2) 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 ¹⁾

(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
Outstanding amount											
2023	21,000.0	5,070.1	3,408.5	1,537.9	1,630.4	10,891.0	10,109.3	9,671.8	625.3	1,420.8	7,625.2
2024	22,140.4	5,358.2	3,718.4	1,649.1	1,714.6	11,349.3	10,510.3	10,150.1	755.1	1,588.2	7,806.4
2025	23,024.6	5,469.4	3,975.7	1,822.4	1,820.6	11,758.9	10,883.3	11,689.1	1,315.7	1,840.7	8,532.3
2025 Sep.	22,944.6	5,481.5	3,877.8	1,760.4	1,817.1	11,768.2	10,898.6	11,298.2	1,165.1	1,860.7	8,271.9
Oct.	23,125.7	5,517.8	3,925.9	1,773.4	1,829.0	11,852.9	10,975.0	11,514.3	1,164.3	1,846.4	8,503.2
Nov.	23,263.3	5,542.6	3,986.7	1,809.4	1,848.4	11,885.4	10,995.8	11,482.4	1,204.0	1,846.6	8,431.4
Dec.	23,024.6	5,469.4	3,975.7	1,822.4	1,820.6	11,758.9	10,883.3	11,689.1	1,315.7	1,840.7	8,532.3
2026 Jan.	23,382.3	5,544.4	3,965.5	1,791.4	1,855.1	12,017.4	11,101.9	11,938.8	1,364.6	1,819.5	8,754.3
Feb.	23,639.9	5,611.3	4,003.0	1,790.1	1,868.1	12,157.4	11,243.2	12,294.1	1,320.4	1,869.3	9,104.0
Growth rate ²⁾											
2025 July	5.5	4.9	9.3	10.9	3.9	4.8	4.8	-0.1	-0.7	-0.5	0.0
Aug.	5.5	5.4	9.5	11.5	3.4	4.5	4.5	-0.1	-0.5	-0.6	0.0
Sep.	5.1	3.8	9.4	11.5	3.3	4.7	4.6	0.0	0.7	-0.7	0.0
Oct.	5.1	3.9	9.5	10.1	3.1	4.6	4.6	-0.1	0.6	-0.8	0.0
Nov.	5.6	4.8	9.6	9.9	3.9	5.0	4.8	-0.1	0.4	-0.8	-0.1
Dec.	5.7	4.4	10.7	10.5	3.8	5.1	5.0	0.0	2.9	-1.9	-0.1
2026 Jan.	5.7	3.8	10.0	10.0	4.7	5.3	5.0	-0.1	2.6	-2.0	0.0
Feb.	5.6	4.4	9.7	8.9	4.8	4.9	4.7	0.0	2.3	-2.0	0.1

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-17						EER-40	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97.9	93.9	97.8	88.9	67.1	86.3	122.1	94.4
2024	98.2	94.2	97.9	89.5	67.3	87.3	124.4	94.6
2025	100.4	96.3	101.6	.	.	.	128.3	96.5
2025 Q1	96.8	93.1	96.5	88.4	63.7	85.9	123.2	93.2
Q2	100.4	96.4	101.4	92.0	65.4	89.4	128.4	96.6
Q3	102.1	98.0	103.8	93.6	66.6	91.1	130.8	98.3
Q4	101.9	97.8	104.7	.	.	.	130.7	98.0
2025 Sep.	102.2	98.1	104.2	-	-	-	131.1	98.5
Oct.	101.9	97.7	104.3	-	-	-	130.6	97.9
Nov.	101.8	97.7	104.3	-	-	-	130.4	97.8
Dec.	102.2	98.0	105.4	-	-	-	131.1	98.2
2026 Jan.	101.8	97.7	105.2	-	-	-	130.7	97.8
Feb.	101.8	97.6	105.2	-	-	-	130.7	97.7
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2026 Feb.	-0.1	-0.1	0.1	-	-	-	0.0	-0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2026 Feb.	5.9	5.7	10.1	-	-	-	7.0	5.7

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	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
2023	7.660	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2024	7.787	25.120	7.459	395.304	163.852	4.306	0.847	4.9746	11.433	0.953	1.082
2025	8.119	24.688	7.463	397.767	169.043	4.240	0.857	5.0424	11.066	0.937	1.130
2025 Q1	7.655	25.082	7.460	405.023	160.453	4.201	0.836	4.9763	11.235	0.946	1.052
Q2	8.197	24.920	7.461	404.114	163.813	4.262	0.849	5.0323	10.955	0.937	1.134
Q3	8.360	24.498	7.464	395.800	172.286	4.258	0.866	5.0703	11.121	0.935	1.168
Q4	8.250	24.272	7.469	386.506	179.223	4.237	0.875	5.0884	10.952	0.930	1.163
2025 Sep.	8.359	24.347	7.464	391.630	173.549	4.259	0.869	5.0740	11.000	0.935	1.173
Oct.	8.281	24.315	7.468	389.912	176.153	4.249	0.872	5.0872	10.970	0.929	1.163
Nov.	8.215	24.234	7.468	384.201	179.316	4.238	0.880	5.0867	10.991	0.929	1.156
Dec.	8.249	24.259	7.470	384.970	182.497	4.224	0.875	5.0913	10.896	0.933	1.171
2026 Jan.	8.181	24.278	7.470	384.178	183.939	4.213	0.868	5.0919	10.681	0.927	1.174
Feb.	8.168	24.260	7.470	378.607	183.452	4.218	0.870	5.0945	10.635	0.914	1.182
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2026 Feb.	-0.2	-0.1	0.0	-1.5	-0.3	0.1	0.2	0.1	-0.4	-1.4	0.7
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2026 Feb.	7.8	-3.3	0.1	-6.1	16.0	1.1	4.8	2.4	-5.4	-2.9	13.6

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 ¹⁾			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
Outstanding amounts (international investment position)												
2024 Q4	36,029.9	34,162.5	1,867.4	12,737.4	9,943.6	14,741.9	16,499.5	-2.1	7,157.8	7,719.5	1,394.8	16,706.8
2025 Q1	36,224.7	34,529.9	1,694.8	12,663.7	9,910.1	14,440.5	16,517.1	39.6	7,569.8	8,102.7	1,511.0	17,000.4
Q2	35,908.8	34,401.6	1,507.2	12,440.6	9,686.8	14,516.8	16,696.3	14.3	7,475.0	8,018.6	1,462.1	16,874.6
Q3	36,829.6	35,113.8	1,715.8	12,481.0	9,762.2	15,230.7	17,306.6	-0.5	7,496.2	8,045.0	1,622.2	16,957.3
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2025 Q3	235.1	224.1	11.0	79.7	62.3	97.2	110.5	0.0	47.9	51.4	10.4	108.2
Transactions												
2025 Q1	829.5	731.2	98.3	138.1	51.1	220.4	210.1	-8.8	480.6	470.0	-0.8	-
Q2	314.2	231.7	82.6	-45.6	-46.6	203.5	186.7	0.5	147.0	91.6	8.8	-
Q3	294.6	259.8	34.8	25.1	30.1	268.4	195.5	-4.2	-0.5	34.2	5.8	-
Q4	201.4	182.3	19.1	60.1	-39.5	74.3	245.4	13.6	43.7	-23.5	9.8	-
2025 July	38.2	32.6	5.5	22.8	9.9	56.3	35.9	0.4	-41.5	-13.2	0.1	-
Aug.	140.0	161.6	-21.6	-5.3	19.2	86.4	65.5	-0.4	58.1	76.9	1.2	-
Sep.	116.5	65.6	50.9	7.6	1.0	125.7	94.1	-4.2	-17.1	-29.5	4.6	-
Oct.	206.0	208.1	-2.1	17.0	-5.8	31.6	83.5	8.7	147.9	130.4	0.8	-
Nov.	134.0	125.7	8.3	13.4	9.0	22.8	80.5	7.5	87.7	36.3	2.7	-
Dec.	-138.5	-151.5	12.9	29.8	-42.7	19.8	81.4	-2.6	-191.9	-190.1	6.3	-
12-month cumulated transactions												
2025 Dec.	1,639.8	1,405.1	234.8	177.7	-4.9	766.6	837.6	1.1	670.9	572.4	23.5	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 Dec.	10.4	8.9	1.5	1.1	0.0	4.8	5.3	0.0	4.2	3.6	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

(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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	1,534.0	8,820.5	10,354.5	2,306.0	2,451.9	4,757.9	15,112.4	183.5	740.3	72.8	996.6	16,109.0
2024	1,554.5	9,048.7	10,603.2	2,545.4	2,455.2	5,000.6	15,603.8	253.8	880.6	38.3	1,172.7	16,776.5
2025	1,587.5	9,504.8	11,092.3	2,421.2	2,563.5	4,984.7	16,077.0	259.4	851.1	19.2	1,129.7	17,206.7
2025 Q1	1,558.2	9,124.4	10,682.6	2,488.7	2,487.0	4,975.7	15,658.3	241.9	894.8	43.6	1,180.3	16,838.6
Q2	1,563.9	9,242.9	10,806.8	2,402.9	2,513.4	4,916.3	15,723.1	257.5	920.1	26.6	1,204.2	16,927.3
Q3	1,574.9	9,321.2	10,896.1	2,350.2	2,542.5	4,892.7	15,788.8	258.6	927.6	7.4	1,193.5	16,982.4
Q4 ^(p)	1,587.5	9,504.8	11,092.3	2,421.2	2,563.5	4,984.7	16,077.0	259.4	851.1	19.2	1,129.7	17,206.7
2025 Aug.	1,570.5	9,270.1	10,840.6	2,384.6	2,529.9	4,914.4	15,755.0	240.6	914.8	16.1	1,171.5	16,926.5
Sep.	1,574.9	9,321.2	10,896.1	2,350.2	2,542.5	4,892.7	15,788.8	258.6	927.6	7.4	1,193.5	16,982.4
Oct.	1,579.2	9,415.3	10,994.4	2,355.4	2,551.0	4,906.4	15,900.9	237.1	912.5	23.4	1,173.0	17,073.9
Nov.	1,585.5	9,473.6	11,059.0	2,407.4	2,558.2	4,965.6	16,024.7	251.7	902.0	22.2	1,175.9	17,200.6
Dec.	1,587.5	9,504.8	11,092.3	2,421.2	2,563.5	4,984.7	16,077.0	259.4	851.1	19.2	1,129.7	17,206.7
2026 Jan. ^(p)	1,597.0	9,628.4	11,225.4	2,410.9	2,568.3	4,979.3	16,204.7	237.3	862.0	40.7	1,140.0	17,344.7
Transactions												
2023	-5.3	-967.1	-972.4	927.4	-104.2	823.2	-149.2	39.8	93.6	23.3	156.7	7.6
2024	21.2	181.6	202.8	206.0	5.9	211.9	414.7	75.6	129.8	-34.8	170.7	585.3
2025	33.0	465.2	498.2	-123.0	101.0	-22.0	476.2	10.2	-5.3	-11.6	-6.7	469.5
2025 Q1	3.7	94.5	98.2	-51.4	24.8	-26.6	71.6	-10.5	11.0	8.2	8.8	80.3
Q2	5.7	141.3	147.0	-75.5	26.0	-49.6	97.4	18.3	23.0	-16.9	24.5	121.9
Q3	11.0	80.4	91.4	-52.5	29.2	-23.3	68.1	1.4	4.8	-16.7	-10.5	57.5
Q4 ^(p)	12.6	149.1	161.7	56.5	21.0	77.5	239.2	0.9	-44.3	13.9	-29.5	209.7
2025 Aug.	3.6	29.6	33.1	-14.7	7.5	-7.2	25.9	-1.4	-4.1	-7.8	-13.3	12.6
Sep.	4.4	53.3	57.6	-33.9	12.8	-21.2	36.5	18.3	11.9	-8.1	22.1	58.6
Oct.	4.3	56.0	60.3	-14.8	8.4	-6.3	53.9	-22.1	-16.0	15.5	-22.6	31.3
Nov.	6.3	58.2	64.5	52.0	7.2	59.3	123.7	14.6	-11.3	0.4	3.7	127.4
Dec.	2.1	34.9	36.9	19.2	5.4	24.6	61.5	8.4	-17.0	-2.0	-10.5	51.0
2026 Jan. ^(p)	2.0	49.8	51.8	-25.8	3.2	-22.7	29.1	5.1	10.3	21.8	37.3	66.4
Growth rates												
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.2	-4.1	20.9	-1.0	32.6	14.5	42.7	19.1	0.0
2024	1.4	2.0	2.0	8.9	0.2	4.4	2.7	41.6	17.5	-50.0	17.2	3.6
2025	2.1	5.2	4.7	-4.9	4.1	-0.4	3.1	4.1	-0.6	-34.7	-0.6	2.8
2025 Q1	1.7	4.4	4.0	0.7	2.3	1.5	3.2	25.7	11.7	-41.1	10.7	3.7
Q2	1.9	5.3	4.8	-5.3	3.4	-1.1	2.9	26.2	11.9	-54.7	11.0	3.4
Q3	2.1	5.5	5.0	-8.4	4.5	-2.1	2.7	11.2	7.0	-82.2	4.3	2.8
Q4 ^(p)	2.1	5.2	4.7	-4.9	4.1	-0.4	3.1	4.1	-0.6	-34.7	-0.6	2.8
2025 Aug.	2.0	5.6	5.0	-6.3	3.9	-1.3	2.9	-0.1	7.7	-65.5	2.6	2.9
Sep.	2.1	5.5	5.0	-8.4	4.5	-2.1	2.7	11.2	7.0	-82.2	4.3	2.8
Oct.	2.1	5.7	5.1	-8.0	4.6	-1.8	2.9	-1.4	5.6	-51.3	1.3	2.8
Nov.	2.3	5.5	5.0	-6.0	4.6	-0.9	3.1	5.7	3.2	-37.2	2.1	3.0
Dec.	2.1	5.2	4.7	-4.9	4.1	-0.4	3.1	4.1	-0.6	-34.7	-0.6	2.8
2026 Jan. ^(p)	2.2	5.8	5.3	-5.1	3.9	-0.6	3.4	2.9	1.6	3.9	1.6	3.3

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	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
Outstanding amounts													
2023	3,317.0	2,403.6	770.8	131.0	11.6	8,406.6	5,105.6	1,014.6	2,285.1	1.3	1,269.0	227.0	542.4
2024	3,415.8	2,479.2	792.3	133.3	11.1	8,733.8	5,188.4	1,255.9	2,288.2	1.3	1,373.2	231.9	548.3
2025	3,504.8	2,575.3	772.6	150.3	6.6	8,990.0	5,472.2	1,137.5	2,379.0	1.3	1,476.5	224.6	553.0
2025 Q1	3,415.8	2,479.9	786.3	139.0	10.6	8,795.9	5,256.9	1,225.1	2,312.9	1.1	1,362.1	228.7	539.4
Q2	3,439.3	2,506.4	779.8	143.8	9.3	8,844.8	5,334.0	1,175.6	2,334.1	1.1	1,354.9	233.3	544.3
Q3	3,469.1	2,538.4	779.0	145.7	6.0	8,903.2	5,400.7	1,139.5	2,361.9	1.1	1,333.8	229.2	537.3
Q4 ⁴⁾	3,504.8	2,575.3	772.6	150.3	6.6	8,990.0	5,472.2	1,137.5	2,379.0	1.3	1,476.5	224.6	553.0
2025 Aug.	3,464.4	2,525.2	784.9	145.0	9.3	8,884.1	5,372.3	1,160.9	2,349.9	1.1	1,305.4	226.5	544.8
Sep.	3,469.1	2,538.4	779.0	145.7	6.0	8,903.2	5,400.7	1,139.5	2,361.9	1.1	1,333.8	229.2	537.3
Oct.	3,473.5	2,556.2	763.3	147.8	6.1	8,932.6	5,422.9	1,139.8	2,368.9	1.0	1,383.1	223.7	546.0
Nov.	3,492.5	2,565.0	773.1	148.7	5.7	8,963.9	5,452.1	1,137.1	2,373.9	0.9	1,442.9	221.6	570.1
Dec.	3,504.8	2,575.3	772.6	150.3	6.6	8,990.0	5,472.2	1,137.5	2,379.0	1.3	1,476.5	224.6	553.0
2026 Jan. ⁴⁾	3,533.6	2,600.7	775.7	152.7	4.5	9,079.5	5,553.0	1,144.8	2,380.7	1.0	1,411.2	240.1	580.5
Transactions													
2023	-38.9	-313.8	270.9	-1.6	5.6	13.9	-459.3	571.9	-99.2	0.5	-47.3	-2.1	-29.6
2024	89.5	69.8	16.6	2.9	0.2	289.8	48.7	236.4	4.7	0.1	82.8	3.9	3.2
2025	116.2	111.9	-12.7	16.9	0.0	262.4	294.9	-116.1	83.6	-0.1	76.4	-4.8	3.3
2025 Q1	7.7	6.2	-3.9	5.5	-0.2	63.5	75.9	-30.2	18.0	-0.3	-2.2	-2.3	-9.2
Q2	36.0	34.4	-2.4	4.8	-0.8	53.5	80.3	-47.5	20.7	0.0	9.8	5.9	4.9
Q3	34.4	32.6	-0.5	2.0	0.4	59.1	67.2	-35.8	27.8	0.0	-23.8	-4.0	-7.2
Q4 ⁴⁾	38.0	38.7	-5.9	4.6	0.6	86.4	71.6	-2.6	17.2	0.2	92.6	-4.4	14.9
2025 Aug.	11.3	10.3	0.9	0.5	-0.4	11.7	17.3	-12.5	6.8	0.1	-2.4	3.2	-3.0
Sep.	9.9	14.0	-5.4	0.8	0.5	19.5	28.7	-21.2	12.0	0.0	25.9	2.8	-7.7
Oct.	3.5	17.6	-16.2	2.1	0.0	28.7	21.8	0.0	7.0	-0.1	-7.2	-5.6	8.1
Nov.	19.1	8.9	9.8	0.9	-0.4	31.4	29.2	-2.7	5.0	-0.1	59.6	-2.1	24.1
Dec.	15.4	12.2	0.6	1.6	0.9	26.3	20.6	0.1	5.2	0.4	40.2	3.3	-17.3
2026 Jan. ⁴⁾	3.1	2.5	0.3	2.3	-2.1	35.8	40.5	-4.6	0.1	-0.3	-41.0	8.9	25.4
Growth rates													
2023	-1.2	-11.5	54.2	-1.2	90.8	0.2	-8.3	129.4	-4.2	64.0	-3.5	-0.9	-5.2
2024	2.7	2.9	2.2	2.2	2.0	3.4	0.9	23.2	0.2	3.7	6.4	1.7	0.6
2025	3.4	4.5	-1.6	12.7	3.4	3.0	5.7	-9.3	3.6	-4.3	5.4	-2.1	0.6
2025 Q1	2.4	4.2	-3.9	9.5	-2.8	3.6	3.5	7.5	1.9	6.0	9.8	2.6	-0.5
Q2	1.8	4.3	-6.8	13.1	-9.4	3.3	4.9	-2.6	2.8	-8.6	7.6	7.2	2.1
Q3	3.1	5.5	-5.5	15.3	-9.2	3.2	6.1	-9.4	3.9	-0.5	2.7	0.0	-2.6
Q4 ⁴⁾	3.4	4.5	-1.6	12.7	3.4	3.0	5.7	-9.3	3.6	-4.3	5.4	-2.1	0.6
2025 Aug.	2.8	5.2	-5.8	14.5	-2.3	3.4	5.6	-5.6	3.3	5.7	1.6	4.1	0.3
Sep.	3.1	5.5	-5.5	15.3	-9.2	3.2	6.1	-9.4	3.9	-0.5	2.7	0.0	-2.6
Oct.	3.4	5.7	-5.2	15.5	-19.9	3.1	5.9	-9.8	4.0	3.0	2.4	0.8	-1.0
Nov.	3.5	5.4	-3.6	14.3	-26.7	3.1	5.8	-9.6	4.0	8.1	4.8	-1.6	2.0
Dec.	3.4	4.5	-1.6	12.7	3.4	3.0	5.7	-9.3	3.6	-4.3	5.4	-2.1	0.6
2026 Jan. ⁴⁾	3.4	5.1	-2.9	12.8	-38.4	3.2	6.1	-9.1	3.4	-15.6	4.8	3.2	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 ¹⁾

(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								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total		To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾			To insurance corporations and pension funds
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2023	6,297.5	988.8	5,283.4	15,501.0	13,045.4	13,251.0	5,130.8	6,649.1	1,127.6	137.8	1,559.1	896.5
2024	6,251.0	986.9	5,238.3	15,788.1	13,258.1	13,502.0	5,189.1	6,678.6	1,251.3	139.1	1,578.8	951.2
2025	6,295.1	1,020.3	5,248.6	16,248.4	13,630.8	13,904.3	5,294.3	6,853.2	1,336.3	147.1	1,571.9	1,045.6
2025 Q1	6,267.5	996.6	5,245.0	15,868.4	13,333.9	13,589.1	5,203.4	6,722.3	1,271.1	137.2	1,562.0	972.4
Q2	6,274.4	1,007.8	5,240.6	15,955.8	13,410.2	13,679.7	5,214.0	6,767.1	1,284.5	144.6	1,571.0	974.6
Q3	6,287.6	1,017.1	5,244.4	16,021.4	13,447.9	13,720.7	5,243.8	6,808.9	1,259.1	136.1	1,566.9	1,006.6
Q4	6,295.1	1,020.3	5,248.6	16,248.4	13,630.8	13,904.3	5,294.3	6,853.2	1,336.3	147.1	1,571.9	1,045.6
2025 Aug.	6,264.1	1,013.8	5,224.2	15,997.1	13,422.4	13,698.3	5,237.5	6,794.2	1,253.8	136.9	1,575.0	999.7
Sep.	6,287.6	1,017.1	5,244.4	16,021.4	13,447.9	13,720.7	5,243.8	6,808.9	1,259.1	136.1	1,566.9	1,006.6
Oct.	6,309.3	1,025.3	5,257.9	16,115.6	13,520.8	13,791.8	5,257.2	6,817.9	1,311.1	134.6	1,572.6	1,022.2
Nov.	6,310.4	1,026.4	5,258.0	16,209.1	13,578.5	13,847.0	5,266.9	6,836.2	1,338.0	137.4	1,589.9	1,040.7
Dec.	6,295.1	1,020.3	5,248.6	16,248.4	13,630.8	13,904.3	5,294.3	6,853.2	1,336.3	147.1	1,571.9	1,045.6
2026 Jan.	6,373.4	1,039.7	5,307.5	16,360.7	13,711.2	13,983.4	5,309.9	6,898.5	1,351.6	151.2	1,589.9	1,059.5
Transactions												
2023	-161.9	-17.3	-144.9	51.0	23.2	73.3	-6.5	8.5	29.5	-8.3	-17.1	44.9
2024	-63.7	-1.2	-62.9	286.9	228.9	273.7	76.2	45.2	106.5	1.0	10.9	47.1
2025	49.7	33.3	16.2	456.0	406.1	440.3	144.3	187.4	66.1	8.3	-4.4	54.3
2025 Q1	37.6	9.3	28.2	103.0	98.2	109.2	27.6	48.5	24.2	-2.0	-13.7	18.4
Q2	-17.0	11.1	-28.1	105.0	95.5	106.8	26.6	45.8	15.3	7.8	9.9	-0.4
Q3	19.1	8.3	10.7	66.2	45.9	48.2	33.3	44.7	-23.7	-8.4	-6.7	26.9
Q4	10.0	4.5	5.4	181.8	166.4	176.1	56.7	48.4	50.3	10.9	6.0	9.4
2025 Aug.	-15.7	1.3	-17.0	20.9	7.6	15.3	15.9	15.3	-22.9	-0.7	3.1	10.1
Sep.	18.7	2.4	16.3	26.6	31.2	27.9	11.4	16.1	4.5	-0.7	-8.3	3.7
Oct.	8.3	8.1	0.2	67.3	51.1	55.8	13.1	10.0	29.6	-1.6	3.8	12.4
Nov.	5.4	1.3	4.2	72.9	59.9	58.0	11.9	19.2	26.0	2.8	18.1	-5.1
Dec.	-3.7	-4.8	1.0	41.6	55.4	62.4	31.7	19.3	-5.3	9.7	-15.9	2.1
2026 Jan.	51.6	17.6	33.9	69.0	42.2	40.4	-3.2	18.0	27.6	-0.2	16.6	10.2
Growth rates												
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.3	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.7	-5.7	-1.1	5.3
2024	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.1	1.5	0.7	9.4	0.7	0.7	5.2
2025	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.3	6.0	-0.3	5.7
2025 Q1	0.5	1.8	0.2	2.2	2.4	2.6	2.2	1.5	9.0	-0.7	-0.9	4.9
Q2	0.1	2.7	-0.4	2.7	2.8	3.0	2.4	2.1	7.6	11.0	0.8	4.7
Q3	0.6	3.8	0.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.5	3.8	2.0	0.1	7.3
Q4	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.3	6.0	-0.3	5.7
2025 Aug.	0.1	3.4	-0.5	2.7	2.5	2.8	2.7	2.3	3.2	1.9	1.0	7.2
Sep.	0.6	3.8	0.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.5	3.8	2.0	0.1	7.3
Oct.	0.6	3.9	0.0	2.9	2.9	3.0	2.9	2.6	5.0	-1.1	-0.3	8.0
Nov.	0.8	3.6	0.3	3.2	3.3	3.4	3.0	2.7	7.4	1.7	0.9	6.7
Dec.	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.3	6.0	-0.3	5.7
2026 Jan.	0.9	4.3	0.3	3.0	3.1	3.3	2.6	2.8	6.6	7.0	0.9	5.4

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 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	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 ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	5,130.8	5,135.7	915.6	1,089.6	3,125.7	6,649.1	6,867.2	731.1	5,229.1	688.9
2024	5,189.1	5,199.9	930.7	1,097.7	3,160.7	6,678.6	6,929.5	744.8	5,255.6	678.2
2025	5,294.3	5,323.7	949.8	1,121.3	3,223.2	6,853.2	7,111.6	777.1	5,403.5	672.6
2025 Q1	5,203.4	5,224.1	926.5	1,112.4	3,164.5	6,722.3	6,971.8	750.4	5,294.0	677.9
Q2	5,214.0	5,250.1	929.7	1,114.7	3,169.6	6,767.1	7,016.7	757.7	5,333.4	676.1
Q3	5,243.8	5,282.0	926.6	1,126.7	3,190.5	6,808.9	7,061.1	767.3	5,369.2	672.4
Q4	5,294.3	5,323.7	949.8	1,121.3	3,223.2	6,853.2	7,111.6	777.1	5,403.5	672.6
2025 Aug.	5,237.5	5,274.6	929.5	1,123.2	3,184.8	6,794.2	7,045.4	764.1	5,357.1	673.0
Sep.	5,243.8	5,282.0	926.6	1,126.7	3,190.5	6,808.9	7,061.1	767.3	5,369.2	672.4
Oct.	5,257.2	5,290.7	935.3	1,126.0	3,195.9	6,817.9	7,074.0	771.1	5,373.9	673.0
Nov.	5,266.9	5,300.8	938.5	1,123.4	3,204.9	6,836.2	7,093.3	775.3	5,386.8	674.1
Dec.	5,294.3	5,323.7	949.8	1,121.3	3,223.2	6,853.2	7,111.6	777.1	5,403.5	672.6
2026 Jan.	5,309.9	5,340.4	953.6	1,122.7	3,233.6	6,898.5	7,156.3	789.7	5,436.1	672.8
Transactions										
2023	-6.5	23.7	-44.8	10.5	27.8	8.5	26.8	19.1	10.3	-20.9
2024	76.2	87.5	21.8	14.6	39.8	45.2	77.1	26.6	28.3	-9.7
2025	144.3	156.5	31.4	34.8	78.0	187.4	204.9	38.7	148.4	0.3
2025 Q1	27.6	35.7	-2.4	19.6	10.4	48.5	48.9	8.7	39.8	0.0
Q2	26.6	37.6	9.2	8.2	9.2	45.8	47.5	6.9	37.7	1.2
Q3	33.3	34.7	-1.4	12.0	22.7	44.7	46.8	11.2	36.3	-2.8
Q4	56.7	48.6	26.0	-5.0	35.7	48.4	61.7	11.9	34.6	1.9
2025 Aug.	15.9	17.8	2.7	4.1	9.1	15.3	15.8	4.2	11.5	-0.4
Sep.	11.4	12.1	0.6	4.0	6.8	16.1	17.0	3.8	12.3	-0.1
Oct.	13.1	8.4	8.3	-2.1	6.9	10.0	20.0	4.3	4.7	1.0
Nov.	11.9	12.4	4.6	-2.0	9.3	19.2	20.8	5.0	13.1	1.1
Dec.	31.7	27.8	13.1	-0.9	19.4	19.3	20.8	2.6	16.8	-0.2
2026 Jan.	-3.2	-3.0	-5.6	0.5	1.9	18.0	17.1	1.9	16.0	0.1
Growth rates										
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.7	0.2	-2.9
2024	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.4
2025	2.8	3.0	3.4	3.2	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2025 Q1	2.2	2.4	4.7	3.3	1.1	1.5	1.7	3.7	1.4	-0.7
Q2	2.4	2.8	4.0	4.1	1.3	2.1	2.3	4.5	2.1	-0.3
Q3	2.8	2.9	2.9	4.5	2.1	2.5	2.6	5.0	2.5	-0.1
Q4	2.8	3.0	3.4	3.2	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2025 Aug.	2.7	3.0	3.6	4.7	1.7	2.3	2.5	4.8	2.3	-0.1
Sep.	2.8	2.9	2.9	4.5	2.1	2.5	2.6	5.0	2.5	-0.1
Oct.	2.9	2.9	2.9	4.4	2.3	2.6	2.8	5.2	2.6	0.1
Nov.	3.0	3.1	4.0	4.2	2.3	2.7	2.9	5.6	2.7	0.0
Dec.	2.8	3.0	3.4	3.2	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2026 Jan.	2.6	2.8	3.1	2.8	2.4	2.8	3.0	5.1	2.8	0.0

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 ¹⁾

(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 ²⁾	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 ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	476.9	7,337.9	1,826.7	90.5	2,415.1	3,005.6	1,853.9	271.3	152.1	152.6
2024	395.9	7,856.0	1,842.3	117.2	2,595.7	3,300.8	2,664.2	325.1	140.4	136.0
2025	398.5	8,368.7	1,872.6	131.7	2,623.2	3,741.2	3,242.2	188.1	326.5	238.4
2025 Q1	388.3	7,934.8	1,834.8	121.7	2,576.4	3,401.9	2,795.3	230.5	182.9	161.3
Q2	410.9	7,908.1	1,833.7	129.6	2,562.0	3,382.8	2,829.8	186.2	177.9	165.9
Q3	430.1	8,092.7	1,842.7	132.5	2,589.9	3,527.6	3,052.8	143.3	168.3	168.6
Q4 ^(a)	398.5	8,368.7	1,872.6	131.7	2,623.2	3,741.2	3,242.2	188.1	326.5	238.4
2025 Aug.	412.7	7,967.6	1,839.6	132.9	2,575.7	3,419.5	2,885.2	160.4	206.3	179.4
Sep.	430.1	8,092.7	1,842.7	132.5	2,589.9	3,527.6	3,052.8	143.3	168.3	168.6
Oct.	441.4	8,220.4	1,852.9	132.4	2,618.3	3,616.8	3,185.9	124.9	366.3	251.8
Nov.	423.0	8,325.1	1,874.9	131.8	2,617.1	3,701.3	3,257.1	172.1	405.3	266.9
Dec.	398.5	8,368.7	1,872.6	131.7	2,623.2	3,741.2	3,242.2	188.1	326.5	238.4
2026 Jan. ^(a)	481.6	8,602.0	1,884.7	132.3	2,615.3	3,969.8	3,536.2	158.1	398.7	250.3
Transactions										
2023	-199.0	325.1	24.9	40.2	227.5	32.5	437.1	-192.5	17.1	9.0
2024	-80.6	284.7	15.6	26.7	169.7	72.8	530.5	35.7	-11.7	-16.7
2025	2.2	191.2	33.2	16.3	101.5	40.1	300.1	-142.9	21.0	32.5
2025 Q1	-7.2	1.7	-4.3	5.6	4.3	-3.9	23.3	-89.2	42.4	25.3
Q2	22.7	39.8	4.3	7.9	33.7	-6.1	126.9	-30.5	-5.0	4.7
Q3	19.2	38.0	9.2	3.6	29.1	-3.8	63.7	-34.2	-9.6	2.7
Q4 ^(a)	-32.5	111.7	24.1	-0.8	34.5	54.0	86.1	10.9	-6.9	-0.2
2025 Aug.	15.7	8.7	4.4	0.3	0.2	3.8	14.2	17.6	32.8	12.4
Sep.	17.4	17.8	3.4	0.3	18.9	-4.9	53.6	-5.2	-38.0	-10.7
Oct.	10.4	20.6	6.1	-0.2	20.6	-5.9	31.3	-44.6	63.1	20.9
Nov.	-18.4	47.2	22.0	-0.6	-0.1	25.8	35.9	42.0	8.8	7.5
Dec.	-24.5	43.9	-4.0	0.0	13.9	34.1	19.0	13.6	-78.8	-28.6
2026 Jan. ^(a)	73.5	5.8	10.5	0.5	2.9	-8.1	66.0	-41.0	71.0	10.3
Growth rates										
2023	-29.6	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-16.9	3.8	0.9	29.5	7.1	2.2	-	-	-7.7	-10.9
2025	0.6	2.4	1.8	14.0	4.0	1.1	-	-	35.9	28.2
2025 Q1	-6.6	2.5	0.3	17.9	3.4	2.6	-	-	2.7	-7.4
Q2	-0.5	2.4	0.6	19.4	3.6	1.9	-	-	-2.6	-6.0
Q3	6.1	2.1	0.8	17.9	3.3	1.5	-	-	-9.0	-10.5
Q4 ^(a)	0.6	2.4	1.8	14.0	4.0	1.1	-	-	35.9	28.2
2025 Aug.	-3.1	2.3	1.1	19.6	2.9	1.8	-	-	6.8	5.1
Sep.	6.1	2.1	0.8	17.9	3.3	1.5	-	-	-9.0	-10.5
Oct.	2.1	2.1	1.2	16.4	3.7	1.1	-	-	36.4	10.1
Nov.	0.1	2.6	2.1	15.2	3.6	1.8	-	-	34.0	19.0
Dec.	0.6	2.4	1.8	14.0	4.0	1.1	-	-	35.9	28.2
2026 Jan. ^(a)	15.2	2.5	2.5	12.6	4.1	0.8	-	-	42.3	24.1

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
2021	-5.1	-5.1	0.0	0.0	0.0	-3.7
2022	-3.4	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.7
2023	-3.5	-3.5	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2024	-3.1	-2.7	-0.2	-0.3	0.1	-1.2
2024 Q4	-3.1	.	.	.	.	-1.2
2025 Q1	-3.0	.	.	.	.	-1.1
Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.0
Q3	-3.0	.	.	.	.	-1.1

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
2021	46.9	46.1	13.0	13.2	15.0	0.8	52.0	46.9	10.3	6.0	1.4	23.7	5.1
2022	46.5	45.7	13.3	12.9	14.6	0.8	49.9	44.7	9.8	5.9	1.7	22.4	5.2
2023	45.9	45.0	13.1	12.4	14.5	0.9	49.4	44.0	9.8	5.9	1.7	22.2	5.3
2024	46.4	45.6	13.3	12.4	14.7	0.8	49.5	44.5	9.9	6.0	1.9	22.8	5.0
2024 Q4	46.4	45.6	13.3	12.4	14.7	0.8	49.5	44.5	9.9	6.0	1.9	22.8	5.0
2025 Q1	46.6	45.8	13.3	12.4	14.8	0.8	49.6	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	5.0
Q2	46.7	45.9	13.3	12.4	14.9	0.8	49.6	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	5.0
Q3	46.7	45.9	13.3	12.4	15.0	0.7	49.7	44.7	10.0	6.0	1.9	23.0	5.0

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
2021	93.8	2.9	13.8	77.1	54.5	40.9	39.3	9.8	84.0	17.3	29.8	46.8	92.4	1.4
2022	89.3	2.6	13.1	73.5	52.4	39.5	36.9	8.6	80.7	16.0	28.3	45.1	88.4	0.9
2023	87.0	2.4	12.1	72.5	49.1	35.7	37.8	7.8	79.2	14.9	27.9	44.1	86.2	0.8
2024	87.1	2.2	11.8	73.1	46.7	33.7	40.4	7.7	79.4	14.4	28.2	44.5	86.3	0.8
2024 Q4	87.1	2.2	11.8	73.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 Q1	87.7	2.3	11.6	73.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88.2	2.2	11.7	74.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.5	2.3	11.8	74.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	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
2021	-2.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-6.2	5.1
2022	-4.5	1.7	-0.1	-0.2	-0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.5	-6.1	2.7
2023	-2.4	1.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.8	2.6
2024	0.1	1.2	0.3	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	-1.4	3.1
2024 Q4	0.1	1.2	0.3	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	-1.4	3.1
2025 Q1	0.3	1.1	0.5	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	-1.3	3.3
Q2	0.5	1.0	0.8	0.7	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-1.3	3.5
Q3	0.8	1.1	1.0	0.7	0.4	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	-1.3	3.9

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 ¹⁾

(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 ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	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
2023	12.7	11.4	4.1	1.3	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	2.0
2024	12.3	10.9	4.0	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025	13.0	11.5	4.1	1.5	0.4	8.2	2.1	1.1	1.4	2.3	1.7	2.8	2.5
2025 Q1	12.3	10.8	3.7	1.4	0.4	8.3	2.2	1.3	2.0	2.2	1.9	3.4	2.9
Q2	12.8	11.3	3.2	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.1	3.1	2.8
Q3	13.2	11.7	3.6	1.5	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.2	2.0	2.9	2.6
Q4	13.0	11.5	4.1	1.5	0.4	8.2	2.1	1.1	1.4	2.3	1.7	2.8	2.5
2025 Aug.	13.0	11.5	3.7	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	1.4	2.2	2.0	2.9	2.7
Sep.	13.2	11.7	3.6	1.5	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.2	2.0	2.9	2.6
Oct.	13.2	11.7	3.4	1.5	0.4	8.2	2.1	1.2	1.5	2.3	1.9	2.8	2.6
Nov.	13.2	11.7	3.8	1.5	0.4	8.2	2.1	1.1	1.6	2.3	1.9	2.8	2.5
Dec.	13.0	11.5	4.1	1.5	0.4	8.2	2.1	1.1	1.4	2.3	1.7	2.8	2.5
2026 Jan.	13.1	11.6	4.6	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5

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 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-5.4	-3.2	-2.5	-1.3	-7.2	-6.7	-6.6	-2.6	-8.9	-1.6
2022	-3.6	-1.9	-1.0	1.6	-2.6	-4.6	-4.7	0.1	-8.1	2.7
2023	-4.0	-2.5	-2.7	1.4	-1.4	-3.3	-5.4	-0.8	-7.2	1.7
2024	-4.4	-2.7	-1.7	4.0	1.2	-3.2	-5.8	-1.9	-3.4	4.1
2024 Q4	-4.4	-2.7	-1.7	4.1	1.2	-3.2	-5.8	-1.9	-3.4	4.1
2025 Q1	-4.6	-2.4	-1.2	4.1	2.5	-3.2	-5.8	-2.6	-3.4	4.2
Q2	-4.7	-2.2	-1.1	3.8	2.2	-3.2	-5.7	-3.0	-3.0	4.1
Q3	-5.1	-2.3	-1.1	1.4	2.6	-2.9	-5.6	-3.1	-3.2	3.5
Government debt										
2021	108.7	67.9	18.4	52.4	197.3	115.7	112.8	78.2	145.8	96.5
2022	103.4	64.4	19.2	42.9	177.8	109.3	111.4	68.5	138.4	80.3
2023	102.4	62.3	20.2	41.8	164.3	105.2	109.8	60.9	133.9	71.1
2024	103.9	62.2	23.5	38.3	154.2	101.6	113.2	57.4	134.9	62.8
2024 Q4	103.9	62.2	23.5	38.3	154.2	101.6	113.2	57.4	134.9	62.8
2025 Q1	106.0	62.0	23.9	34.5	152.9	103.4	114.2	58.3	137.4	62.1
Q2	106.2	62.3	23.2	33.4	151.9	103.5	115.9	57.5	138.3	61.4
Q3	107.1	63.0	22.9	32.8	149.7	103.2	117.7	57.2	137.8	60.6

	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-7.2	-1.1	1.1	-7.0	-2.3	-5.7	-2.8	-4.6	-5.1	-2.7
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.3	0.0	-3.4	-0.3	-3.0	-1.6	-0.2
2023	-2.4	-0.7	-0.7	-4.4	-0.4	-2.6	1.3	-2.6	-5.3	-2.9
2024	-1.8	-1.3	0.9	-3.5	-0.9	-4.7	0.5	-0.9	-5.5	-4.4
2024 Q4	-1.8	-1.3	0.9	-3.5	-0.9	-4.7	0.5	-0.9	-5.5	-4.4
2025 Q1	-1.2	-1.3	0.5	-3.1	-1.3	-4.9	0.7	-1.6	-5.3	-4.1
Q2	-1.7	-1.8	-0.4	-4.3	-1.5	-4.9	0.6	-1.8	-4.8	-3.8
Q3	-2.2	-1.7	-0.9	-3.9	-1.6	-4.6	0.4	-1.7	-4.6	-3.4
Government debt										
2021	45.9	43.3	24.2	49.8	50.5	82.4	123.9	74.8	60.2	73.1
2022	44.4	38.3	24.9	50.3	48.4	78.1	111.2	72.8	57.8	74.0
2023	44.4	37.1	24.7	47.0	45.8	77.8	96.9	68.3	55.8	77.1
2024	46.6	38.0	26.3	46.2	43.7	79.9	93.6	66.6	59.7	82.5
2024 Q4	46.6	38.0	26.3	46.0	43.7	79.9	93.6	66.6	59.7	82.5
2025 Q1	45.4	40.4	26.2	46.6	43.2	83.0	95.0	69.5	63.2	84.2
Q2	48.0	39.1	25.2	46.8	42.7	82.2	96.7	69.3	62.9	88.5
Q3	45.2	40.7	27.9	46.5	42.4	83.7	97.6	67.6	62.3	86.8

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2026

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 18. marec 2026.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-26-064-SL-N (pdf)