



EVROPSKA CENTRALNA BANKA
EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 8/2025



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	3
Povzetek	3
1 Zunanje okolje	8
2 Gospodarska aktivnost	14
3 Cene in stroški	22
4 Gibanja na finančnih trgih	29
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	34
6 Javnofinančna gibanja	42
Okvirji	45
1 Bolgarija je uvedla euro	45
2 Od besedila k problemu: razumevanje omejitev pri kazalnikih negotovosti trgovinske politike, izpeljanih iz besedil	53
3 Spremljanje trgovinske menjave v realnem času: dopolnitev orodij za kratkoročno napovedovanje s satelitskimi podatki	59
4 Stopnja varčevanja gospodinjstev: najnovejša dinamika in temeljni dejavniki	67
5 Ali so stanovanja spet privlačna? Spoznanja na podlagi novega anketnega Sharpovega količnika za stanovanjske naložbe	72
6 Obdržati in počakati: kopičenje delovne sile in pričakovanja podjetij	77
7 Pogled v živilsko košarico: kaj prispeva k nedavni inflaciji v skupini hrane?	83
8 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 30. julija do 4. novembra 2025	91
Članka	97
1 What is the untapped potential of the EU Single Market?	97
2 Short-term forecasting of euro area economic activity in an uncertain world	117
Box 1 The revised system of bridge equations: technical summary	121

Box 2 A case study: short-term GDP forecasts for the third quarter of
2025 in real time

127

Statistični podatki

S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 18. decembra 2025 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Ažurirane ocene so znova potrdile, da se bo inflacija srednjeročno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni.

V decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se pričakuje, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,1% v letu 2025, 1,9% v letu 2026, 1,8% v letu 2027 in 2,0% v letu 2028. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 2,4% v letu 2025, 2,2% v letu 2026, 1,9% v letu 2027 in 2,0% v letu 2028. Inflacija je bila za leto 2026 popravljena navzgor predvsem zato, ker se sedaj pričakuje, da se bo storitvena inflacija zniževala počasneje. Gospodarska rast bo po pričakovanjih močnejša, kot je bilo predvideno v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, k čemur bo prispevalo predvsem domače povpraševanje. Rast je bila popravljena navzgor na 1,4% v letu 2025, 1,2% v letu 2026 in 1,4% v letu 2027, medtem ko v letu 2028 ostaja nespremenjena pri 1,4%.

Svet ECB je odločen 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. 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 odporno. V tretjem četrtletju 2025 je zraslo za 0,3%, kar je predvsem posledica močnejše potrošnje in naložb. Izvoz se je ravno tako povečal ob precejšnjem prispevku kemičnega sektorja. Kar zadeva sektorsko sestavo rasti, so prevladovala storitve, zlasti v informacijskem in komunikacijskem sektorju, medtem ko je aktivnost v industriji in gradbeništvu stagnirala. Dinamika rasti, ki jo poganjajo storitve, se bo v bližnji prihodnosti verjetno nadaljevala.

Na gospodarstvo pozitivno vpliva močan trg dela. Brezposelnost, ki je oktobra 2025 znašala 6,4%, je blizu zgodovinsko nizkih ravni, medtem ko se je zaposlenost v tretjem četrtletju povečala za 0,2%. Obenem se je povpraševanje po delovni sili nadalje ohladilo, saj je stopnja prostih delovnih mest najnižja po pandemiji COVID-19.

Domače povpraševanje bo po pričakovanjih ostalo glavno gonilo rasti v euroobmočju ob podpori vse višjih realnih plač in zaposlenosti v okolju odpornega trga dela z rekordno nizko stopnjo brezposelnosti. Domače gospodarstvo bodo predvidoma podpirali tudi dodatni državni izdatki za infrastrukturo in obrambo, ki so bili napovedani v letu 2025, zlasti v Nemčiji, skupaj z izboljšanimi pogoji financiranja, ki so posledica rezov obrestnih mer denarne politike od junija 2024 dalje. Kar zadeva zunanje okolje, so na področju konkurenčnosti sicer še vedno prisotni izzivi, vključno z nekaterimi, ki so strukturne narave, vendar naj bi se izvoz v letu 2026 okrepil. Izboljšanje bo posledica odboja tujega povpraševanja ob zmanjševanju negotovosti glede trgovinskih politik, čeprav bo vpliv višjih carin čedalje bolj opazen. Povprečna letna realna rast BDP bo po projekcijah znašala 1,4% v letu 2025, 1,2% v letu 2026, 1,4% v letu 2027 in 1,4% v letu 2028. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila rast BDP popravljena navzgor v celotnem obdobju projekcij, in sicer zaradi boljših podatkov od pričakovanih, manjše negotovosti glede trgovinskih politik, močnejšega zunanjega povpraševanja in nižjih cen energetskih surovin.

Svet ECB poudarja, da je treba v sedanjem geopolitičnem kontekstu nujno okrepiti euroobmočje in njegovo gospodarstvo. Pozdravlja poziv Evropske komisije vladam, da naj prednostno obravnavajo vzdržnost javnih financ, strateške naložbe in strukturne reforme, ki pospešujejo gospodarsko rast. Nujno je treba sprostiti celoten potencial enotnega trga. Prav tako je pomembno, da se po ambicioznem časovnem načrtu nadaljuje integracija kapitalskih trgov z dokončanjem unije prihrankov in naložb ter bančne unije, in da se hitro sprejme uredba o uvedbi digitalnega eura.

Inflacija

Medletna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), se od pomladi 2025 giblje v ozkem razponu in je novembra ostala na ravni 2,1%. Cene energentov so bile po večjem upadu oktobra 2025 za 0,5% nižje kot novembra pred enim letom. Inflacija v skupini hrane je znašala 2,4%, potem ko je oktobra dosegla 2,5% in septembra 3,0%. Inflacija brez energentov in hrane je ostala nespremenjena na 2,4-odstotni ravni, saj sta se storitvena inflacija in blagovna inflacija gibal v nasprotnih smereh. Blagovna inflacija se je znižala z 0,8% v septembru na 0,6% v oktobru in 0,5% v novembru. Storitvena inflacija pa se je zvišala s 3,2% v septembru na 3,4% v oktobru in 3,5% v novembru.

Kazalniki osnovne inflacije se v zadnjih mesecih niso veliko spremenili in ostajajo skladni z 2-odstotnim srednjeročnim ciljem Sveta ECB. Medtem ko je rast dobička na enoto proizvoda v tretjem četrtletju 2025 ostala nespremenjena, so stroški dela na enoto proizvoda zabeležili nekoliko višjo stopnjo rasti kot v drugem četrtletju. Sredstva za zaposlene na zaposlenega so se medletno zvišala za 4,0%. To je bilo več, kot so predvidevale septembrske projekcije, ter je bilo posledica izplačil poleg in onkraj dogovorjenih plač. V prihodnost usmerjeni kazalniki, kot so plačni kazalnik ECB in rezultati anket o plačnih pričakovanjih, nakazujejo, da se bo rast plač v prihodnjih četrtletjih umirila, nato pa se bo proti koncu leta 2026 stabilizirala nekoliko pod 3%.

Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni Sveta ECB. Po projekcijah se bo inflacija znižala z 2,1% v letu 2025 na 1,9% v letu 2026 in nato na 1,8% v letu 2027, zatem pa se bo leta 2028 zvišala na 2%, kar je srednjeročni cilj Sveta ECB. Pričakovano znižanje skupne inflacije v začetku leta 2026 je posledica navzdol delujočih baznih učinkov, ki izhajajo iz cen energentov, medtem ko naj bi se inflacija v drugih skupinah razen energentov tekom leta 2026 še naprej zniževala. Prispevek inflacije v skupini energentov k skupni inflaciji bo do konca leta 2027 predvidoma ostal umirjen, nato pa naj bi se leta 2028 izrazito povečal zaradi pričakovane uvedbe 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami (ETS2), kar naj bi skupno inflacijo potisnilo navzgor za 0,2 odstotne točke. Inflacija brez energentov se bo po pričakovanjih znižala z 2,5% v letu 2025 na 2,2% v letu 2026 ter na 2,0% v letih 2027 in 2028. Inflacija v skupini hrane se bo po projekcijah opazno znižala, saj bodo učinki predhodne rasti cen svetovnih prehrabnih surovin in neugodnih vremenskih razmer v poletnih mesecih popustili, proti koncu leta 2026 pa se bo po pričakovanjih ustalila na ravni nekoliko nad 2%. Inflacija brez energentov in hrane se bo po projekcijah umirila z 2,4% v letu 2025 na 2,0% v letu 2028, ko se bo storitvena inflacija znižala zaradi vse manjših pritiskov s strani stroškov dela in ko se bo pretekla apreciacija eura prelila vzdolž cenovne verige, kar bo zaviralo blagovno inflacijo. Rast plač naj bi se med letom 2026 še naprej umirjala, nato pa naj bi se stabilizirala na ravni okrog 3% ob podpori odpornega trga dela in rasti produktivnosti tik pod 1%. Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo predvidoma umirila, vseeno pa naj bi vpliv na inflacijo deloma odtehtalo postopno okrevanje profitnih marž v obdobju projekcij.

V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leto 2026 popravljeni navzgor za 0,2 odstotne točke zaradi nedavnih presenečenj v podatkih o inflaciji in rasti plač, pri čemer je slednje privedlo do opaznega popravka plačnih obetov navzgor. Projekcija inflacije je bila za leto 2027 rahlo popravljena navzdol. To je posledica predvidenega manjšega prispevka inflacije v skupini energentov, saj se zdaj pričakuje, da bo izvajanje sistema ETS2 preloženo z leta 2027 na leto 2028. Ta prispevek pa bo predvidoma deloma izravnala močnejša storitvena inflacija.

Ocena tveganj

Čeprav so se trgovinske napetosti umirile, bi lahko še vedno volatilno mednarodno okolje oviralo dobavne verige, zmanjševalo izvoz ter zaviralo potrošnjo in naložbe. Če bi se razpoloženje na globalnih finančnih trgih poslabšalo, bi se lahko pogoji financiranja zaostрили, odpor do tveganja povečal in gospodarska rast upočasnila. Geopolitične napetosti, zlasti ruska neupravičena vojna proti Ukrajini, ostajajo pomemben vir negotovosti. Nasprotno bi lahko načrtovani obrambni in infrastrukturni izdatki skupaj z reformami, ki povečujejo produktivnost, bolj pospešili gospodarsko rast, kot se pričakuje. Izboljšanje zaupanja bi lahko spodbudilo zasebno potrošnjo.

Inflacijski obeti so še vedno bolj negotovi kot običajno, saj mednarodno okolje ostaja volatilno. Inflacija bi bila lahko nižja od pričakovane, če bi se zaradi višjih ameriških

carin zmanjšalo povpraševanje po izvozu euroobmočja in če bi države s presežnimi zmogljivostmi povečale izvoz v euroobmočje. Poleg tega bi lahko močnejši euro inflacijo potisnil navzdol bolj, kot je pričakovano. Povečanje volatilnosti in odpor do tveganja na finančnih trgih bi lahko zavrla povpraševanje in s tem znižala tudi inflacijo. Nasprotno bi bila inflacija lahko višja od pričakovane, če bi se zaradi bolj fragmentiranih svetovnih dobavnih verig zvišale uvozne cene, če bi bila motena dobava kritičnih surovin in če bi se zaostrole omejitve zmogljivosti v gospodarstvu euroobmočja. S počasnejšim umirjanjem plačnih pritiskov bi se lahko zakasnilo zniževanje storitvene inflacije. K zvišanju inflacije bi na srednji rok lahko prispevalo tudi povečanje izdatkov za obrambo in infrastrukturo. Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov ter splošnejšega napredovanja krize v zvezi s podnebjem in naravo bi se cene hrane lahko zvišale bolj, kot je pričakovano.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se od zadnje seje Sveta ECB o denarni politiki, ki je potekala 30. oktobra 2025, zvišale. Bančne obrestne mere za posojila podjetjem od poletja ostajajo približno nespremenjene, potem ko so se znižale v odziv na reze obrestnih mer denarne politike v prejšnjem letu. Oktobra so znašale 3,5%, kar je enako kot septembra. Stroški izdajanja tržnih dolžniških instrumentov so bili 3,4%, kar je ravno tako blizu septembrske ravni. Povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila je bila tudi oktobra nespremenjena na 3,3-odstotni ravni.

Obseg bančnih posojil podjetjem se je oktobra medletno povečal za 2,9%, kar je enako kot septembra. Izdajanje podjetniških obveznic se je povečalo za 3,2%, kar je ravno tako večinoma nespremenjeno. Hipotekarno posojanje se je okrepilo, saj se je povečalo z 2,6% v septembru na 2,8% v oktobru.

V skladu s strategijo denarne politike ECB je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Banke v euroobmočju so odporne, k čemur prispevajo močni kapitalski in likvidnostni količniki, solidna kakovost aktive in okrepljena dobičkonosnost. Vseeno je finančna stabilnost v euroobmočju izpostavljena tveganjem, ki izhajajo iz geopolitične negotovosti in možnosti nenadnih prevrednotenj na svetovnih finančnih trgih. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti ter tako prispeva k večji odpornosti in ohranjanju makrobonitetnega manevrskega prostora.

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 18. decembra 2025 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.

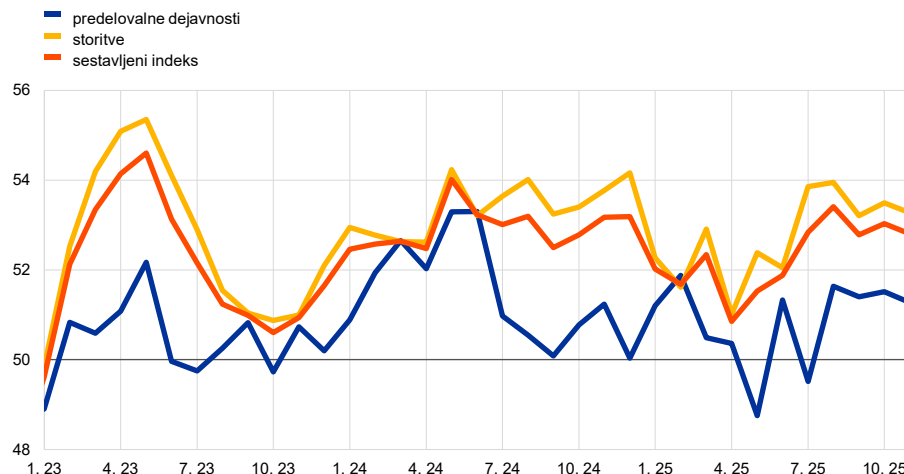
Kljub zaviralnim dejavnikom, ki jih povzročajo carine in povečana negotovost, je svetovno gospodarstvo doslej ostalo odporno. K temu zlasti v ZDA najbolj izrazito prispevajo naložbe, povezane z umetno inteligenco. Te naložbe krepijo svetovno trgovino s tehnološkimi izdelki in povečujejo dobičke na delniških trgih, vendar vzbujajo tudi pomisleke glede precenjenosti. Negativni vpliv trgovinskih napetosti in negotovosti nekoliko blaži tudi kombinacija spodbujevalnih politik v večjih gospodarstvih. Na svetovno gospodarstvo ugodno vplivajo še nekatera druga pozitivna gibanja. Med njimi so nižje cene nafte, ugodnejši pogoji financiranja, nižje carine in rahlo zmanjšanje negotovosti glede politik. Obei za svetovno gospodarsko rast so bili v decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema zato popravljeni rahlo navzgor glede na prejšnje projekcije, čeprav ostajajo oslabljeni glede na povprečje pred pandemijo. Skupna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se bo v glavnih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih po projekcijah postopno zniževala, in sicer nekoliko hitreje, kot je bilo predvideno v prejšnjih projekcijah.

Svetovno gospodarstvo je doslej ostalo odporno kljub zaviralnim dejavnikom, ki jih povzročajo carine in povečana negotovost. Najnovejši podatki za tretje četrletje nakazujejo rahlo upočasnjevanje svetovne gospodarske aktivnosti v primerjavi z drugim četrletjem 2025. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) se je od poletnih mesecev rahlo znižal in je novembra znašal 52,8 (graf 1). Sodeč po tem anketnem kazalniku se je gospodarska aktivnost novembra upočasnila v večini večjih gospodarstev. V ZDA je upad aktivnosti v storitvenih dejavnostih deloma izravnilo izboljšanje v predelovalnih dejavnostih, medtem ko je Kitajska zabeležila upad v obeh sektorjih. Objavljeni nacionalni podatki za tretje četrletje na splošno potrjujejo pričakovano umiritev rasti, kot je upoštevano v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2025.

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)



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

Opomba: Črta 50 indeksnih točk označuje nevtralni prag. Zadnji podatki so za november 2025.

V prihodnjem obdobju bo več pozitivnih gibanj prineslo nekaj predaha

svetovnemu gospodarstvu. Med njimi so nižje cene nafte, ugodnejši pogoji financiranja, nižje carine, zlasti med ZDA in Kitajsko, ter rahlo zmanjšanje negotovosti glede politik. Pozitivna presenečenja v gospodarskih podatkih iz večjih gospodarstev so prispevala tudi k rahlemu izboljšanju obetov za svetovno gospodarsko rast, ki pa vseeno ostajajo skromni v primerjavi s povprečjem pred pandemijo. Po ocenah bo v letu 2025 svetovna rast znašala 3,5%, nato pa naj bi se v letu 2026 znižala na 3,3%.¹ Ta šibek zagon bo po projekcijah strokovnjakov Eurosistema predvidoma ohranila tudi v letih 2027 in 2028.

Nekoliko boljše napovedi za svetovno rast v primerjavi s prejšnjimi projekcijami so večinoma rezultat boljših obetov tako za ZDA kot tudi za Kitajsko. Za ZDA so bili obeti rahlo popravljeni navzgor zaradi nižjih carin, pa tudi zato, ker je domače povpraševanje bolj odporno, kot se je pričakovalo septembra, in ga bodo v bližnji prihodnosti podpirali pozitivni premoženjski učinki, ki izhajajo iz novejših gibanj delniških tečajev, ter zato, ker so predpostavljeni na splošno večji javnofinančni odhodki. Kar zadeva Kitajsko, so bile projekcije realne rasti BDP za letošnje in prihodnje leto prav tako popravljene rahlo navzgor, da se upoštevajo močnejša izvozna dinamika ter predpostavke o večjih javnofinančnih spodbudah. Obeti za rast v Združenem kraljestvu so bili zaradi predvidenih ukrepov za javnofinančno konsolidacijo popravljeni rahlo navzdol. Tveganja, ki spremljajo obete za svetovno gospodarsko rast in svetovno inflacijo, so vedno bolj uravnotežena, saj glavni makroekonomski in finančni dejavniki tveganja postajajo vse bolj dvorezni. Ti dejavniki vključujejo tveganja v zvezi s trgovinsko in javnofinančno politiko ter tveganja v zvezi z umetno inteligenco in geopolitičnimi dogodki. Tako bi se na primer trgovinske napetosti lahko ponovno zaostrole, zlasti med ZDA in Kitajsko, kar bi lahko

¹ Za več podrobnosti glej [Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, december 2025](#), ki so bile 18. decembra 2025 objavljene na spletnem mestu ECB.

negativno vplivalo na svetovno gospodarstvo, vendar bi ameriška vlada lahko dosegla tudi napredek pri trgovinskih pogajanjih, kar bi imelo pozitivne učinke.

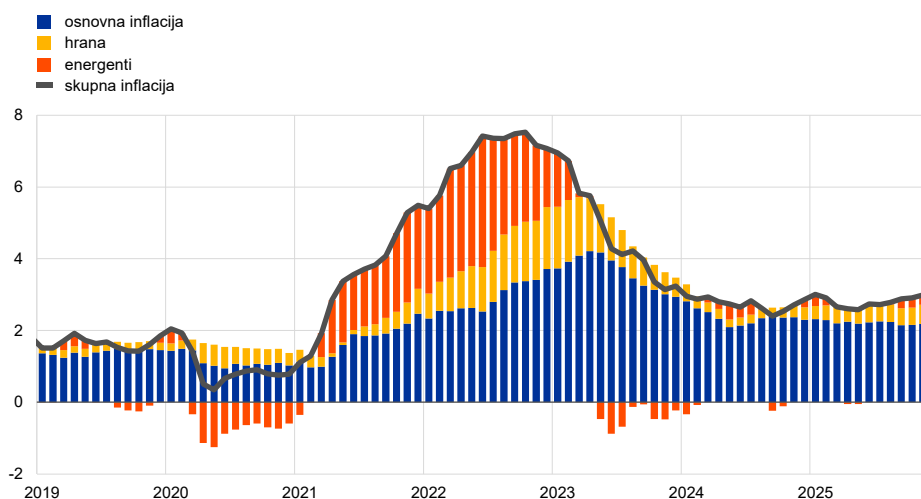
Svetovna rast uvoza se je po ocenah v letu 2025 nadaljevala, prihodnje leto pa bo predvidoma izgubila nekaj zagona. Najnovejši podatki potrjujejo, da je izvoz polprevodnikov, povezan z velikimi naložbami v umetno inteligenco, v tretjem četrtletju ostal močan, zlasti v povezavi z dogajanjem v ZDA. Hkrati se je izkazalo, da je trgovina z drugimi dobrinami precej šibka. Najnovejši podatki obenem potrjujejo, da rast kitajskega izvoza ostaja močna. Po projekcijah je svetovna rast uvoza v letu 2025 znašala 4,4%, kar je predvsem posledica močne rasti v prvi polovici leta zaradi pospešenega povpraševanja pred uvedbo carin, nato pa naj bi se leta 2026 znižala na 2,0%, in sicer zaradi neugodnega vpliva carin. Svetovni uvoz bo nato predvidoma okrevljal in v letih 2027 in 2028 obakrat dosegel 3,1-odstotno rast. Obeti za svetovni uvoz so bili v primerjavi s septembrskimi projekcijami popravljeni precej navzgor za leti 2025 in 2026, medtem ko za leto 2027 niso bili spremenjeni. Močnejšo napovedano rast uvoza podpirajo nižje carine, dogovorjene med ZDA in Kitajsko, ter razmeroma močan zagon rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Med slednjimi izstopa Indija, ki se ponaša z močno gospodarsko aktivnostjo in rastjo uvoza.

Skupna inflacija v članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) se je novembra rahlo zvišala. Medletna stopnja inflacije, merjene z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je v državah OECD brez Turčije novembra rahlo povečala na 3,0%, potem ko je oktobra znašala 2,9%. K zvišanju je prispeval rahlo večji prispevek hrane in osnovnih komponent (graf 2).

Graf 2

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 so za november 2025.

Skupna svetovna inflacija, merjena z indeksom CPI, se bo po projekcijah postopno zniževala, in sicer nekoliko hitreje, kot je bilo predvideno v

septembrskih projekcijah.² Po pričakovanjih bo leta 2025 znašala 3,1%, leta 2026 2,8%, leta 2027 2,5% in leta 2028 2,6%. Nekoliko hitrejšje zniževanje inflacije v obdobju 2025–2026, kot je bilo pričakovano septembra, je rezultat nižje izmerjene inflacije v večini razvitih gospodarstev, nižjih carin med ZDA in Kitajsko ter ponovne presoje vpliva carin na inflacijo v ZDA, ki bo po pričakovanjih nekoliko manjši, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah. Poleg tega se bo rast cen življenjskih potrebščin na Kitajskem v obdobju projekcij zaradi šibkejšega domačega povpraševanja predvidoma zviševala bolj postopno, kot je bilo pričakovano septembra. Ta učinek na agregat nastajajočih trgov izravnava rahlo višja napovedana inflacija v drugih večjih gospodarstvih, kot sta Indija in Rusija.

Vtis, da se povečuje možnost mirovnega sporazuma v Ukrajini, je cene energetskih surovin potiskal navzdol. Cene nafte je v obdobju pred oktobrsko sejo Sveta ECB sprva podprla objava novih ameriških sankcij proti dvema glavnima proizvajalcema nafte v Rusiji, podjetjema Lukoil in Rosneft, ki predstavljata velik delež ruskega izvoza. V zadnjem času pa so obnovljena prizadevanja ZDA za nadaljevanje mirovnih pogajanj v Ukrajini zmanjšala ocenjeno verjetnost, da bodo te sankcije dosledno uveljavljane, kar je cene potiskalo navzdol. Ta pritisk je še okrepil presežek ponudbe, ki se na naftnem trgu nabira že več mesecev. Kar zadeva cene plina, se je zaradi nedavnega hladnega vremena v zahodni Evropi začasno povečala potrošnja, kar je vplivalo na zaloge, vendar so cene na koncu padle za 15% zaradi ocen, da se povečujejo možnosti za mirovni sporazum v Ukrajini. Ker si Evropa vztrajno prizadeva, da bi končala svojo odvisnost od ruskih fosilnih goriv, ta navzdol usmerjeni pritisk verjetno ne izhaja iz pričakovanj, da bo ponovno vzpostavljen dotok plina po plinovodih. Bolj verjetno odraža možnost, da bodo zaradi mirovnega sporazuma odpravljene ameriške sankcije, ki vplivajo na nekatere dele ruskih zmogljivosti za izvoz utekočinjenega zemeljskega plina. Cene kovin so se zvišale za 2%, k čemur so prispevala obnovljena pričakovanja, da bodo ZDA uvedle carine na baker, zaradi česar so trgovci pospešili pošiljke v ZDA. Nasprotno so se cene hrane znižale za 3% ob znakih močne ponudbe kakava.

Na gospodarsko aktivnost v ZDA je negativno vplivalo zaprtje zvezne vlade.

Trajalo je 43 dni in je zamaknilo objavo ključnih podatkov. Predvidoma je negativno vplivalo tudi na rast v zadnjem četrtletju 2025, čeprav bo velik del tega učinka predvidoma nadoknaden v prvem četrtletju 2026. Zasebna potrošnja je letos presegla pričakovanja, k čemur je prispevalo povečanje premoženja gospodinjstev z višjimi dohodki zaradi močne rasti na delniških trgih. Vseeno se pričakuje, da se bo rast potrošnje upočasnila, ker se trg dela ohlaja, gospodinjstva pa bodo skušala obnoviti prihranke z nizkih ravni. V tretjem četrtletju je bila rast zasebne potrošnje močna, čeprav je septembra na mesečni ravni zastala. Posredni kazalniki za zasebno potrošnjo kažejo šibko rast v oktobru in novembru, kar je skladno z upadanjem zaupanja potrošnikov in slabitvijo trga dela. Velika rast naložb v osnovna sredstva, povezana z umetno inteligenco, izboljšuje obete za zasebne naložbe. Neto menjava s tujino je ob prelomu leta predvidoma pozitivno prispevala k realni rasti BDP. Trg dela ostaja šibek, čeprav je rast števila delovnih mest v zasebnem sektorju

² Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB glede skupne inflacije (CPI) vključujejo širši nabor držav, zlasti velika nastajajoča tržna gospodarstva (npr. Kitajsko, Indijo, Brazilijo in Rusijo), ki niso upoštevane v inflaciji, merjeni s CPI, v državah OECD.

septembra preseгла pričakovanja, saj so učinek tega pozitivnega presenečenja ublažili popravki navzdol pri zaposlenosti v zasebnem sektorju v prejšnjih mesecih. Podatki zasebnega sektorja kažejo zelo umirjeno rast zaposlenosti v oktobru in novembru, medtem ko visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo več odpuščanj in stagnacijo rasti zaposlenosti. Rast plač na uro se še naprej umirja.

Medtem carine vplivajo na inflacijo v cenah življenjskih potrebščin v ZDA.

Carine na proizvode za široko porabo so prispevale k inflacijskim pritiskom, tako da je zagon blagovne inflacije dosegel najvišjo raven od aprila 2023. Podražitve, povezane s carinami, bodo predvidoma prispevale k višji inflaciji v četrtem četrtletju. Storitvena inflacija se še naprej počasi trendno znižuje, kar je predvsem posledica upočasnjevanja rasti stanovanjskih stroškov. Skupna inflacija, merjena z indeksom cen izdatkov za osebno potrošnjo (PCE), se je septembra rahlo zvišala na 2,8% (za 0,1 odstotne točke), medtem ko se je osnovna inflacija, merjena z indeksom PCE, znižala na 2,8% (za 0,1 odstotne točke). Zvezni odbor za odprti trg (FOMC) je na decembrski seji znižal ciljni razpon za obrestno mero za zvezna sredstva za 25 bazičnih točk na 3,50%–3,75%.

Kratkoročni obeti za Kitajsko kažejo, da rast v tej državi izgublja zagon, čeprav je bila v tretjem četrtletju močnejša od pričakovane.

Domače povpraševanje je še vedno šibko, in sicer kljub temu da se je realni BDP v tretjem četrtletju glede na prejšnje četrtletje povečal za 1,1%, kar je bilo več, kot so pričakovali trgi. Prispevek neto izvoza je bil pozitiven, medtem ko so se kazalniki domačega povpraševanja, kot so prodaja v trgovini na drobno in naložbe v osnovna sredstva, dodatno znižali, kar je povezano z oslabljenim zaupanjem potrošnikov in nadaljnjim prilagajanjem v sektorju stanovanjskih nepremičnin. Po podatkih iz ankete PMI se je aktivnost v predelovalnih dejavnostih novembra skrčila, medtem ko je aktivnost v storitvenem sektorju oslabela, vendar je ostala v območju pozitivne rasti. Kitajski izvoz je bil robusten, saj je nominalna rast blagovnega izvoza v novembru na letni ravni dosegla 5,8%, k čemur je prispeval močan izvoz v države zveze ASEAN, Afriko in Evropo. To povečanje je več kot odtehtalo upad izvoza v ZDA. Nedavni trgovinski sporazum med ZDA in Kitajsko, ki zmanjšuje carine na kitajski uvoz, bo skupaj s povečanjem javnofinančnih spodbud v okviru novega petletnega načrta Kitajske predvidoma podpiral gospodarsko rast v obdobju projekcij. Vendar pa strukturni izzivi, kot so še vedno potekajoča korekcija v sektorju stanovanjskih nepremičnin, negativno vplivajo na razpoložanje potrošnikov in tako predstavljajo tveganje za srednjeročne obete glede potrošnje. Skupne cene življenjskih potrebščin na Kitajskem so se novembra še dodatno zvišale, medtem ko so cene pri proizvajalcih še naprej upadale. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je novembra zvišala na 0,7%, kar je največ od lanskega februarja, potem ko je še oktobra znašala 0,2%. Povečanje je bilo skladno s tržnimi pričakovanji in so ga narekemale predvsem cene hrane zaradi nezadostne ponudbe po neugodnih vremenskih razmerah. Inflacija v cenah industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se je rahlo znižala z –2,1% v oktobru na –2,2 % v novembru, kar odraža nižje cene surovin in trajnih proizvodov za široko porabo.

V Združenem kraljestvu je bila gospodarska rast v tretjem četrtletju 2025 skromna.

Zasebna potrošnja je ostala šibka, nekaj podpore pa so zagotovile

stanovanjske naložbe. Prvi podatki PMI za november nakazujejo, da je bil zagon gospodarstva v četrtem četrtletju še naprej šibek, saj se je aktivnost v storitvenih dejavnostih zmanjšala, v predelovalnih dejavnostih pa se je malo izboljšala. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je oktobra znižala na 3,6%, potem ko je septembra znašala 3,8%. Osnovna inflacija se je prav tako znižala, na 3,4%, k čemur je največ prispevala storitvena inflacija, ki je upadla na 4,5%. Rast plač se je upočasnila, vendar je ostala povišana. Jesenski proračun, ki je bil objavljen 26. novembra, vključuje večjo javnofinančno porabo v prihodnjih letih, medtem ko bodo ukrepi, kot so dolgotrajna zamrznitev pragov za dohodnino, po pričakovanih ustvarjali dodatne javnofinančne prihodke predvsem od leta 2028 naprej.

Gospodarstvo v euroobmočju se je kljub zahtevnemu svetovnemu okolju izkazalo za odporno. Realni BDP se je v tretjem četrtletju 2025 povečal za 0,3%, kar je bilo več, kot so predvidevale septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje. To je sledilo volatilnim gibanjem v prvi polovici leta, ki so bila posledica pospešitve trgovinske menjave zaradi višjih ameriških carin in s tem povezane negotovosti ter velikih nihanj v irskih podatkih. K rasti v tretjem četrtletju sta na izdatkovni strani prispevala domače povpraševanje in kopičenje zalog, pri čemer so tržne storitve, zlasti v sektorju informacijskih in komunikacijskih storitev, prispevale z vidika dodane vrednosti, medtem ko je prispevek industrije in gradbeništva ostal nespremenjen. Anketni podatki trenutno nakazujejo, da se je umirjena dinamika rasti nadaljevala tudi v zadnjem četrtletju 2025, k čemur je prispevala predvsem aktivnost v storitvenih dejavnostih. Trg dela ostaja odporen, vendar kaže znake upočasnjevanja, pri čemer so med državami in sektorji precejšnje razlike. Stopnja brezposelnosti je septembra in oktobra ostala nespremenjena na ravni 6,4% ter je bila blizu najnovejši rekordno nizki ravni.

Domače povpraševanje naj bi v kratkoročnem in srednjeročnem obdobju podpiralo rast BDP. Višji realni dohodki in odporen trg dela bodo verjetno podpirali zasebno potrošnjo, stanovanjske naložbe pa naj bi v zadnjem četrtletju in naslednjih obdobjih okrevale, kot je razvidno iz vodilnih kazalnikov. Povečevale naj bi se tudi podjetniške naložbe, k čemur bodo prispevale neopredmetene naložbe, medtem ko bodo opredmetene naložbe v bližnji prihodnosti verjetno še vedno bolj umirjene. Dejavniki, kot so vse večje povpraševanje, višji dobiček, manjša negotovost, dodatni izdatki za obrambo in infrastrukturo ter izboljšani pogoji financiranja, naj bi po pričakovanjih nadalje podpirali rast naložb in gospodarske aktivnosti.

Take obete na splošno kažejo tudi decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih naj bi povprečna medletna realna rast BDP v letu 2025 znašala 1,4%, v letu 2026 1,2%, v letu 2027 1,4% in v letu 2028 1,4%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila rast BDP za celotno obdobje projekcij popravljena navzgor.³

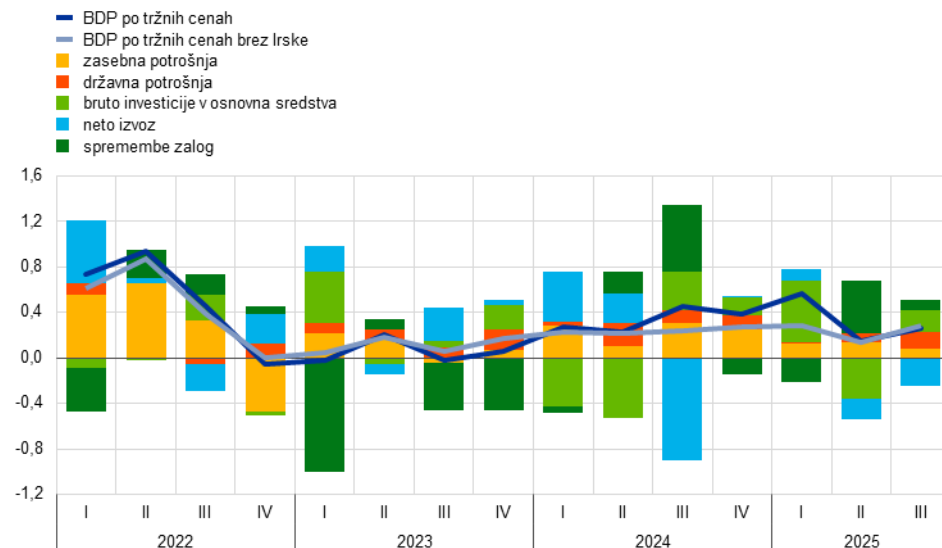
Po volatilni prvi polovici leta je po Eurostatovi najnovejši oceni gospodarstvo v euroobmočju v tretjem četrtletju 2025 doseglo 0,3-odstotno rast (graf 3). K rasti v tretjem četrtletju sta prispevala domače povpraševanje in kopičenje zalog, medtem ko je bil zaradi močne rasti uvoza, zlasti na Irskem, prispevek neto trgovinske menjave negativen. Na podlagi povečanja neopredmetenih naložb in podrobnih podatkov o proizvodnji v storitvenih dejavnostih je mogoče sklepati, da se izdatki, povezani z umetno inteligenco, povečujejo. K rasti bruto dodane vrednosti v tretjem četrtletju so prispevale tržne storitve, predvsem v sektorju informacijskih in komunikacijskih storitev, medtem ko je bil prispevek industrije in gradbeništva nespremenjen.

³ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 18. decembra 2025 na spletnem mestu ECB.

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtoletje 2025.

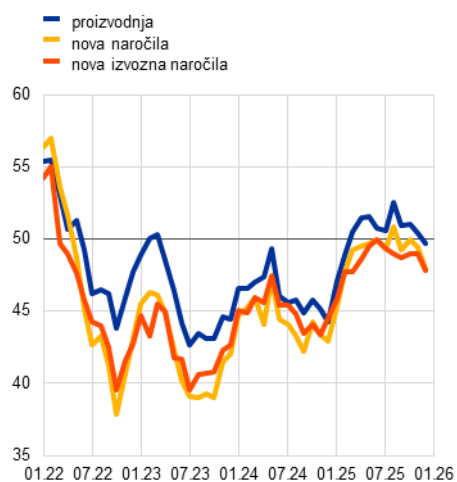
Anketni podatki nakazujejo umirjeno dinamiko rasti v zadnjem četrtoletju 2025, na katero pozitivno vpliva aktivnost v storitvenih dejavnostih. V prvem mesecu zadnjega četrtoletja je bila industrijska proizvodnja brez gradbeništva za 0,6% večja kot v tretjem četrtoletju, ko je upadla za 0,1%. Kar zadeva anketne podatke, je sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti v euroobmočju v zadnjem četrtoletju v povprečju znašal 52,4 (v primerjavi z 51,0 v tretjem četrtoletju), medmesečno pa se je znižal z 52,8 v novembru na 51,9 v decembru. K znižanju indeksa sta prispevala poslovna aktivnost v storitvenih dejavnostih (ki je znašala 52,6) (graf 4, slika b) in zmanjšanje proizvodnje v predelovalnih dejavnostih pod prag ničelne rasti (50), in sicer na 49,7 (graf 4, slika a). Kar zadeva obdobje po zadnjem četrtoletju, v prihodnost usmerjeni indeksi PMI o novih naročilih in poslovnih pričakovanjih še naprej nakazujejo zmerno rast, ki jo poganjajo storitve, medtem ko se zdi, da bo aktivnost v predelovalnih dejavnostih v bližnji prihodnosti ostala šibka.

Graf 4

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

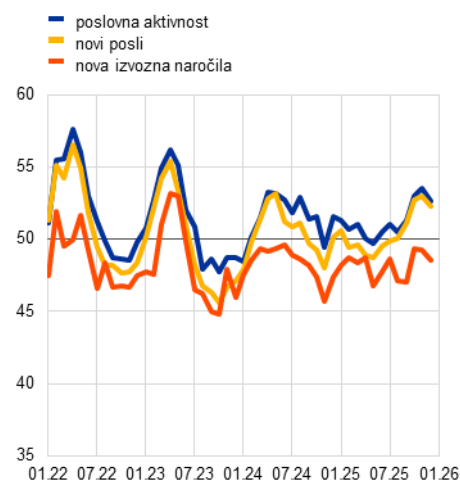
a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)



b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na december 2025.

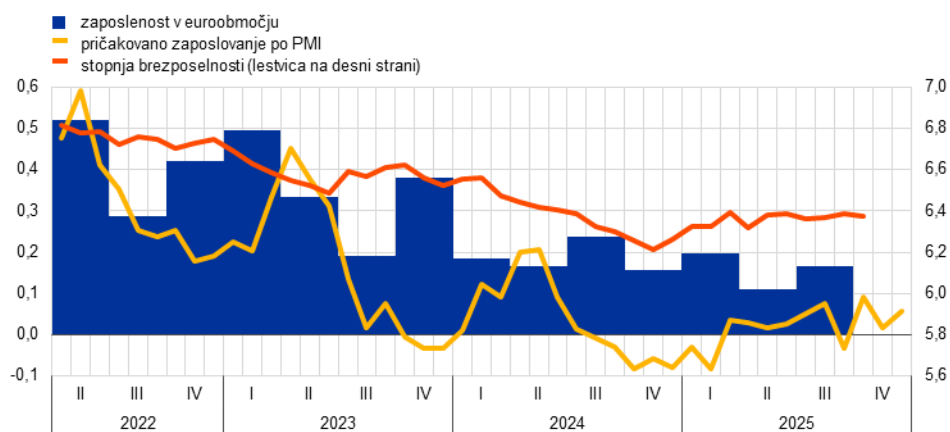
Trg dela je v tretjem četrtnetu 2025 ostal odporen, čeprav se je povpraševanje po delavcih še naprej postopno umirjalo.

V tretjem četrtnetu 2025 se je zaposlenost povečala za 0,2%, skupno število opravljenih delovnih ur pa za 0,4% (graf 5). Trenutno umirjanje rasti zaposlenosti je delno odraz umirjanja povpraševanja po delavcih, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v tretjem četrtnetu znižala na 2,2%, tj. pod raven pred pandemijo, doseženo v zadnjem četrtnetu 2019. Delovna sila je v tretjem četrtnetu ostala stabilna, pri čemer je iz podatkov za oktober razvidno, da se je medmesečno povečala za 0,1%. Hkrati je stopnja brezposelnosti v oktobru znašala 6,4%, potem ko se je od začetka leta ohranjala na ravni med 6,3% in 6,4%.

Graf 5

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

(lestvica na levi strani: medčetrtnne 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 četrtnne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrtna rast zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2025 pri zaposlenosti v euroobmočju, na december 2025 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na oktober 2025 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je rast zaposlenosti v zadnjem četrtletju 2025 rahlo pozitivna. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju je v decembru znašal 50,6, pri čemer je četrtno povprečje znašalo 50,5, kar pomeni, da je rast zaposlenosti v zadnjem četrtletju večinoma nespremenjena. Kazalnik PMI o zaposlovanju v storitvenih dejavnostih se od začetka leta giblje okrog vrednosti 51, decembra pa je znašal 51,3, medtem ko je kazalnik PMI o zaposlovanju v predelovalnih dejavnostih ostal v negativnem območju in decembra dosegel 48,5, pri čemer je četrtno povprečje znašalo 48,1.

Zasebna potrošnja se je v tretjem četrtletju 2025 še naprej povečevala, to dinamiko pa naj bi ohranila tudi v zadnjem četrtletju. Zasebna potrošnja se je v tretjem četrtletju leta medčetrtno povečala za 0,2%, kar je večinoma skladno z dinamiko v drugem četrtletju (graf 6, slika a). Potrošnja storitev se je še naprej povečevala, potrošnja izdelkov pa se je umirila. Trgovina na drobno in proizvodnja v storitvenih dejavnostih sta se v tretjem četrtletju skromno povečali glede na drugo četrtletje, in sicer za 0,2% oziroma 0,3%, prodaja v trgovini na drobno pa je oktobra ostala nespremenjena glede na mesec prej. Iz anketnih podatkov je razvidno, da bo dinamika zasebne potrošnje do konca leta močna, pri čemer je novembra kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov ostal nespremenjen. Poslovna pričakovanja glede povpraševanja v trgovini na drobno in potrošniških storitvenih dejavnostih v naslednjih treh mesecih so se novembra izboljšala, pri čemer se je povpraševanje po potrošniških storitvah približalo ravnem pred pandemijo. Kar zadeva storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov, so se kazalniki Evropske komisije o pričakovanem povpraševanju poslabšali pri nastanitvenih storitvah in v manjši meri pri gostinskih storitvah, medtem ko so se pri potovalnih storitvah izboljšali. Tudi podatki iz ankete o pričakovanih potrošnikih kažejo, da so pričakovanja glede nakupov, povezanih s počitnicami, še vedno visoka. Glede gibanj v prihodnosti naj bi se zasebna potrošnja še naprej povečevala, podpirali pa jo bodo

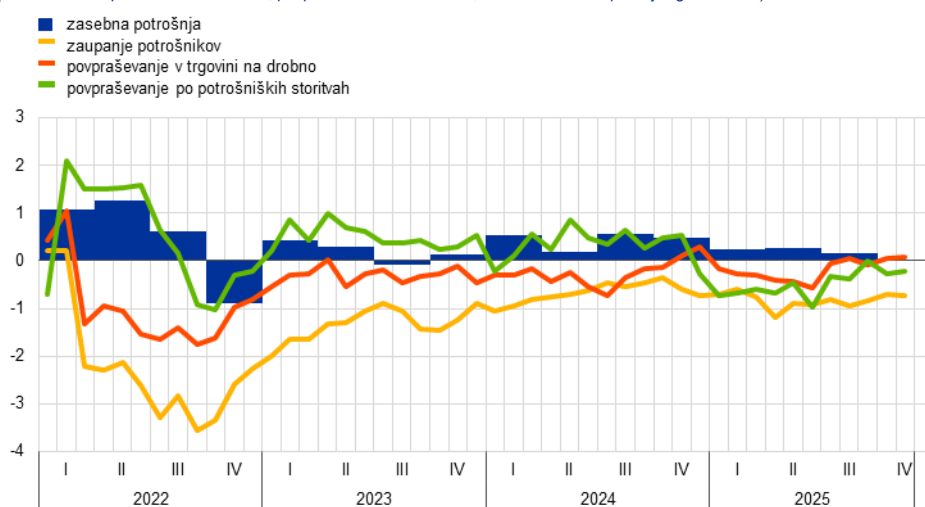
višji realni dohodki, ustvarjeni v prejšnjih letih. Čeprav je do zdaj zasebna potrošnja zaostajala za rastjo dohodkov, naj bi se omenjeni višji realni dohodki kljub visoki stopnji varčevanja postopno odrazili v močnejši dinamiki potrošnje v bližnji prihodnosti (graf 6, slika b). Obenem je iz ankete o pričakovanih potrošnikov razvidno, da na nagnjenost gospodinjstev k varčevanju vplivajo previdnostni motivi in ricardianski učinki (glej okvir 4).

Graf 6

Potrošnja in zaupanje gospodinjstev, poslovna pričakovanja; stopnja varčevanja gospodinjstev in pričakovanja glede brezposelnosti

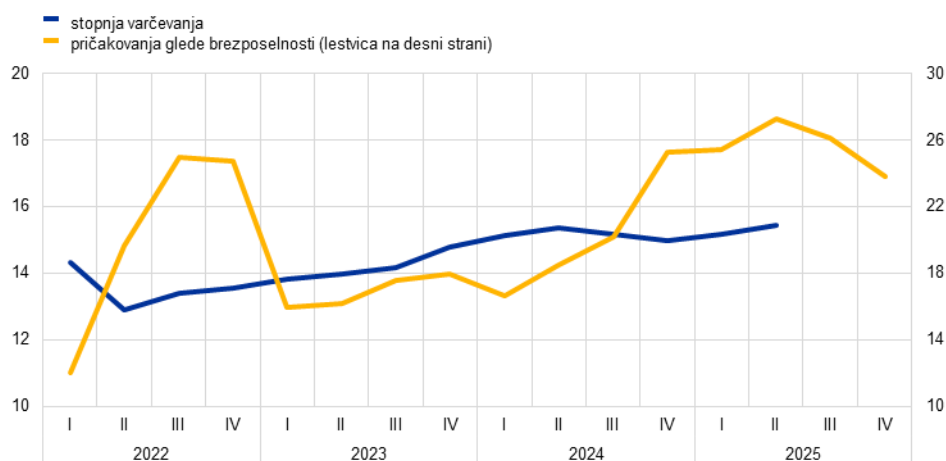
a) Potrošnja in zaupanje gospodinjstev, poslovna pričakovanja

(medčetrletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah; odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



b) Stopnja varčevanja gospodinjstev in pričakovanja glede brezposelnosti

(odstotek razpoložljivega dohodka; neto ravnotežja v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Poslovna pričakovanja glede povpraševanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil) in povpraševanja v storitvenih dejavnostih, tehtanih s potrošnjo, se 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 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. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2025 pri stopnji varčevanja, na tretje četrtletje 2025 pri zasebni potrošnji in na november 2025 pri vseh drugih spremenljivkah.

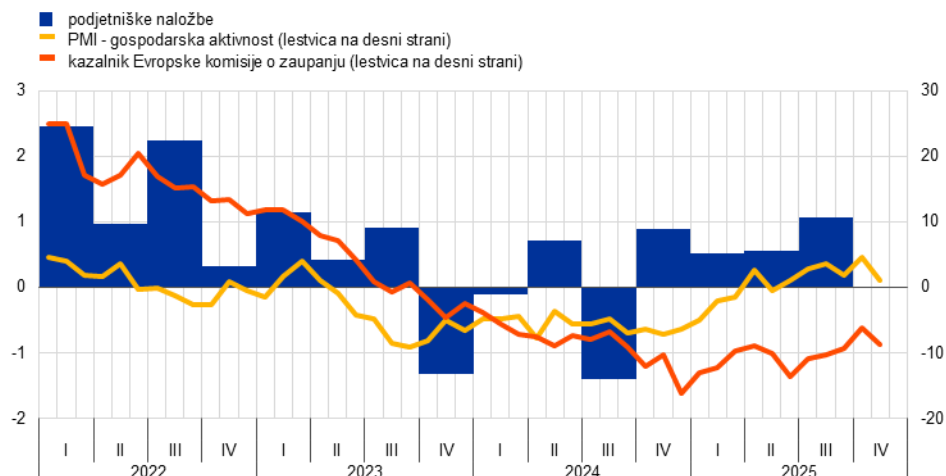
Podjetniške naložbe so v tretjem četrtletju močno porasle in naj bi se še naprej povečevale. V tretjem četrtletju 2025 so se podjetniške naložbe medčetrtno povečale za 1,8% oziroma za 1,1% brez upoštevanja volatilnih neopredmetenih naložb na Irskem. Če ne upoštevamo neopredmetenih naložb na Irskem, so opredmetene in neopredmetene naložbe dosegale močno rast. Iz kazalnikov za sektor proizvodov za investicije v zadnjem četrtletju, kot sta kazalnik PMI o gospodarski aktivnosti in kazalnik Evropske komisije o zaupanju do novembra, je razvidno, da je dinamika opredmetenih naložb nekoliko šibka (graf 7, slika a). Medtem je iz anket o neopredmetenih storitvah do novembra, kot sta kazalnik PMI o aktivnosti in anketa Evropske komisije o pričakovanem povpraševanju v naslednjih treh mesecih, razvidno, da se neopredmetene naložbe še naprej povečujejo. V okviru novembrskega [dialoga z nefinančnim poslovnim sektorjem](#) so podjetja poročala o povečevanju naložb v elektronsko poslovanje, podatkovne centre, razvoj računalniške programske opreme in avtomatizacijo. Omenjeni dialog pa je tudi razkril, da so visoki stroški energije, stroški dela in regulativni stroški ter strah pred prekomerno regulacijo umetne inteligence še vedno precejšnje ovire. V prihodnjem obdobju naj bi naložbe podpirali vse večje skupno povpraševanje, višji dobiček, zmanjševanje negotovosti ter dodatne pobude na področju obrambe in infrastrukture, pa tudi ugodnejši pogoji financiranja v zadnjem letu. K pospešitvi naložb bi lahko prispevala tudi poenostavitev predpisov EU. Kljub temu nekatera velika navzdol usmerjena tveganja vztrajajo, saj bi se lahko še vedno pojavili negativni učinki višjih carin. Podjetja, ki so sodelovala v dialogu, so bila zlasti zaskrbljena, ker Kitajska zaradi svojih presežnih zmogljivosti in manjših možnosti izvoza v ZDA preusmerja svoj izvoz nizkocenovnih izdelkov visoke tehnologije, kar bi lahko privedlo do znižanja marž in izgube tržnih deležev v Evropi.

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki

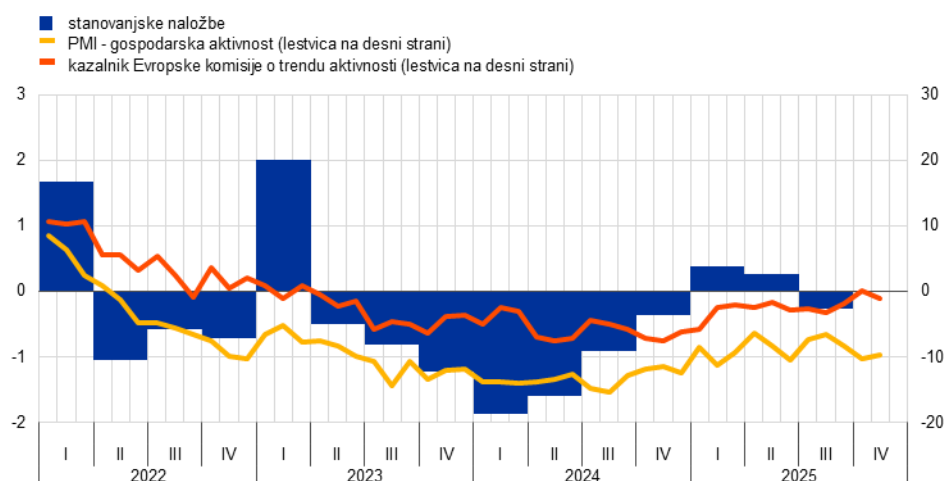
a) Podjetniške naložbe (brez neopredmetenih naložb na Irskem)

(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 četrletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Kratkoročni kazalniki se nanašajo na sektor proizvodov za investicije. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju v sektorju proizvodov za investicije je normaliziran za povprečje obdobja 1999–2019 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 tretje četrtrletje 2025 pri naložbah ter na november 2025 pri PMI o gospodarski aktivnosti in kazalniku Evropske komisije o trendu aktivnosti.

Stanovanjske naložbe so se v tretjem četrtrletju 2025 rahlo zmanjšale, vendar naj bi po pričakovanjih v zadnjem četrtrletju ponovno dosegale zmerno rast. Po dveh zaporednih četrtrletjih rasti na začetku leta so se stanovanjske naložbe v tretjem četrtrletju medčetrletno zmanjšale za 0,3%, kar pomeni, da trajnega okrevanja še ni (graf 7, slika b). Obseg opravljenih del v gradnji stavb in specializiranih gradbenih del je bil v tretjem četrtrletju v povprečju za 0,1% večji kot v četrtrletju prej. V prihodnost usmerjeni kazalniki kažejo mešano sliko. Kazalnik Evropske komisije o najnovejših trendih glede aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del se

je oktobra in novembra glede na tretje četrletje zvišal, medtem ko se je kazalnik PMI za stanovanjsko gradbeno aktivnost znižal. Na splošno pa bodo stanovanjske naložbe verjetno ponovno začele postopoma okrevati. To oceno potrjujeta nadaljnje, čeprav skromno, povečevanje števila gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe v tretjem četrletju in vztrajno povečevanje obsega novih stanovanjskih posojil. Poleg tega je iz rezultatov ankete o pričakovanjih potrošnikov razvidno, da so stanovanja kot naložbe vse privlačnejša, kar pomeni, da se povpraševanje po stanovanjih krepi (glej okvir 5).

Skupni izvoz euroobmočja se je v tretjem četrletju 2025 povečal, in sicer za 0,7%, čeprav osnovna dinamika ostaja šibka. Blagovni izvoz euroobmočja se je v tretjem četrletju 2025 izrazito povečal, in sicer medčetrletno za 1,5%. Povečanje je mogoče deloma pripisati večjemu obsegu prodaje farmacevtskih izdelkov v ZDA, ki bi bilo lahko posledica tega, da so podjetja v pričakovanju morebitnih višjih carin na te izdelke pohitela z izvozom. K povečanju blagovnega izvoza je prispeval tudi večji uvoz sestavin za zdravila za hujšanje. Razen pri farmacevtskih izdelkih euroobmočje ob močnejši konkurenci iz Kitajske še naprej izgublja tržne deleže v številnih izvoznih destinacijah in sektorjih. To bo verjetno še naprej negativno vplivalo na izvoz euroobmočja. V tretjem četrletju 2025 se je uvoz blaga zmerno povečal (za 0,7%), pri čemer se je kitajski uvoz ob krepitvi konkurence za podjetja v euroobmočju še naprej povečeval. Hkrati so se uvozne cene še naprej zniževale in so v avgustu medletno upadle za 2%, 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 izvoza predelovalnih in storitvenih dejavnosti.

V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila realna rast BDP popravljena navzgor za 0,2 odstotne točke za leto 2025 in 2026 ter za 0,1 odstotne točke za leto 2027. Popravek navzgor za leto 2025 odraža popravke preteklih podatkov, vključno z boljšimi dejanskimi podatki za tretje četrletje 2025 od pričakovanih. Gospodarski obeti za leto 2026 so bili popravljene navzgor zaradi nekoliko manjše negotovosti glede trgovinskih politik, močnejšega zunanjega povpraševanja in nižjih cen energetskih surovin. Malenkostno močnejša četrletna dinamika in večji učinek prenosa, ki izhaja iz močnejšega zagona rasti v letu 2026, skupaj pomenita majhen popravek obetov za leto 2027 navzgor. Pri izdatkovnih komponentah se največji popravki navzgor za obdobje 2025–2027 nanašajo na naložbe in zlasti večje podjetniške naložbe v celotnem obdobju projekcij ter na bolj dinamične državne naložbe v letu 2027 in na večjo državno potrošnjo v obdobju 2025–2026. Tudi neto trgovinska menjava je bila za leto 2025 popravljena navzgor, kar odraža boljšo izvozno uspešnost v prvih treh četrletjih leta od pričakovane.

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. Novembra 2025 je ostala na 2,1-odstotni ravni⁴, saj se je zvišanje inflacije v skupini energentov izravnilo z znižanjem inflacije v skupini hrane. Inflacija brez energentov in hrane je ostala nespremenjena na 2,4-odstotni ravni, saj sta se storitvena inflacija in blagovna inflacija gibali v nasprotnih smereh. Kazalniki osnovne inflacije se v zadnjih mesecih niso veliko spremenili in ostajajo skladni z 2-odstotno ciljno ravni. Medtem ko je rast dobička na enoto proizvoda v tretjem četrtletju 2025 ostala nespremenjena, so stroški dela na enoto proizvoda zabeležili nekoliko višjo stopnjo rasti kot v drugem četrtletju. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je v tretjem četrtletju ostala nespremenjena na 4,0-odstotni ravni. Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se bo skupna inflacija znižala z 2,1% v letu 2025 na 1,9% v letu 2026 in nato na 1,8% v letu 2027, zatem pa se bo leta 2028 vrnila na 2%, kar je srednjeročni cilj Sveta ECB. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila skupna inflacija za leto 2026 popravljena navzgor in za leto 2027 rahlo navzdol.⁵

Inflacija v euroobmočju je novembra 2025 ostala na 2,1-odstotni ravni (graf 8).

To je posledica zmerne krepitve storitvene inflacije in zvišanja komponente energentov, ki ju je odtehtala nižja inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov in v skupini hrane. Medletna stopnja rasti cen energentov je porasla z -0,9% v oktobru na -0,5% v novembru, in sicer zaradi zvišanja komponente goriv za prevoz, ki je odtehtalo znižanje komponent električne energije in plina. Skupna inflacija v skupini hrane se je rahlo znižala z 2,5% v oktobru na 2,4% v novembru. Kar zadeva posamezne podkomponente v skupini hrane, se je medletna stopnja rasti cen predelane hrane rahlo znižala z 2,3% oktobra na 2,2% novembra, medtem ko je medletna stopnja rasti cen nepredelane hrane ostala nespremenjena na 3,2-odstotni ravni. Inflacija brez energentov in hrane je bila novembra tretji mesec zapored stabilna na 2,4-odstotni ravni. To odraža zmerno znižanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov z 0,6% oktobra na 0,5% novembra, ki je odtehtalo enako veliko zvišanje storitvene inflacije s 3,4% na 3,5% v istem obdobju. Inflacija v skupini storitev se je v zadnjih mesecih zviševala, k čemur je prispevala višja medletna stopnja rasti v podkomponenti rekreacije – predvsem cen nastanitev in počitnic v paketu – ter v podkomponentah prometa in komunikacij. Čeprav cenovni pritiski v skupini storitev ostajajo močni, naj bi v prihodnjem obdobju pričakovano postopno umirjanje rasti plač prispevalo k dezinflaciji v skupini storitev.

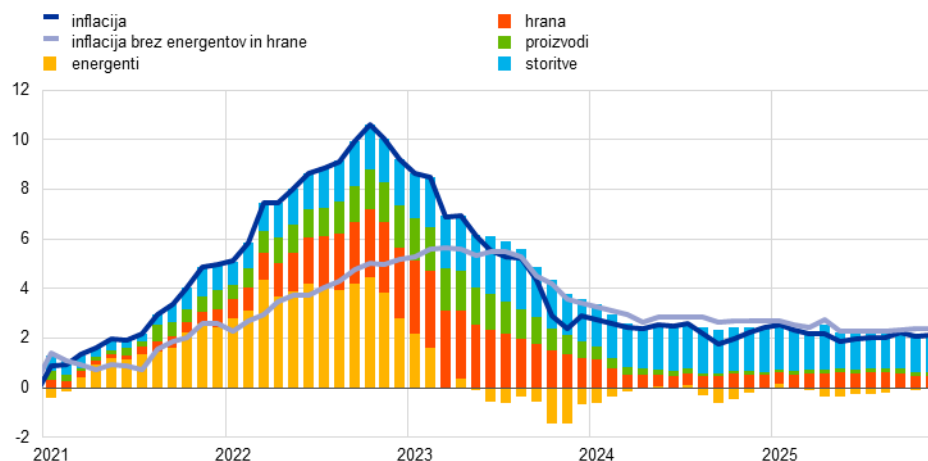
⁴ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 17. december 2025. Po prvi oceni, ki jo je Eurostat objavil 7. januarja 2026, se je medletna inflacija v euroobmočju decembra 2025 znižala na 2,0%.

⁵ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 18. decembra 2025 na spletnem mestu ECB.

Graf 8

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 november 2025.

Kazalniki osnovne inflacije se v zadnjih mesecih niso veliko spremenili in ostajajo skladni z 2-odstotno srednjeročno ciljno ravniyo ECB (graf 9).

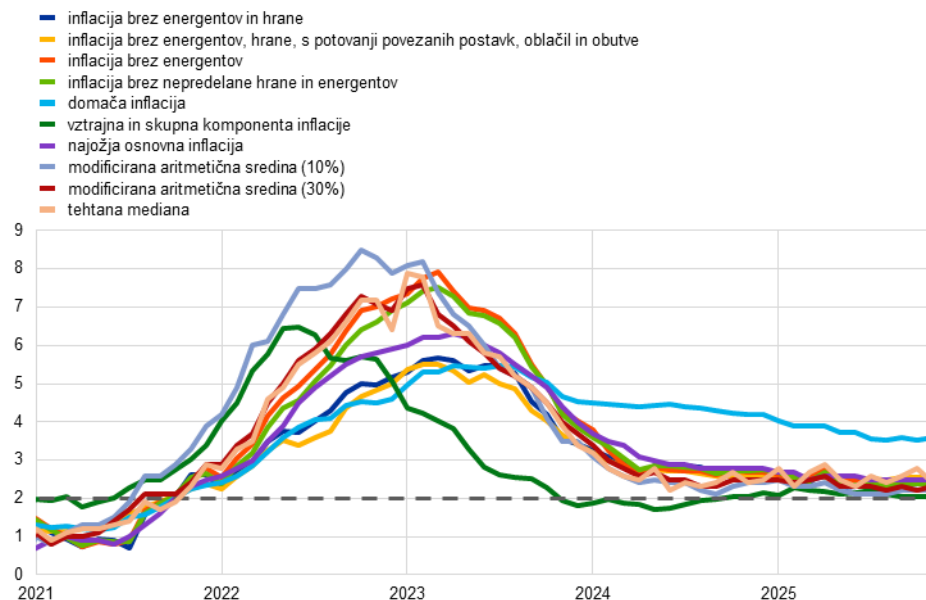
Novembra 2025 je večina meril osnovne inflacije ostala nespremenjena, razpon vrednosti kazalnikov pa je bil med 2,0% in 2,5%.⁶ Vsa merila inflacije s stalno izključitvijo se od oktobra niso spremenila in so ostala med 2,4% in 2,5%. Tudi gibanje večine meril z začasno izključitvijo je novembra kazalo na stabilizacijo pritiskov na osnovno inflacijo. Domača inflacija, ki večinoma vključuje storitvene postavke, se je rahlo zvišala s 3,5% v oktobru na 3,6% v novembru. Kar zadeva modelska merila, se je vztrajna in skupna komponenta inflacije novembra znižala na 2,0%, medtem ko je bil kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, peti mesec zapored nespremenjen na 2,5-odstotni ravni.

⁶ Razpon ne vključuje domače inflacije.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

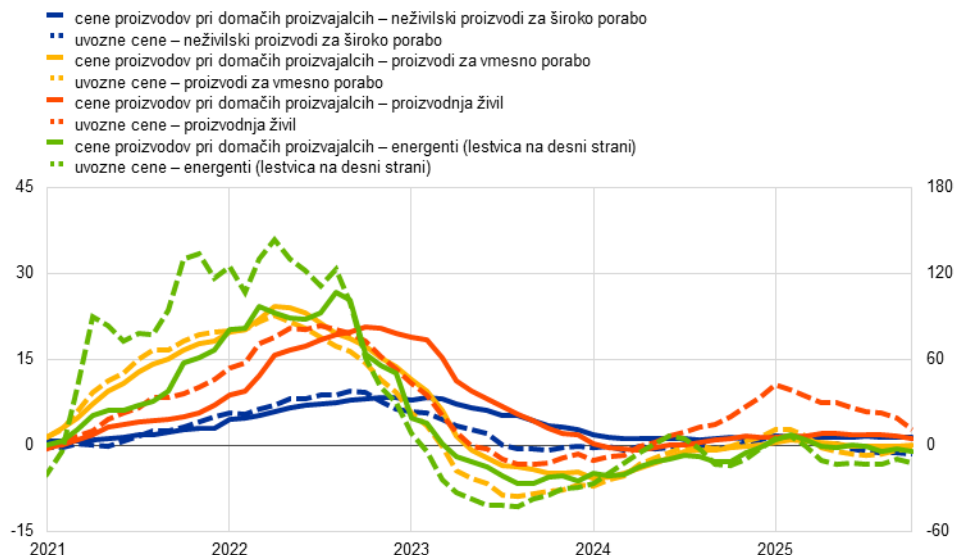
Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na november 2025.

Merila pritiskov iz proizvodne verige nakazujejo postopno popuščanje inflacijskih pritiskov (graf 10).

V zgodnjih fazah cenovne verige je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov precej upadla z -2,4% v septembru na -3,9% v oktobru, kar je precej nižje od najvišje vrednosti (7,8%), dosežene februarja. V istem obdobju se je v skupini proizvodov za vmesno porabo medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih zvišala z -0,1% na 0,1%, medtem ko je medletna stopnja rasti uvoznih cen ostala nespremenjena na ravni -0,8%. V poznejših fazah cenovne verige je v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih oktobra ostala nespremenjena na 1,5-odstotni ravni, medtem ko se je rast uvoznih cen znižala z -1,2% v septembru na -1,6%. Obenem se je v skupini proizvodnje živil medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih znižala z 1,7% na 1,1%, medtem ko je medletna stopnja rasti uvoznih cen še naprej upadala z najvišje vrednosti v januarju (10,6%) in se je znižala s 4,9% v septembru na 2,8% v oktobru. Gledano v celoti podatki nakazujejo, da pritiski iz proizvodne verige popuščajo tako v skupini proizvodov za široko porabo kot v skupini hrane, kar odraža apreciacijo eura in morda tudi povečano osredotočenost Kitajske na euroobmočje kot izvozni trg, kar ustvarja pritiske na znižanje uvoznih cen.

Graf 10**Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige**

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2025.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so v tretjem**četrtnem 2025 ostali večinoma stabilni na ravni 2,4% (graf 11).**

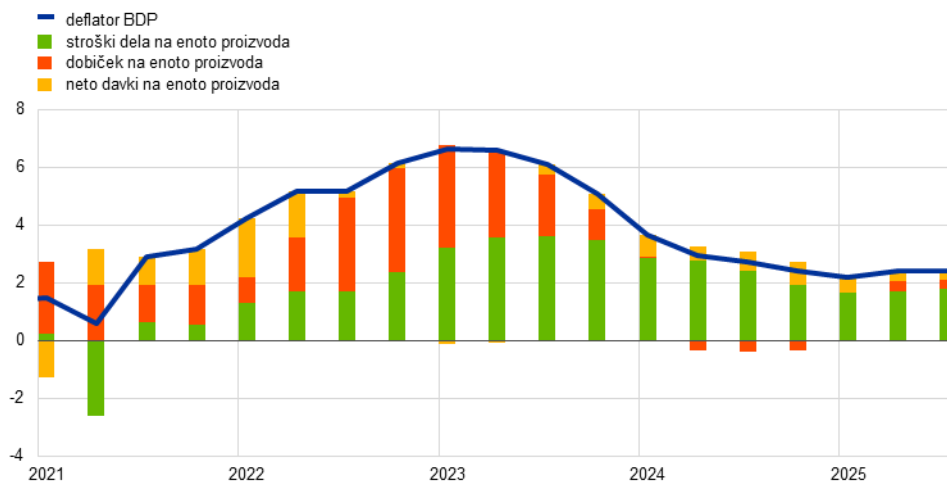
To je odražalo povečanje prispevka stroškov dela na enoto proizvoda, ki sta ga odtehtala stabilen prispevek dobička na enoto proizvoda in zmanjšanje prispevka neto davkov na enoto proizvoda. Medletna stopnja rasti stroškov dela na enoto proizvoda se je rahlo zvišala zaradi zmernega znižanja stopnje rasti produktivnosti dela z 0,8% v drugem četrtnem na 0,7% v tretjem četrtnem in stabilne stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega, ki je v tretjem četrtnem znašala 4,0%. Slednja je bila posledica znižanja rasti dogovorjenih plač s 4,0% v drugem četrtnem na 1,9% v tretjem četrtnem, kar se je izravnilo z znatnim zvišanjem komponente dodatkov na osnovno plačo v istem obdobju. Strm upad rasti dogovorjenih plač odraža mehaničen vpliv velikih enkratnih plačil v letu 2024, ki je obenem povzročil tudi volatilnost dodatkov na osnovno plačo. Kar zadeva prihodnje obdobje, plačni kazalnik ECB, ki vključuje podatke o plačnih dogovorih do konca novembra 2025, še naprej kaže, da bodo pritiski, ki izhajajo iz rasti plač, ostali zmerni tako v zadnjem četrtnem 2025 kot v prvem četrtnem 2026, nato pa se bodo v drugi polovici leta 2026 postopno stabilizirali.⁷ Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo rast sredstev za zaposlene na zaposlenega v letu 2025 v povprečju znašala 4,0%, nato pa se bo umirila na 3,2% v letu 2026, 2,9% v letu 2027 in 3,0% v letu 2028.

⁷ Več podrobnosti je v »[New data release: ECB wage tracker suggests lower wage growth and gradual normalisation of negotiated wage pressures in 2026](#)«, *sporočilo za javnost*, ECB, 19. december 2025.

Graf 11

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 prispeva negativno. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2025.

V obravnavanem obdobju od 11. septembra do 17. decembra 2025 so bila tržna merila nadomestila za inflacijo (graf 12, slika a) ter dolgoročnejša inflacijska pričakovanja drugih strokovnjakov in denarnih analitikov večinoma nespremenjena. Termenska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto, ki je tržno merilo kratkoročnega nadomestila za inflacijo, je ostala večinoma nespremenjena na ravni okrog 1,8%. Zdi se, da se trgi, vezani na inflacijo, niso močno odzvali na odločitev Evropskega sveta z dne 5. novembra 2025, da se uvedba 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami (ETS2) odloži za eno leto, in sicer z leta 2027 na leto 2028. Kar zadeva srednje in dolge ročnosti, je bilo nadomestilo za inflacijo podobno stabilno. Termenska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let, prilagojena za premije za inflacijsko tveganje, je ostala blizu 2-odstotni ravni. To nakazuje, da dolgoročnejša tržna pričakovanja ostajajo dobro zasidrana na inflacijskem cilju Sveta ECB. Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrtletje 2025 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za december 2025 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%.

Zaznavanje pretekle inflacije med potrošniki in njihova kratkoročna in srednjeročna inflacijska pričakovanja so novembra 2025 ostala nespremenjena (graf 12, slika b). Po anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov za november 2025 je mediana stopnje zaznane inflacije v predhodnih 12 mesecih ostala stabilna na ravni 3,1% in se tako od februarja 2025 ni spremenila. Tudi mediana pričakovanj za skupno inflacijo v naslednjih 12 mesecih (2,8%) in čez tri leta (2,5%) je ostala od oktobra oziroma julija nespremenjena.

Graf 12

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

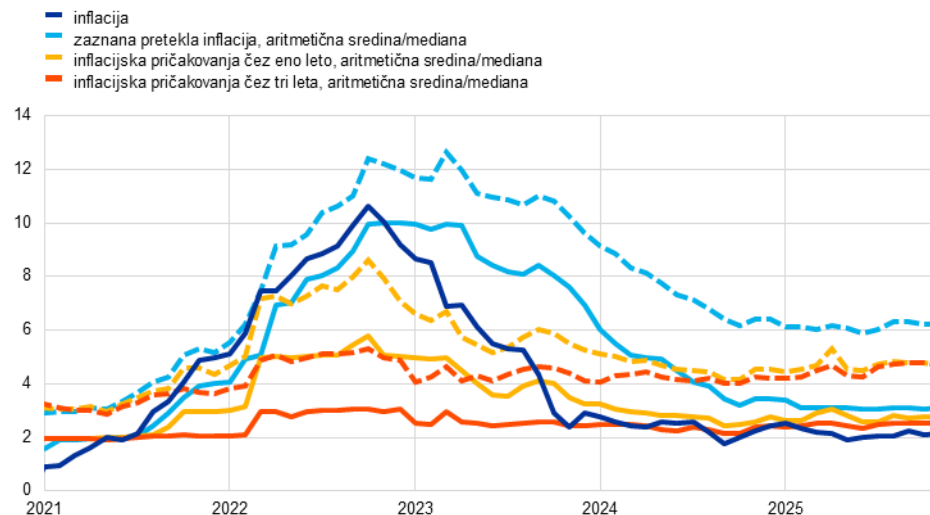
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(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.

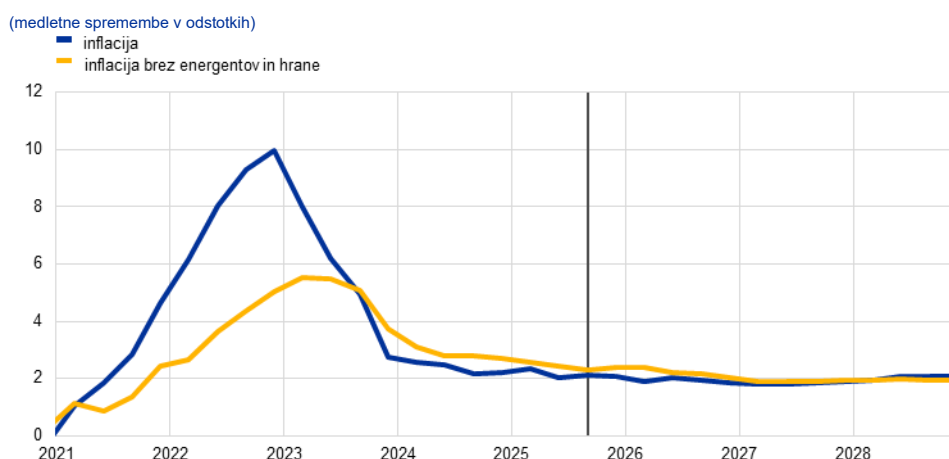
Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. september 2025). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 17. december 2025 pri sliki a in na november 2025 pri merilih na sliki b.

Po decembrskih projekcijah bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,1% v letu 2025, 1,9% v letu 2026 in 1,8% v letu 2027, nato pa se bo leta 2028 vrnila na 2%, kar je srednjeročni cilj Sveta ECB (graf 13). Skupna inflacija bo v zadnjem četrtletju 2025 predvidoma ostala na 2,1-odstotni ravni, nato bo v letu 2026 upadla nekoliko pod 2,0% in v letu 2027 ostala na tej nižji ravni. Nižja povprečna stopnja, predvidena v letu 2026, je povezana z baznimi učinki v skupini energentov v prvem četrtletju, z zmernejšo inflacijo v skupini hrane in z znižanjem inflacije brez energentov in hrane zaradi umirjanja storitvene inflacije. Nadaljnje znižanje skupne inflacije v letu 2027 je posledica nadaljnjega zniževanja inflacije brez energentov in hrane, ki ga bo deloma izravnal dvig inflacije v skupini energentov na ničelno stopnjo, medtem ko naj bi inflacija v skupini hrane ostala nespremenjena. Nato se bo

skupna inflacija v letu 2028 po pričakovanjih zvišala predvsem zaradi precejšnjega povečanja inflacije v skupini energentov, k čemur bodo prispevali javnofinančni ukrepi v zvezi s podnebnimi spremembami in zlasti uvedba sistema ETS2. V primerjavi s septembrskimi projekcijami ostajajo obeti glede skupne inflacije v letu 2025 nespremenjeni, medtem ko so bili za leto 2026 popravljeni za 0,2 odstotne točke navzgor in za leto 2027 za 0,1 odstotne točke navzdol. Popravek navzgor za leto 2026 odraža predvsem pričakovano višjo storitveno inflacijo, medtem ko je popravek navzdol v letu 2027 v veliki meri posledica pričakovane odložitve sistema ETS2, kar deloma odtehta višja inflacija v skupini storitev. Inflacija brez energentov in hrane se bo predvidoma znižala z 2,4% v letu 2025 na 2,2% v letu 2026 in se nato proti koncu obdobja projekcij stabilizirala na ravni 2% ali blizu te ravni, k čemur bo prispevalo pojemanje pritiskov s strani stroškov dela na inflacijo v skupini storitev. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je inflacija brez energentov in hrane v letu 2025 nespremenjena, medtem ko je bila za leto 2026 popravljeni navzgor za 0,3 odstotne točke in za leto 2027 za 0,1 odstotne točke.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju



Viri: Eurostat in [Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#).

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2025 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2028 (projekcije). Decembrske projekcije so bile dokončane 3. decembra 2025, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 26. november 2025. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

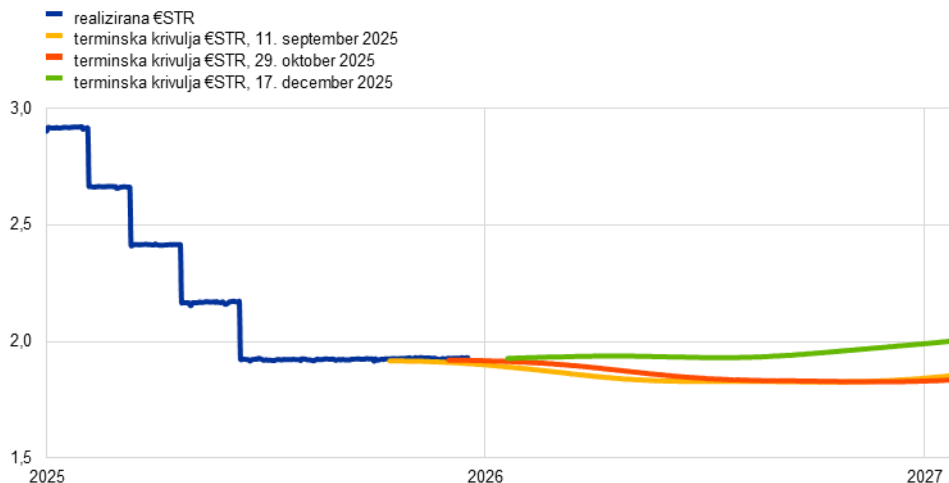
Kratkoročne in dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju od 11. septembra do 17. decembra 2025 zvišale, pri čemer so trgi dejansko izključili možnost nadaljnjih rezov obrestnih mer. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je ob koncu obravnavanega obdobja zvišala, vendar so se razmiki glede na netvegane obrestne mere zmanjšali. Zvišanje netveganih obrestnih mer in donosnosti državnih obveznic je bilo skladno s širšim trendom, v okviru katerega je krivulja donosnosti po svetu naraščala, predvsem zaradi rasti realnih obrestnih mer. Delniški trgi v euroobmočju so v obravnavanem obdobju beležili dobičke, kljub začasnim padcem ob zaskrbljenosti glede vrednotenja podjetij, ki se v ZDA ukvarjajo z umetno inteligenco. Razmiki v donosnosti na trgih podjetniških obveznic so se še dodatno zmanjšali in so trenutno na rekordno nizki ravni, podpira pa jih povečana nagnjenost k prevzemanju tveganj. Na deviznih trgih je euro ostal stabilen v primerjavi z ameriškim dolarjem (+0,3%) in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (+0,4%). Stabilnost glede na ameriški dolar je odražala makroekonomska gibanja, ki so bila v euroobmočju in v ZDA boljše od pričakovanih, medtem ko je bila stabilnost, tehtana z utežmi trgovinskih partneric, posledica izravnave gibanja deviznih tečajev.

Kratkoročne in dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišale (graf 14). Po odločitvah Sveta ECB na septembrski in oktobrski seji, 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 164 milijard EUR na 2.486 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica nadaljnjega krčenja portfeljev vrednostnih papirjev, ki jih ima ECB v imetju za namene denarne politike. Zelo kratkoročne terminske obrestne mere so se v obravnavanem obdobju zvišale, saj so trgi izključili pričakovanja glede nadaljnjih rezov obrestnih mer. Ponovna negotovost v svetovni trgovinski menjavi, ki je bila v glavnem posledica povišanih napetosti med ZDA in Kitajsko, je oktobra povzročila kratkotrajni padec netveganih obrestnih mer. Ta upad se je ob izboljšanju razpoloženja glede trgovine obrnil, ko so ZDA podpisale trgovinske sporazume s številnimi azijskimi državami in so se geopolitične napetosti na Bližnjem vzhodu zmanjšale. Po seji Sveta ECB 30. oktobra 2025 so se kratkoročna pričakovanja glede obrestnih mer povečala, saj so novi objavljeni podatki nakazovali, da gospodarstvo euroobmočja ostaja odporno. Ob koncu obravnavanega obdobja je terminska krivulja €STR vključevala skupno zvišanje obrestnih mer za 6 bazičnih točk do konca leta 2026, kar predstavlja preobrat glede na skupno znižanje obrestnih mer za 8 bazičnih točk, pričakovanih na začetku obravnavanega obdobja. Kar zadeva obdobje po letu 2027, se je terminska krivulja €STR premaknila navzgor pri vseh ročnostih, skladno z vse bolj strmo krivuljo donosnosti na globalni ravni, k čemur so prispevale predvsem višje realne obrestne mere. Na splošno se je nominalna obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v obravnavanem obdobju zvišala na 2,7%.

Graf 14

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 ob koncu obravnavanega obdobja zvišala, razmiki glede na netvegane obrestne mere pa so se zmanjšali (grafa 15 in 16). Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je v obravnavanem obdobju zvišala za 14 bazičnih točk in znašala približno 3,2%. Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na netvegane obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se zmanjšali, kar je odražalo močno nagnjenost k prevzemanju tveganj v vseh razredih naložb ter ugodno ponovno tržno oceno fiskalnih obetov za nekatere države, kot sta Španija in Italija. Donosnost francoskih državnih obveznic se je gibala podobno kot donosnost obveznic v drugih državah euroobmočja, saj se je politična negotovost v Franciji zmanjšala. Znižanje bonitetne ocene Francije pa je na finančnih trgih povzročilo le kratkotrajen odziv. Razpršenost razmikov v donosnosti državnih obveznic med državami glede na netvegane obrestne mere se je v celotnem obravnavanem obdobju zmanjševala in dosegla najnižjo raven do zdaj.

Graf 15

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)



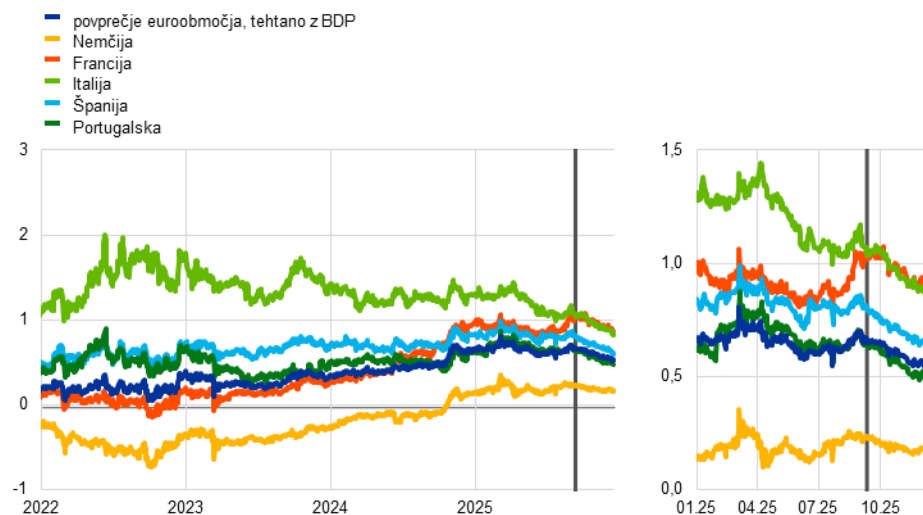
Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. september 2025). Zadnji podatki se nanašajo na 17. december 2025.

Graf 16

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

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. september 2025). Zadnji podatki se nanašajo na 17. december 2025.

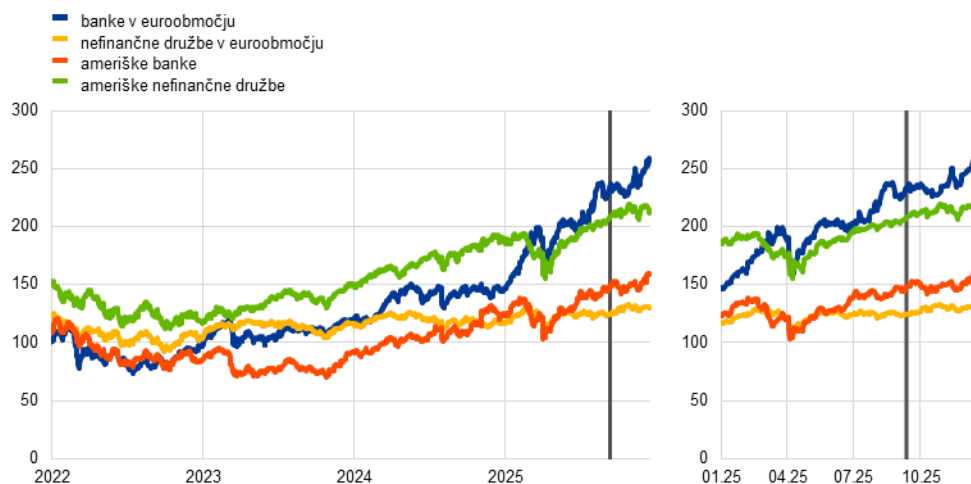
Delniški indeksi v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišali kljub začasnim padcem ob zaskrbljenosti, ki je bila posledica vrednotenja v zvezi z umetno inteligenco (graf 17). Delniški indeksi v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju povečali za 4,9%, medtem ko se je podindeks nefinančnih

družb zvišal za 4%, tečaji delnic bank pa so se povečali za 10,6%. Delnice finančnih družb v euroobmočju so pridobile na vrednosti zaradi vztrajnega povečevanja cen na borznih trgih ob podpori trdnih bilanc stanja in visoke dobičkonosnosti. Ameriški delniški indeksi so se okrepili za približno 1,3%, pri čemer so tečaji delnic nefinančnih družb (NFD) pridobili 1,5%, tečaji delnic bank pa 6,8%. Širši indeks delnic ameriških finančnih družb je porasel za 1,1%. Kljub splošnim dobičkom v euroobmočju in v ZDA je nezadovoljstvo vlagateljev glede vrednotenja ameriških delnic s področja umetne inteligence novembra sprožila obdobje intenzivne prodaje. Vendar so poznejša poročila o visokih dobičkih nekaterih večjih podjetij, povezanih z umetno inteligenco, pomagala ublažiti zaskrbljenost. Na splošno so delniški tečaji v euroobmočju dosegli boljše rezultate kot primerljivi ameriški tečaji, deloma zaradi zadržkov na trgu glede pretiranih vrednotenj, upadanja ravni denarnih sredstev in naraščajoče finančne soodvisnosti med podjetji na področju umetne inteligence v ZDA.

Graf 17

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeksi: 1. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. september 2025). Zadnji podatki se nanašajo na 17. december 2025.

Na trgih podjetniških obveznic so se razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda in visoko donosnih obveznic še dodatno zmanjšali in so trenutno na rekordno nizki ravni.

Nagnjenost k prevzemanju tveganj je v obravnavanem obdobju ostala velika in je podpirala ugodne pogoje financiranja na trgih podjetniških obveznic, pri čemer so se razmiki v donosnosti v segmentih obveznic naložbenega razreda in visoko donosnih obveznic zožili za približno 2 oziroma 15 bazičnih točk. Razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda so se pri nefinančnih družbah zmanjšali za 4 bazične točke, pri finančnih družbah pa so ostali večinoma nespremenjeni. V segmentu visoko donosnih obveznic so se razmiki v donosnosti pri nefinančnih družbah zmanjšali za 19 bazičnih točk, pri finančnih družbah pa so se povečali za približno 35 bazičnih točk.

Na deviznih trgih je euro ostal stabilen v primerjavi z ameriškim dolarjem in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (graf 18).

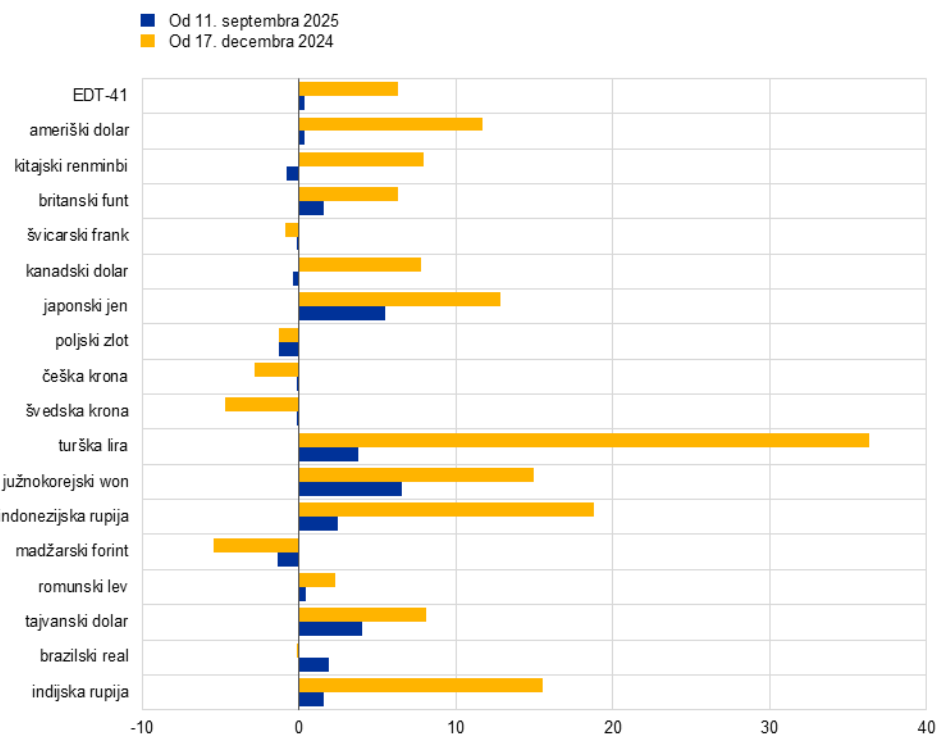
Nominalni efektivni tečaj

eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, je bil v obravnavanem obdobju nespremenjen (+0,4%). Stabilnost je odražala medsebojno izravnavo sprememb v razmerju do različnih trgovinskih partneric. Vrednost eura se je zlasti povečala v primerjavi z japonskim jenom (+5,5%) in britanskim funtom (+1,6%), kar je bilo posledica negotovosti v zvezi z obeti glede fiskalne in denarne politike na Japonskem in v Združenem kraljestvu. Pritisk na tečaj eura je bil odtehtan z deprecijacijo glede na kitajski renminbi (−0,8%) in poljski zlot (−1,3%). Euro je glede na ameriški dolar ostal stabilen (+0,3%) in se je v obravnavanem obdobju gibal blizu zgodovinskega povprečja (1,18), saj se je izrazita krepitev iz začetka letošnjega leta umirila. Stabilnost je v euroobmočju in v ZDA odražala boljša makroekonomska gibanja od pričakovanih ter večinoma nespremenjena relativna pričakovanja glede denarne politike.

Graf 18

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Viri: izračuni ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (deprecijacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 17. decembra 2025.

Obrestne mere bank za posojila podjetjem so od poletja večinoma stabilne, potem ko so se znižale kot odziv na zadnje reze obrestne mere s strani ECB. Oktobra so povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem in nova hipotekarna posojila ostala na ravni 3,5% oziroma 3,3%. Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je še povečala, vendar je v celoti ostala zmerna. V obravnavanem obdobju od 11. septembra do 17. decembra 2025 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja povečali zaradi višjih netveganih obrestnih mer. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je oktobra ostala nespremenjena na ravni 2,8%.

Stroški bančnega financiranja se oktobra 2025 večinoma niso spremenili.

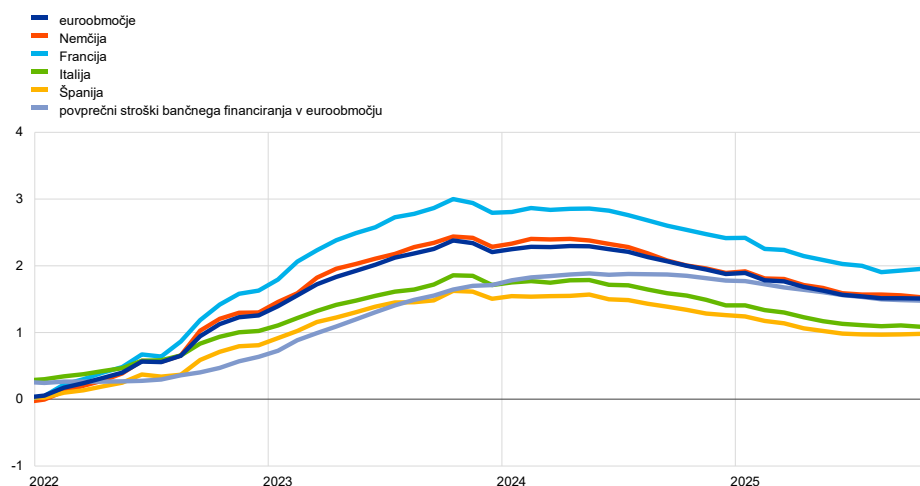
Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so bili oktobra na ravni 1,5% (graf 19, slika a). Donosnost bančnih obveznic je bila blizu 3%, kot kažejo razpoložljivi podatki sredi decembra (graf 19, slika b). Obrestne mere za vloge čez noč in vloge na odpoklic z odpovednim rokom ter medbančne obrestne mere se oktobra skoraj niso spremenile, medtem ko so se obrestne mere za vezane vloge gospodinjstev rahlo zvišale. Razlika med obrestnimi merami za vezane vloge in vloge čez noč za podjetja in gospodinjstva je oktobra ostala večinoma nespremenjena. Sestavljena obrestna mera za vloge je oktobra ostala stabilna na ravni 0,9%, kar je za približno 60 bazičnih točk nižje od najvišje vrednosti, dosežene maja 2024.

Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

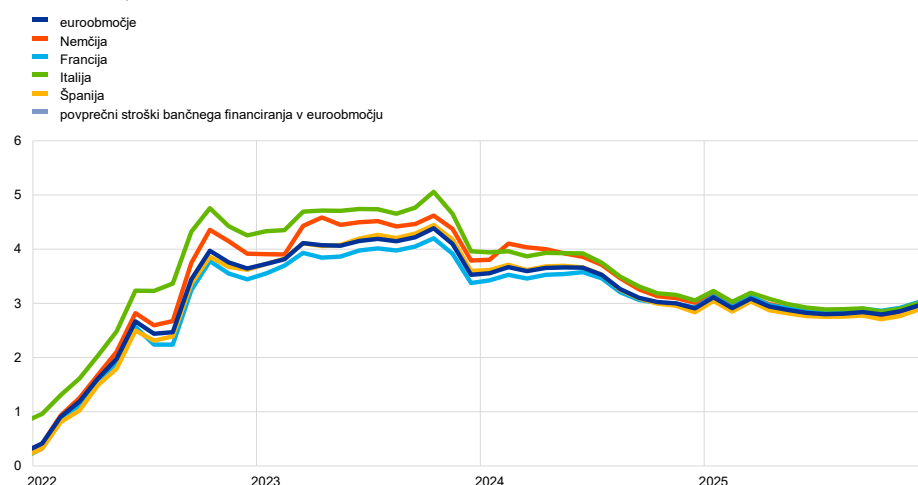
a) Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

(v odstotkih na leto)



b) Donosnost bančnih obveznic

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so povprečje stroškov novo sklenjenih vlog čez noč, vlog na odpoklic z odpovednim rokom, vezanih vlog, obveznic in medbančnih posojil, tehtano s stanjem. Povprečni stroški bančnega financiranja uporabljajo enake uteži, vendar temeljijo na obrestnih merah za obstoječe vloge in medbančno financiranje ter na donosnosti do zapadlosti ob izdaji pri obveznicah. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2025 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke (slika a) in na 17. december 2025 pri donosnosti bančnih obveznic (slika b).

Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se od septembra stabilizirale ob nespremenjenih obrestnih merah denarne politike in omejenih spremembah dolgoročnejših obrestnih mer. Stroški bančnih posojil nefinančnim družbam so oktobra 2025 ostali nespremenjeni na ravni 3,5%, kar je približno 1,8 odstotne točke manj kot oktobra 2023, ko so bili najvišji, ob manjših razlikah med večjimi državami euroobmočja (graf 20, slika a). Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem se oktobra večinoma ni spremenil, pri čemer so bila gibanja v največjih gospodarstvih euroobmočja različna. Stroški najemanja stanovanjskih posojil za gospodinjstva so oktobra ostali

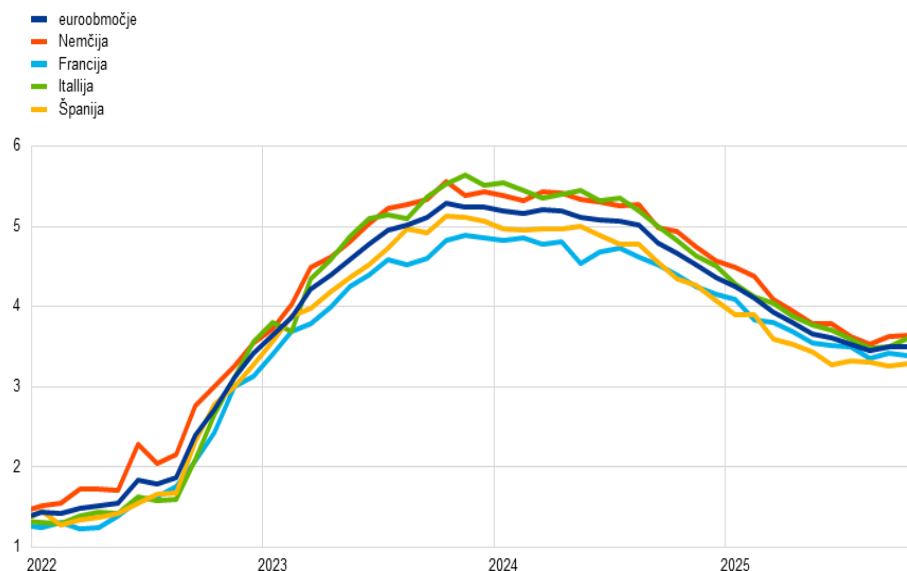
nespremenjeni na ravni 3,3%, kar je za približno 70 bazičnih točk nižje od najvišje vrednosti, dosežene novembra 2023, z manjšimi razlikami med večjimi državami euroobmočja (graf 20, slika b). Razlika med obrestnimi merami za posojila gospodinjstvom in obrestnimi merami za posojila podjetjem, ki je najvišjo vrednost dosegla marca 2024, ko je znašala 140 bazičnih točk, je ostala stabilna na ravni 20 bazičnih točk. Velikost razlike odraža predvsem dejstvo, da imajo posojila gospodinjstvom v številnih državah euroobmočja običajno daljša obdobja fiksiranja, zaradi česar so manj občutljiva na kratkoročna nihanja obrestnih mer na trgu.

Graf 20

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

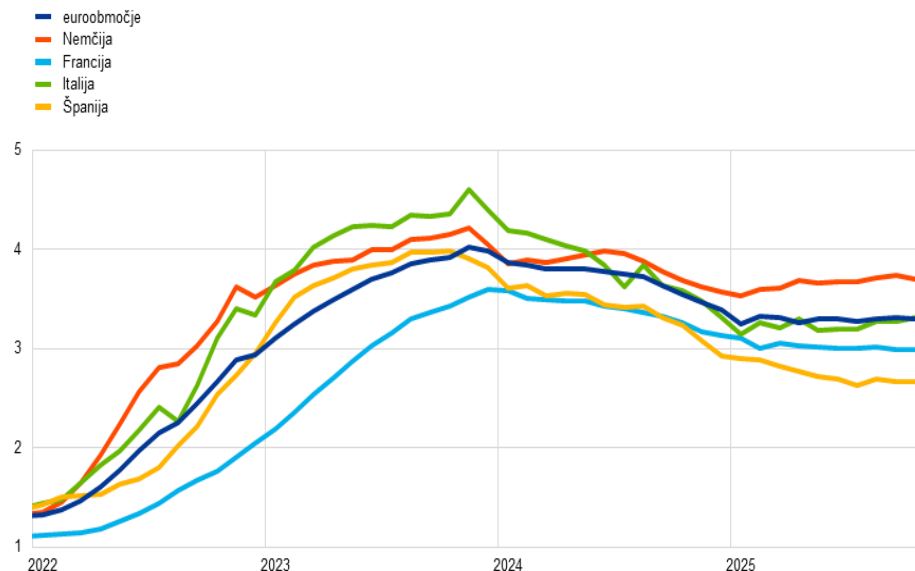
a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

(v odstotkih na leto)



b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom

(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 oktober 2025.

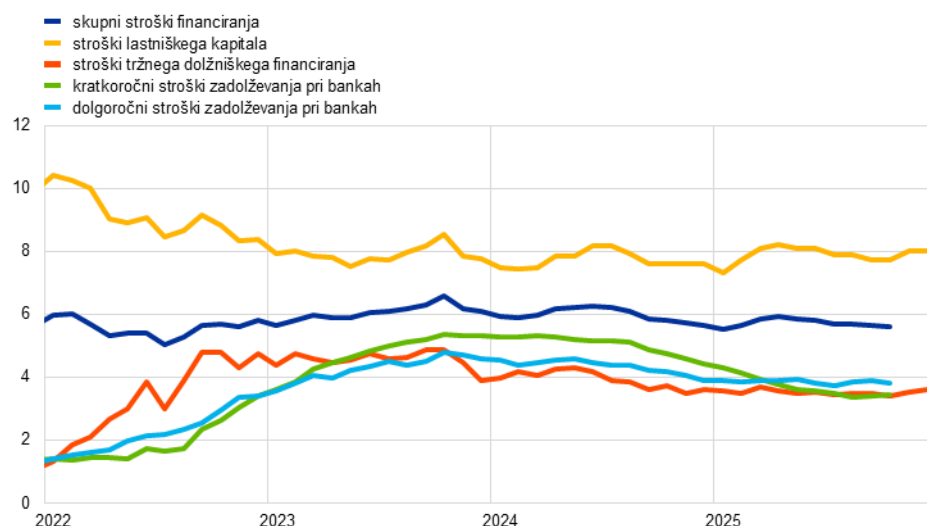
V obravnavanem obdobju od 11. septembra do 17. decembra 2025 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja povečali. Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, so oktobra

ostali stabilni na ravni 5,7% in nespremenjeni glede na prejšnji mesec (graf 21).⁸ Stabilnost je odražala višje stroške lastniškega financiranja, ki jih je večinoma odtehtalo znižanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja, zabeleženo oktobra v primerjavi s prejšnjim mesecem. Po drugi strani so stroški zadolževanja pri bankah ostali skoraj nespremenjeni. Dnevni podatki za celotno obravnavano obdobje od 11. septembra do 17. decembra 2025 kažejo naraščanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja in v manjši meri stroškov lastniškega financiranja. Stroški tržnega dolžniškega financiranja so se povečali zaradi rasti netveganih obrestnih mer, medtem ko so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic nekoliko zmanjšali. Podobno so se zaradi zviševanja netvegane obrestne mere, katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč, povečali stroški lastniškega financiranja, kljub rahlemu znižanju premije za tveganje lastniškega kapitala.

Graf 21

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 tehtano povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 17. december 2025 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na oktober 2025 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom je ostala zmerna in pod zgodovinskim povprečjem. Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem je oktobra 2025 znašala 2,9%, kar je enako kot septembra. Ta stopnja se je od začetka leta 2025 postopno povečevala, vendar je še vedno pod 4,3-odstotnim zgodovinskim povprečjem (graf 22, slika a). Medletna rast dolžniškega financiranja podjetij se je oktobra rahlo okrepila na 3,2%, vendar ostaja pod zgodovinskim povprečjem (4,8%). Anketa ECB o bančnih posojilih v euroobmočju iz oktobra 2025 je razkrila povečano previdnost bank glede tveganj in pokazala majhno, nepričakovano neto zaostrovanje

⁸ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do oktobra 2025.

kreditnih standardov za posojila podjetjem ter rahlo neto povečanje povpraševanja po novih posojilih, ki pa je na splošno ostalo šibko. Posojila gospodinjstvom so se še naprej postopno krepila, pri čemer se je medletna stopnja rasti povečala z 2,6% v septembru na 2,8% v oktobru, vendar je še vedno precej pod zgodovinskim povprečjem, ki znaša 4,1% (graf 22, slika b). Trend naraščanja so podpirala stanovanjska posojila gospodinjstvom in rast potrošniških posojil. Druge oblike kreditiranja gospodinjstev, vključno s posojili samostojnim podjetnikom, so ostale šibke. Glede na najnovejšo [anketo ECB o pričakovanjih potrošnikov](#) so gospodinjstva ocenila, da je dostop do posojil nekoliko težji, vendar pričakujejo, da bo v naslednjih 12 mesecih ostal stabilen. Še vedno razmeroma počasna rast obsega posojil je deloma posledica višje stopnje negotovosti glede globalnih ekonomskih politik. Ta dejavnik je še posebej prevladoval v prvi polovici leta 2025, med drugim zaradi gibanja trgovinske politike v ZDA.⁹

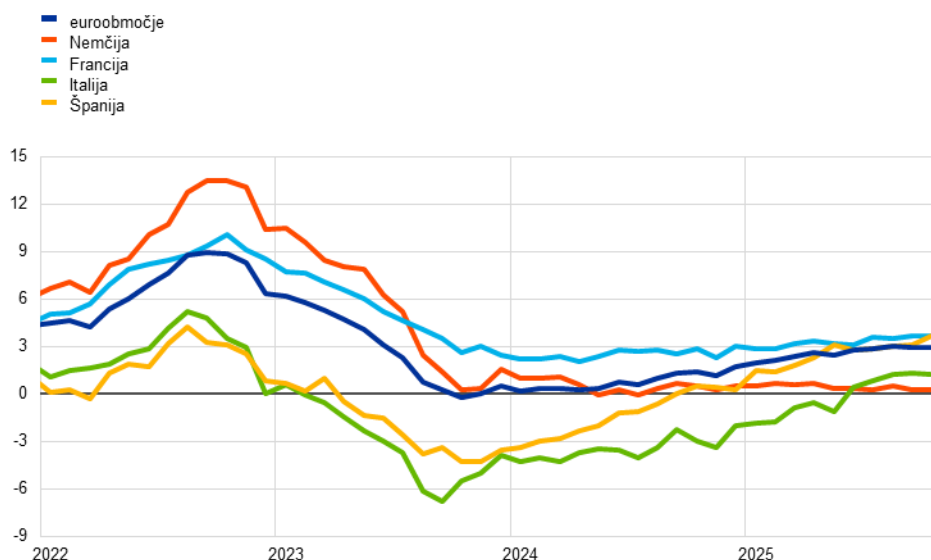
⁹ Glej »[More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#)«, *Blog ECB*, 2. oktober 2025.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

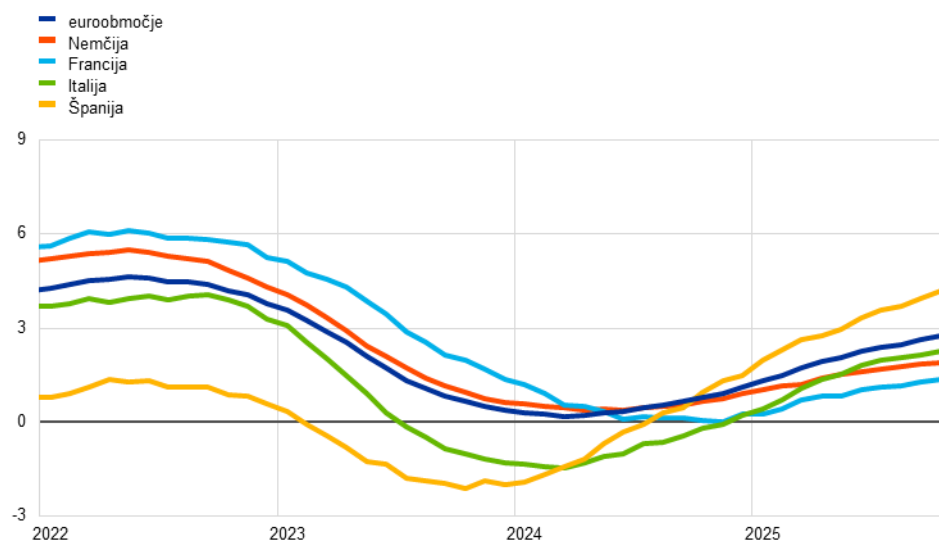
a) Posojila DFI nefinančnim družbam

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Posojila DFI gospodinjstvom

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2025.

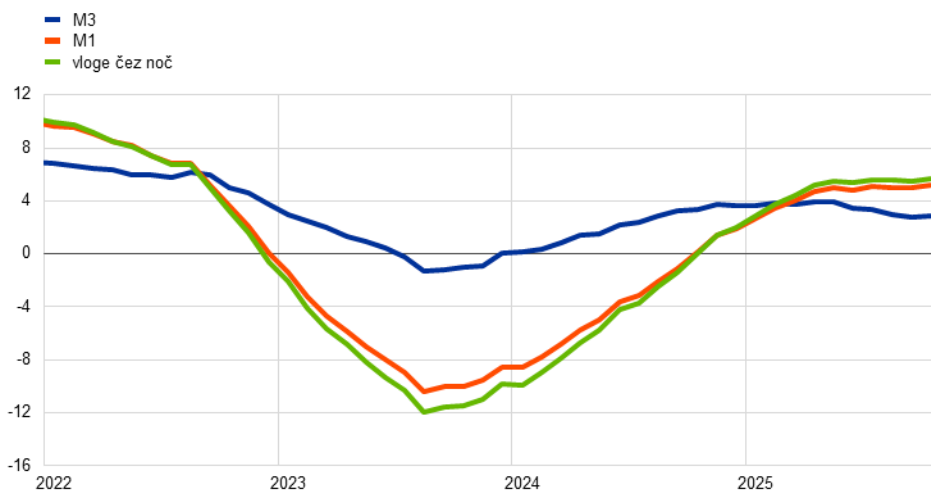
Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je oktobra ustalila, k čemur je prispevala stabilna dinamika posojil in depozitov gospodinjstev ter podjetij (graf 23). Postopno upadanje rasti agregata M3, ki je bilo prisotno od februarja 2025, se je oktobra ustavilo, saj je medletna rast agregata M3 ostala nespremenjena na ravni 2,8%. To je precej pod 4-odstotno stopnjo, doseženo v prvem delu leta 2025, in pod dolgoročnim povprečjem (6,1%). Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše komponente v agregatu M3, se je razmeroma stabilno

povečala s 5,0% septembra na 5,2% oktobra. Na rast agregata M1 so še naprej vplivala vloge čez noč, kar odraža veliko naklonjenost likvidnim sredstvom na strani podjetij in gospodinjstev. Z vidika protipostavk so posojila gospodinjstvom in podjetjem še naprej zmerno prispevala k ustvarjanju denarja. Kot kaže, so neto denarni prilivi iz tujine izgubili zagon in postali volatilnejši kot leta 2024. Nakupi državnih obveznic s strani bank so v okolju obsežne ponudbe obveznic podpirali rast denarja. To se je dogajalo ob nadaljnjem krčenju bilance stanja Eurosistema zaradi pasivnega zapadanja portfeljev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, kar je še naprej zaviralo rast M3.

Graf 23

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 oktober 2025.

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju zmanjšal s 3,1% BDP v letu 2024 na 3,0% BDP v letu 2025, nato naj bi se v letu 2027 povečal na 3,5% BDP ter se nato v letu 2028 zmanjšal na 3,4% BDP. Večinoma kot posledica teh gibanj naj bi se naravnost javnofinančne politike v euroobmočju v letu 2025 rahlo zaostрила, v letu 2026 naj bi popustila in se nato v letih 2027 in 2028 znova zaostрила. Vendar pa predpostavke in projekcije v zvezi z javnofinančno politiko še naprej spremlja velika negotovost.¹⁰ Evropska komisija je sprejela jesenski sveženj 2026 in pričakuje, da bo večina držav članic izpolnila svoje zaveze ali da bo obstajalo omejeno tveganje, da jih ne bodo izpolnile, ob upoštevanju aktivacije nacionalne odstopne klavzule. Hkrati je dobrodošlo, da se nacionalno financirane naložbe povečujejo v celotnem euroobmočju. Vlade bi morale dajati prednost vzdržnim javnim financam, strateškim naložbam in strukturnim reformam, ki pospešujejo gospodarsko rast.

Strokovnjaki Eurosistema v decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij postopno izboljšal (graf 24).¹¹ Po

pričakovanem rahlem zmanjšanju v letu 2025 se bo proračunski primanjkljaj v euroobmočju v letu 2027 po projekcijah precej močno povečal na 3,5% BDP in se v letu 2028 le rahlo zmanjšal na 3,4% BDP. Povečanje je posledica povečevanja plačil obresti (z 1,9% BDP v letu 2024 na 2,3% BDP v letu 2028), ki naj bi ga le malenkostno izravnal vpliv gospodarskega cikla. Zato ciklična komponenta v obdobju projekcij ostaja večinoma nevtralna, pri čemer v letu 2028 postane rahlo pozitivna, medtem ko ciklično prilagojeni primarni saldo ostaja približno nespremenjen (ob upoštevanju nepovratnih sredstev iz sklada »EU naslednje generacije«). V primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bilo predvideno gibanje proračunskega salda za obdobje 2025–2027 popravljeno rahlo navzdol predvsem zaradi ciklično prilagojenega primarnega salda, ki več kot odtehta rahlo izboljšanje ciklične komponente.

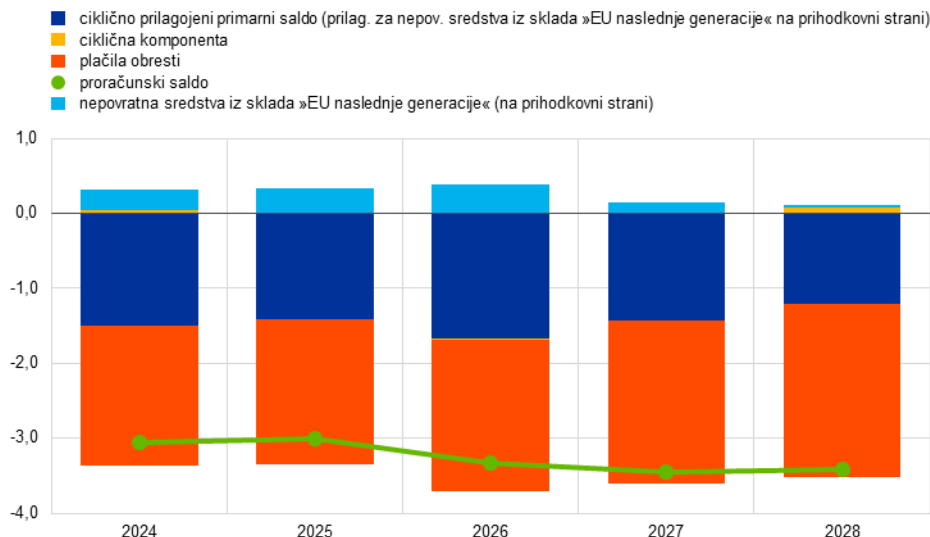
¹⁰ Fiskalni načrti nekaterih večjih držav euroobmočja še niso dokončani ali pa so glede na prevladujoče politične razmere že zastareli.

¹¹ Več podrobnosti je v »Decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljenih 18. decembra 2025 na spletnem mestu ECB.

Graf 24

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

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

Po rahli zaostritvi v letu 2025 naj bi naravnost javnofinančne politike v euroobmočju v letu 2026 popustila ter se v letih 2027 in 2028 znova zaostрила.¹²

Na podlagi letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojene za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se bo naravnost javnofinančne politike v prihodnjih letih, razen v letu 2026, rahlo zaostрила. Zaostritev v letu 2025 je predvsem posledica diskrecijskih ukrepov na strani prihodkov, vključno z zvišanjem prispevkov za socialno varnost ter v manjši meri neposrednih in posrednih davkov. To zvišanje je delno izravnala nadaljnja rast javne porabe. V letu 2026 naj bi predvsem zaradi večjih javnih naložb naravnost javnofinančne politike predvidoma popustila. V letu 2027 naj bi konsolidacijo v številnih državah (med drugim po izteku financiranja iz sklada »EU naslednje generacije«) odtehtale spodbude, zlasti v Nemčiji. Poleg tega naj bi odložena potrošnja, financirana iz sklada »EU naslednje generacije«, predvsem v Španiji in Italiji ublažila zaostrovanje javnofinančne politike v letu 2027. V letu 2028 se bo naravnost javnofinančne politike v euroobmočju po pričakovanih še naprej zaostrovala, čeprav nekoliko počasneje kot v letu 2027. Vendar rahlo zaostrovanje prikriva razlike med državami, saj se z močnim popuščanjem naravnosti javnofinančne politike v Nemčiji odtehta precejšnje zaostrovanje v Franciji, Španiji in Italiji. K zaostrovanju v Španiji in Italiji prispeva

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

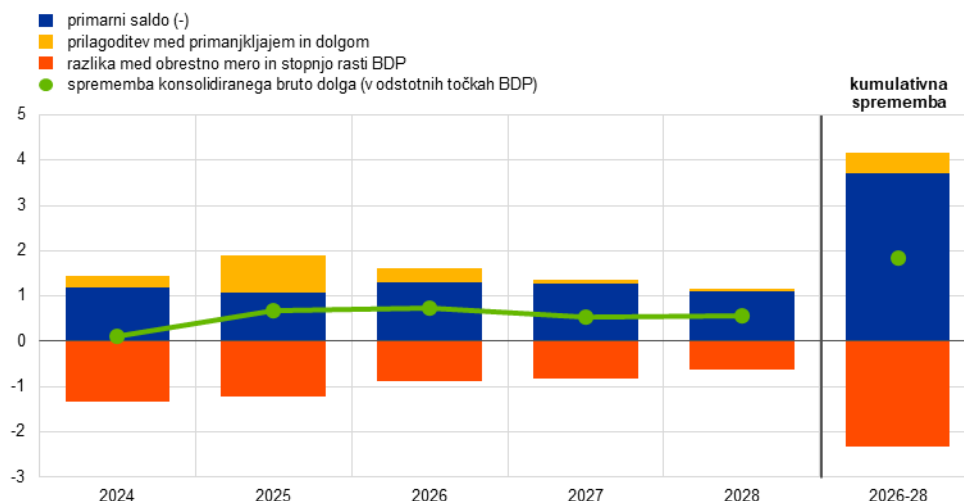
predvsem nizka raven porabe, predvsem za kapitalske transferje in naložbe, ki so bili prej financirani s sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih povečeval (graf 25). Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih povečal s 86,6% v letu 2024 na 89,2% v letu 2028, saj primanjkljaj ter pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom odtehtata ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki se sicer zmanjšujejo. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bilo gibanje javnega dolga popravljeno navzdol zaradi baznih učinkov, ki izhajajo iz statističnih popravkov v letu 2024, ter ugodnejše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Graf 25

Gonila sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

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

Evropska komisija je 25. novembra sprejela jesenski sveženj 2026, v katerem so določene prednostne naloge ekonomske politike in politike zaposlovanja. V svežnju so ocena Komisije o skladnosti držav članic EU s fiskalnim okvirom EU in smernice za fiskalne politike v letu 2026. Sveženj vključuje tudi oceno Komisije o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2026. Vendar pa Komisiji proračunskih načrtov predvsem zaradi volilnega cikla niso predložile vse države v euroobmočju.¹³ Spodbudno je, da naj bi na podlagi analize Komisije večina držav članic izpolnila svoje zaveze oziroma da naj bi zanje obstajalo omejeno tveganje, da jih ne bodo izpolnile, ob upoštevanju aktivacije nacionalne odstopne klavzule. Prav tako je dobrodošlo, da se nacionalno financirane naložbe povečujejo v celotnem euroobmočju. Vlade bi morale dajati prednost vzdržnim javnim financam, strateškim naložbam in strukturnim reformam, ki pospešujejo gospodarsko rast.

¹³ Osnutkov proračunskih načrtov še nista predložili Belgija in Španija. Avstrija je maja predložila osnutek proračunskega načrta, ki zajema leti 2025 in 2026, Komisija pa je ocenila, da je v skladu z določbami Pakta za stabilnost in rast.

Okvirji

1 Bolgarija je uvedla euro

Pripravili Matteo Falagiarda, Christine Gartner in Steffen Osterloh

Bolgarija je 1. januarja 2026 uvedla euro in postala 21. članica euroobmočja.

Bolgarski uvedbi eura in nadaljnji širitvi euroobmočja po vstopu Hrvaške leta 2023 sta pot utrli oceni v zadnjem konvergenčnem poročilu Evropske komisije (2025) in Evropske centralne banke (2025).¹ Svet Evropske unije je 8. julija 2025 uradno odobril pristop Bolgarije k euroobmočju in določil menjalno razmerje 1,95583 bolgarskega leva za euro. To je bil tudi osrednji tečaj leva v času, ko je Bolgarija sodelovala v mehanizmu deviznih tečajev (ERM II).² Uvedba eura v Bolgariji kaže, da je v času velike negotovosti in geopolitičnih napetosti članstvo v euroobmočju še vedno privlačno.

Bolgarija je s trgovinskimi in finančnimi vezmi dobro vključena v euroobmočje.

Ima okrog 6,5 milijona prebivalcev, njen BDP pa predstavlja približno 0,7% BDP euroobmočja. Njena gospodarska struktura je na splošno podobna strukturi euroobmočja kot celote, saj industrija (vključno z gradbeništvom) k bruto dodani vrednosti prispeva okrog 29%, storitve pa okrog 68%, medtem ko v euroobmočju ta deleža znašata 26% in 72%. Euroobmočje je glavna trgovinska in finančna partnerica Bolgarije (graf A, slika a). Pred uvedbo eura je njeno gospodarstvo izkazovalo razmeroma visoko stopnjo euroizacije. Približno 70% javnega dolga ter velik delež dolga nefinančnih družb sta bila že izražena v eurih, podobna pa je bila valutna sestava prihrankov gospodinjstev in likvidnih sredstev podjetij, ki se večinoma hranijo v obliki depozitov (graf A, slika b). Denarna politika Bolgarije je bila več kot 25 let usklajena z denarno politiko ECB prek valutnega odbora, ki je vzdrževal fiksni devizni tečaj BGN/EUR. Globoka povezanost Bolgarije z euroobmočjem se kaže v močni uskladitvi poslovnega cikla z euroobmočjem v 15 letih pred uvedbo eura. Poleg tega imajo dominantno vlogo v bolgarskem bančnem sistemu banke, ki so v lasti finančnih institucij s sedežem v drugih državah euroobmočja.

¹ Glej Falagiarda in Gartner (2022).

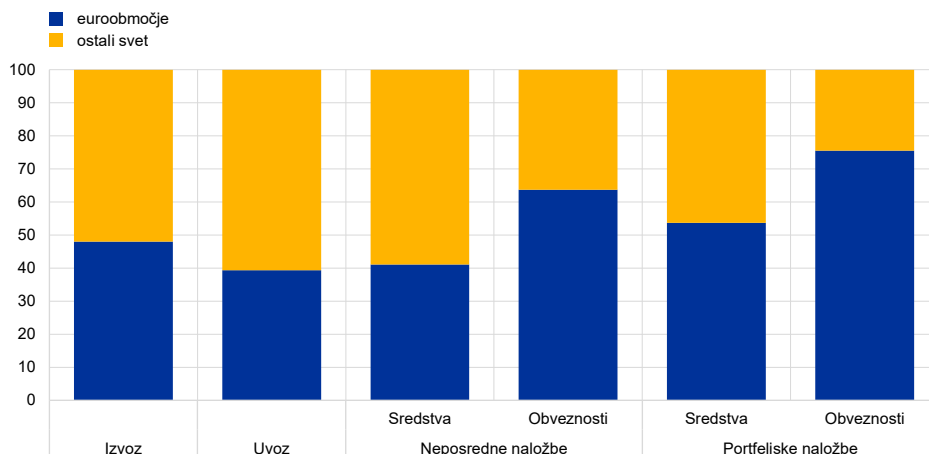
² Glej Dorrucci et al. (2020).

Graf A

Vezi Bolgarije z euroobmočjem

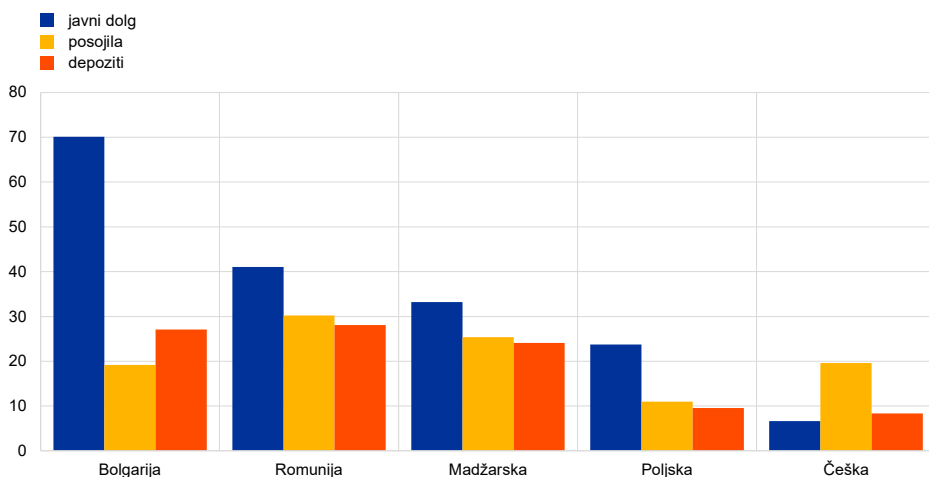
a) Trgovinske in finančne vezi

(kot odstotek skupnega zneska)



b) Delež javnega dolga, posojil in depozitov, izraženih v eurih

(kot odstotek skupnega zneska)



Viri: ECB in izračuni strokovnjakov ECB

Opombe: Slika a): podatki so za leto 2024. Izvoz in uvoz zajemata samo na blagovno menjavo. Slika b): podatki kažejo stanje posojil in depozitov domačega zasebnega sektorja (razen denarnih finančnih institucij) ob koncu oktobra 2025 ter stanje dolga sektorja država ob koncu leta 2024.

Podobno kot pri drugih državah, ki so uvedle euro, se pričakuje, da se bodo tudi v Bolgariji znižali stroški transakcij in izposojanja. Zaradi globoke povezanosti Bolgarije z euroobmočjem in njene odločenosti, da bo ohranjala zdrave javnofinančne, strukturne in finančne politike, se pričakuje, da ji bo uvedba eura prinesla številne gospodarske koristi, in sicer: (i) povečanje trgovinske menjave in naložb zaradi nižjih transakcijskih stroškov, (ii) večjo transparentnost in primerljivost cen in (iii) večje zaupanje vlagateljev.³ Za gospodarstvo se bodo predvidoma znižali tudi stroški izposojanja zaradi dobro zasidranih inflacijskih pričakovanj, za banke pa se bodo znižali regulativni stroški, kot so nižje obvezne rezerve. Poleg tega uvedba

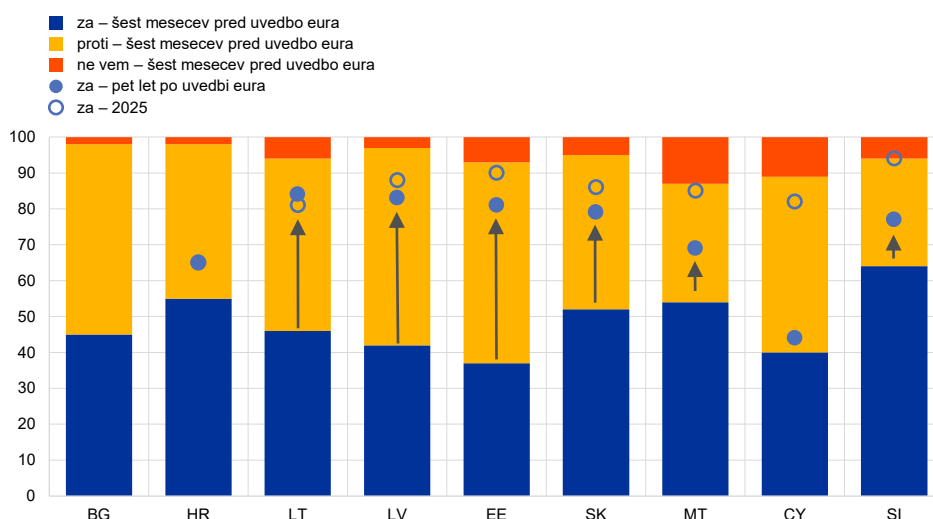
³ Nekatere od teh koristi so že vidne v nedavnih zvišanjih bonitetnih ocen Bolgarije.

eura Bolgariji omogoča, da sodeluje pri odločanju v euroobmočju in sooblikuje ekonomske politike.

Stroški in tveganja zaradi uvedbe eura bodo predvidoma majhni in večinoma enkratni. Ko se država pridruži euroobmočju, največ zaskrbljenosti povzročajo stroški zamenjave valute in priložnost za neupravičene dvige cen, ko se te pretvorijo v eure.⁴ Da bi zmanjšali te skrbi, so bolgarski organi sprejeli več ukrepov, kot so okrepljeno spremljanje cen in inšpekcijski pregledi za preprečevanje zlorab ter dolgo obdobje obveznega dvojnega označevanja cen, ki se je začelo 8. avgusta 2025 in se bo končalo 8. avgusta 2026. Kljub temu ostaja javna podpora euru v Bolgariji razmeroma nizka zaradi strahu pred dvigi cen. Tako je bilo tudi pri prejšnjih prehodih na euro, kjer se je podpora zatem običajno povečala (graf B).⁵ Glede na visoko stopnjo gospodarske in finančne povezanosti Bolgarije z euroobmočjem in dolgo obdobje fiksnega deviznega tečaja BGN/EUR je izguba prožnosti deviznega tečaja kot sredstva za stabilizacijo gospodarstva praktično nepomembna.

Graf B
Odnos do eura

(kot odstotek celote)



Vir: Evropska komisija (Eurobarometer).

Opombe: Stolpci prikazujejo odgovore na vprašanje »Ste osebno bolj za ali bolj proti zamisli o uvedbi eura v vaši državi?« v anketi Eurobarometra z naslovom »Uvedba eura v državah članicah, ki še niso sprejele skupne valute«. Polne pike prikazujejo odgovore na vprašanje: »Ste bolj za ali bolj proti evropski ekonomski in monetarni uniji z enotno valuto, eurom?« v standardnem jesenskem Eurobarometru (pomlad 2025 za Hrvaško). Prazne pike prikazujejo odgovore na isto vprašanje v standardnem spomladanskem Eurobarometru 2025.

Od vstopa v EU leta 2007 je Bolgarija dosegla precejšen napredek pri približevanju euroobmočju. Čezmerna makroekonomska neravnovesja, prisotna pred pandemijo COVID-19, kot so negativen zunanji položaj, šibkosti v finančnem sektorju in visoka zadolženost podjetij, so bila postopoma odpravljena z verodostojnimi ukrepi države in preudarnimi fiskalnimi politikami. Velik napredek je Bolgarija dosegla tudi na področju realne konvergence: BDP na prebivalca se je s približno 35% povprečja euroobmočja v letu 2006 povečal na nekaj več kot 60% v

⁴ Več podrobnosti o ocenjenem vplivu zamenjave valute na cene na Hrvaškem in v prejšnjih prehodih na euro je v Falagiarda et al. (2023).

⁵ Glej tudi Dreher in Hernborg (2025).

letu 2025 (graf C, slika a). Poleg tega je dosegla večjo finančno integracijo, pri kateri je okvir tesnega sodelovanja, ki je bil vzpostavljen leta 2020, prispeval k uskladitvi nadzornih standardov s standardi v euroobmočju in okrepil finančno stabilnost.

Čeprav je bolgarsko gospodarstvo razmeroma dobro prestalo nedavne šoke, tveganja za konvergenco inflacije ostajajo. Bolgarsko gospodarstvo je med pandemijo ter ob nedavnih skokih cen energentov in geopolitičnih napetostih pokazalo dobro odpornost. Kljub temu zaradi svoje majhnosti in odprte narave ostaja izpostavljeno zunanjim šokom.⁶ Njena inflacija je ranljiva na zunanja cenovna nihanja zaradi visoke energetske intenzivnosti proizvodnje ter velikega deleža energentov in hrane v porabi gospodinjstev.⁷ Močna dinamika plač in kreditov, ki se sicer umirja, povzroča dodatna navzgor usmerjena tveganja. Na dolgi rok se bo realna in nominalna konvergenca zaradi razmeroma nizke ravni dohodkov in cen v Bolgariji v primerjavi z drugimi državami, ki so uvedle euro (graf C, slika b), verjetno nadaljevala.

⁶ Glej npr. Bijsterbosch et al. (2025).

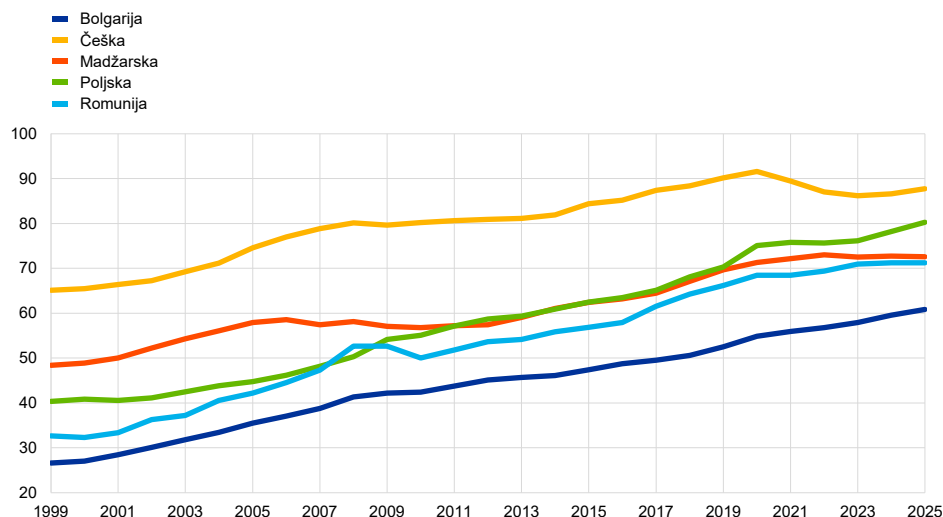
⁷ Glej Falagiarda (2024) za več podrobnosti o razlogih za visoko inflacijo in njenih posledicah v državah euroobmočja v srednji in vzhodni Evropi, katerih gospodarstva imajo podobne strukturne značilnosti kot gospodarstva srednje in vzhodne Evrope zunaj euroobmočja, na primer v Bolgariji.

Graf C

Realni BDP na prebivalca glede na povprečje euroobmočja

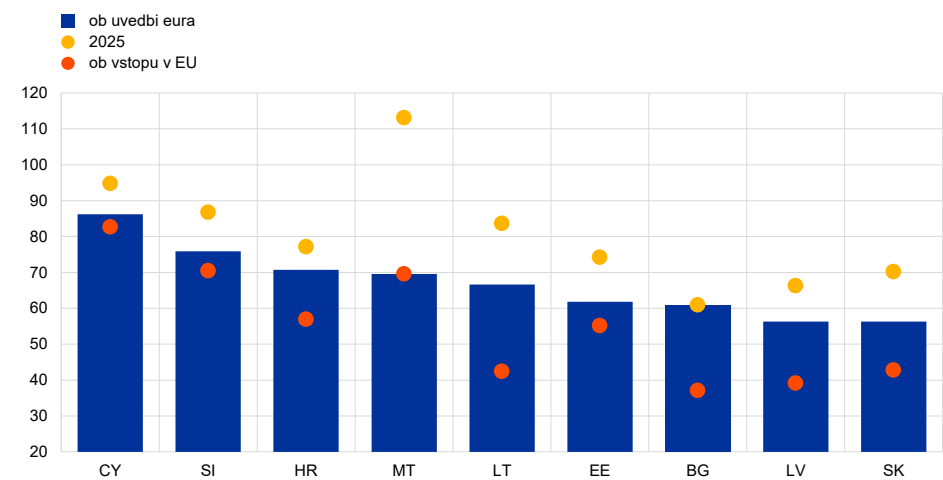
a) Razvoj skozi čas in v primerjavi s sorodnimi državami v regiji

(indeks: euroobmočje = 100)



b) V primerjavi z drugimi državami, ki so uvedle euro

(indeks: euroobmočje = 100)



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

Opombe: Realni BDP na prebivalca je izražen v enotah kupne moči. Podatki za leto 2025 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije, jesen 2025. Slika b): modri stolpci prikazujejo realni BDP na prebivalca v letu pred uvedbo eura (npr. 2007 za Ciper, 2025 za Bolgarijo) glede na povprečje euroobmočja (EA20). Rdeče pike prikazujejo realni BDP na prebivalca v letu pred vstopom v EU (npr. 2003 za Ciper, 2006 za Bolgarijo) glede na povprečje EA20, rumene pike pa kažejo ocenjeno raven za leto 2025 glede na povprečje EA20.

Bolgarija je ohranila zdravo javnofinančno stanje, vendar bo morda prisiljena povečati javnofinančne izdatke s sedanje razmeroma nizke ravni.

V času valutnega odbora je Bolgarija zabeležila javnofinančni presežek v 13 letih od zadnjih 27 let, ohranila delež javnega dolga precej pod 60% BDP (23,8% leta 2024, drugi najnižji v EU) in od leta 2012 ni bila nikoli v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Veliko javnofinančno uspešnost je podpirala preudarna fiskalna politika, ki je bila potrebna za ohranjanje verodostojnosti valutnega odbora. Ker Bolgarija uvaja euro in omejitve valutnega odbora popuščajo, bi se spodbude fiskalne politike lahko spremenile. Če bo nastal vtis, da bi javnofinančna disciplina

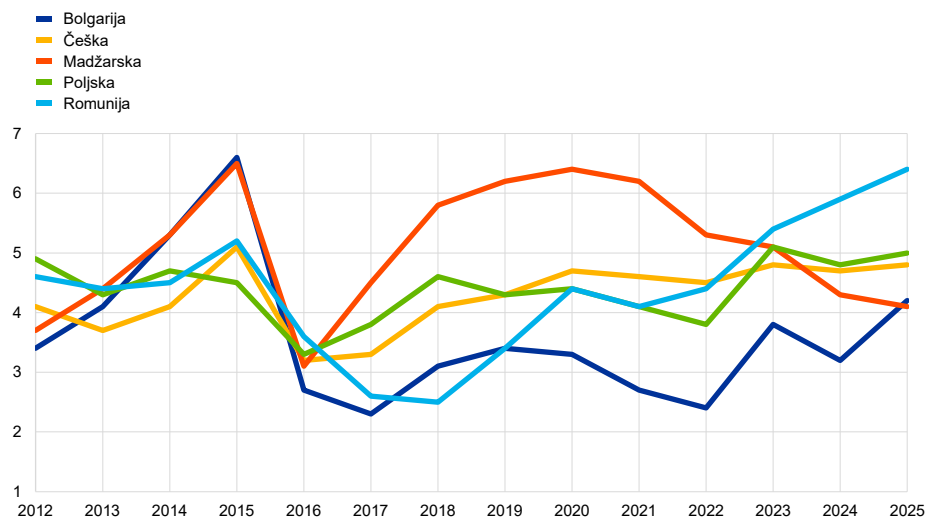
lahko postala manj stroga, bi to sčasoma lahko ustvarilo pritisk na porabo, zlasti za tiste gospodarske funkcije, za katere je delež porabe zdaj razmeroma nizek. To velja zlasti za javne naložbe, ki so v primerjavi z drugimi državami srednje in vzhodne Evrope ostale trdovratno nizke (graf D, slika a), deloma zato, ker so bila sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« na voljo kasneje, kot je bilo sprva načrtovano. Poraba za socialno varstvo, zdravstvo in izobraževanje je v primerjavi z euroobmočjem prav tako majhna (graf D, slika b). Če bi se pritisk na zvišanje javnofinančnih izdatkov pretvoril v povečanje odhodkov, bi bili za ohranjanje stabilne stopnje javnega dolga potrebni višji davčni prihodki. V prihodnje bi bilo za ohranjanje vzdržne dolgoročne ekonomske konvergence in preprečevanje nepotrebnih inflacijskih pritiskov in izgube konkurenčnosti, ki bi lahko zmanjšala možnosti Bolgarije za dolgoročno gospodarsko rast, najbolje, če bo država vzdrževala zdrave in rasti prijazne javne finance v skladu s pravili ekonomskega upravljanja EU in ob podpori trdnega nacionalnega fiskalnega okvira, skupaj z nadaljnjimi strukturnimi reformami za spodbujanje produktivnosti.

Graf D

Javne naložbe in izdatki

a) Javni naložbe

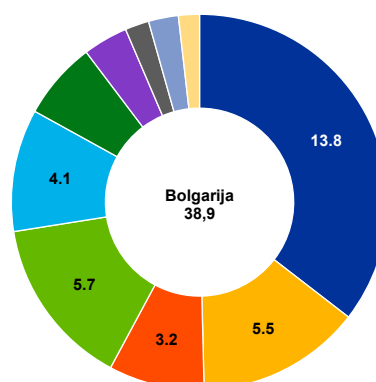
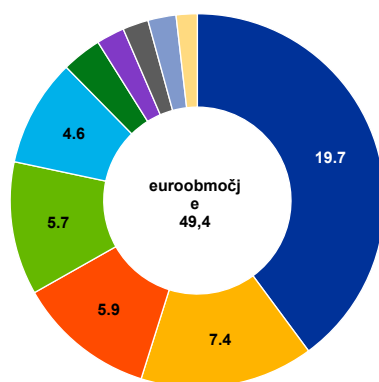
(kot odstotek BDP)



b) Izdatki države po gospodarskih funkcijah

(kot odstotek BDP)

- socialno varstvo
- zdravstvo
- splošne javne storitve
- gospodarske zadeve
- izobraževanje
- javni red in varnost
- obramba
- rekreacija, kultura in religija
- stanovanja in komunala
- varstvo okolja



Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO), Eurostat (COFOG) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a): podatki za leto 2025 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije, jesen 2025. Slika b): podatki so za leto 2023. Številke, prikazane v belih krogih, kažejo skupni delež.

Viri

Bijsterbosch, M., Falagiarda, M. in Žídek, L. (2025), »[From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe](#)«, *Blog ECB*, ECB, 28. november.

Dorrucci, E., Fidora, M., Gartner, C. in Zumer, T. (2020), »[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB.

Dreher, F. in Hernborg, N. (2025), »[Love at second sight: support for the euro before and after adoption](#)«, *Blog ECB*, ECB, 4. november.

Evropska centralna banka (ECB) (2025), [Konvergenčno poročilo](#), ECB, junij.

Evropska komisija (2025), »[Konvergenčno poročilo o Bolgariji](#)«, *European Economy Institutional Papers*, No 320, Evropska komisija, 4. junij.

Falagiarda, M. (2024), »[Inflation in the eastern euro area: reasons and risks](#)«, *Blog ECB*, ECB, 10. januar.

Falagiarda, M. in Gartner, C. (2022), »[Croatia adopts the euro](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB.

Falagiarda, M., Gartner, C., Mužić, I. in Pufnik, A. (2023), »[Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#)«, *Blog ECB*, ECB, 7. marec.

Od besedila k problemu: razumevanje omejitev pri kazalnikih negotovosti trgovinske politike, izpeljanih iz besedil

Pripravil Maximilian Schröder

Negotovost glede trgovinske politike se je zaradi višjih carin in carinskih groženj precej povečala, kar dodatno otežuje analizo svetovnih gospodarskih obetov. Spremembe carinske in trgovinske politike, nepredvidljiva komunikacija in nadomeščanje na pravilih temelječega multilateralizma z bilateralnimi pritiski so povečali negotovost za podjetja in vlagatelje. To vpliva na njihove odločitve o nabavi, proizvodnji in naložbah ter lahko zavira dinamiko trgovinske menjave in naložb ter zmanjšuje splošno makroekonomsko uspešnost. Poleg tega lahko negotovost vpliva na pričakovanja in zavira gospodarsko aktivnost, in sicer tudi če ni konkretnih sprememb politik. Zato je spremljanje negotovosti postalo ključnega pomena za ocenjevanje gospodarskih obetov. Negotovost glede trgovinskih politik je pomemben del tehničnih predpostavk, na katerih v zadnjem času temeljijo makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema in ECB za euroobmočje.¹

Vendar pa negotovosti glede trgovinske politike ni mogoče neposredno opazovati in jo je težko modelirati. Da bi jo nekako zajeli, kazalniki, kot je indeks negotovosti glede trgovinske politike (*trade policy uncertainty*, TPU), opredeljen v Caldara et al. (2020), štejejo medijske članke, v katerih se blizu skupaj pojavljajo besede, povezane s trgovino in negotovostjo. Ta indeks, prikazan v grafu A za obdobje 1990–2025, je med leti 1990 in 2016 ostal umirjen, nato pa se je zvišal med prvo predvolilno kampanjo in predsedovanjem Donalda Trumpa ter v času prvega trgovinskega konflikta med ZDA in Kitajsko v letih 2018–2020. Aprila 2025 je dosegel rekordno visoko raven, ko je Trumpova druga vlada uvedla 10-odstotne osnovne carine za večino uvoza in dodatne carine za posamezne države, ki so znašale tudi do 50%. Čeprav se je indeks TPU od takrat znižal, je glede na pretekle ravni še vedno povišan.

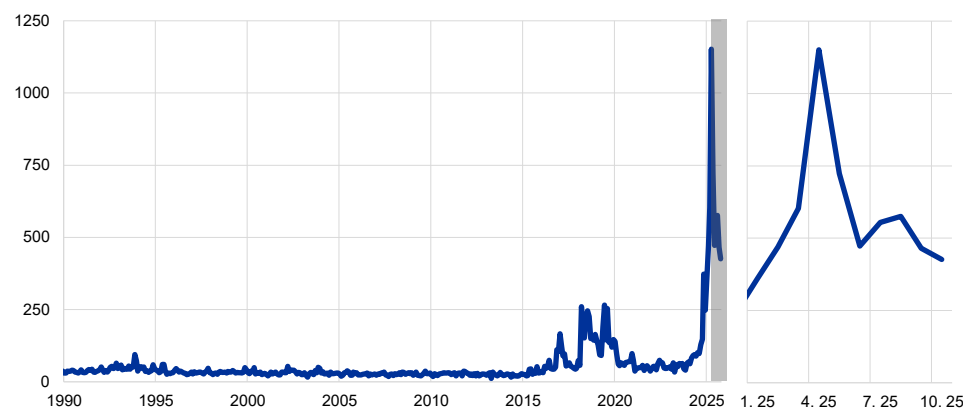
Kar zadeva velikost makroekonomskih učinkov, ki jih povzroča negotovost glede trgovinske politike, standardni linearni modeli v zadnjih nekaj četrletjih pogosto kažejo neverjetno velike učinke. Eden od možnih razlogov je v tem, da ti modeli ekstrapolirajo iz preteklih razmerij, ki morda ne držijo več. Drugi možen razlog je v sami sestavi indeksa TPU: veliko zvišanje indeksa v letošnjem aprilu namreč pomeni, da je moral zelo velik delež (okrog 10%) vseh medijskih člankov v osnovnem korpusu besedil vsebovati ključne besede, povezane z negotovostjo glede trgovinske politike. To bi lahko pomenilo, da se je indeks lahko nesorazmerno zvišal bodisi zato, ker so mediji tej temi posvečali veliko več pozornosti, ali pa zato, ker so bile ključne besede v zvezi z negotovostjo uporabljene v člankih o drugih temah.

¹ Glej Okvir 2 v »makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, junij 2025« in okvir 1 v »makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, september 2025«.

Graf A

Indeks negotovosti glede trgovinske politike

(v odstotkih medijskih člankov, ki vsebujejo ključne besede TPU, pomnoženo s 100)



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

Opomba: Graf prikazuje neobdelani indeks TPU, kot ga poročajo Caldara et al. (2020).

Okužba kazalnikov TPU, ki temeljijo na besedilih, je verjetno povezana z medijskim pokrivanjem trgovinske politike, ki sovpada s širšim gospodarskim ali političnim poročanjem.

Ena težava je v tem, da ukrepe politik spremlja večja negotovost ne le na področju trgovinske menjave, ampak tudi na drugih področjih. Zato se izmerjena negotovost glede trgovinske politike lahko prekriva z drugimi oblikami negotovosti. Kot primer, v članku, ki ga je junija objavil Reuters (Saphir, 2025), je omenjena trgovinska politika, vendar predvsem v kontekstu geopolitičnih tveganj: »za ameriško gospodarstvo se že sicer pričakuje upočasnitev zaradi Trumpovih visokih uvoznih carin, zdaj pa bi se kupna moč gospodinjstev lahko še dodatno zmanjšala, ker bo napad na Iran dvignil cene nafte ...«. Takšna poročila izpostavljajo še en mejni primer, namreč članke, ki obravnavajo gospodarsko negotovost zaradi carin in ne negotovost glede trgovinske politike same, kot npr. v istem članku »in čeprav se pričakuje, da je bila inflacija prejšnji mesec blizu Fedovega 2-odstotnega cilja, številni predstavniki Feda pričakujejo, da se bodo carine prelele v višje cene ...«. Zato medijska poročila lahko neupravičeno povečajo število prešteti ključnih besed v zvezi z negotovostjo glede trgovinske politike, kadar se indeks interpretira v strogo ekonomskem smislu. Zaradi tega v tem okviru svarimo pred mehničnim razumevanjem vrednosti kazalnika TPU kot izraza čistih šokov negotovosti in predlagamo alternativno merilo, ki bi se lahko uporabljalo v standardnih makroekonomskih modelih.

Standardni kazalnik TPU je mogoče izpopolniti z odpravo kontaminacijskih vplivov.

Ti vplivi postanejo problematični, ko se v ekonometrični analizi skuša ločiti posamezne kanale negotovosti enega od drugega, na primer v analizi scenarijev, in lahko privedejo do dvojnega štetja, če se vrednosti iz neobdelanega merila TPU obravnavajo kot primitivni šok negotovosti glede trgovinske politike. V tem okviru zato predlagamo alternativno merilo TPU, ki uporablja neobdelani indeks, očiščen primerov dvojnega omenjanja ključnih besed, kot so tisti iz prejšnjega odstavka. Namesto da bi indeks zgradili povsem od začetka, se neprilagojena serija očisti posredno z regresijo na niz nadomestnih kazalnikov, na konstanto in na slamnato spremenljivko za pandemijo COVID-19. S tem se odpravi variabilnost, ki jo je

mogoče pojasniti s historičnim sogibanjem ključnih besed, povezanih z negotovostjo, hkrati pa se ohranijo spremembe, ki ta gibanja presegajo. Niz nadomestnih kazalnikov kontrolira za primere, pri katerih poročila o splošni negotovosti neupravičeno povečujejo število prešteti TPU, in vključuje naslednje dejavnike: kazalnike kategorične ekonomske negotovosti iz Baker et al. (2016) brez trgovinske politike, indeks geopolitičnih tveganj v Caldara in Iacoviello (2022); CBOE indeks volatilitnosti (VIX) in volatilitnost cen nafte. Drugi niz zajema primere, ko finančni pretresi in napetosti v dobavnih verigah obvladujejo medijsko poročanje o tveganjih v zvezi s trgovinsko menjavo: ameriški indeks finančnih pogojev (NFCI) in indeks pritiskov v svetovnih dobavnih verigah (GSCPI). Kot zadnje, efektivna carinska stopnja, opredeljena kot carinski prihodki v razmerju do uvoza, kontrolira za primere, ko medijsko pokrivanje obravnava realizirane spremembe trgovinske politike in ne negotovost glede prihodnjih ukrepov.²

Očiščeni kazalnik za vse leto 2025 kaže precej manjše skoke negotovosti. V grafu B, slika a) je skupaj z neobdelanim kazalnikom predstavljen tudi očiščeni kazalnik TPU.³ Čeprav ohranja osnovne značilnosti izvirnega kazalnika, so skoki v letu 2025 le 20% tako visoki in manj presegajo ravni, dosežene med prvim trgovinskim konfliktom med ZDA in Kitajsko.⁴ Nedavna gibanja so na splošno primerljiva s tistimi, ki jih opazujemo pri merilih negotovosti glede ekonomskih politik (EPU), npr. v ameriškem kazalniku EPU, temelječem na novicah, trikomponentnem ameriškem kazalniku EPU in svetovnem kazalniku EPU, ki so prikazani v grafu B, slika b). Sovpadanje skokov pri različnih merilih negotovosti deloma pojasnjuje nesorazmerni skok neobdelanega kazalnika TPU, če ni kontroliran. Po drugi strani očiščeni kazalnik TPU še vedno zabeleži skok med prvim trgovinskim konfliktom med ZDA in Kitajsko ter je dobro usklajen z neobdelanim kazalnikom TPU. Vse skupaj to potrjuje stališče, da se neprilagojeni kazalnik TPU v sedanjem okolju velike negotovosti morda razlaga napačno, razen če se sprejme ozka razlaga šokov negotovosti v zvezi s trgovinsko politiko.

² Efektivna carinska stopnja je prilagojena za osamelce.

³ Očiščeni indeks je centriran na svoje dolgoročno zgodovinsko povprečje. Negativne vrednosti zato nakazujejo ravni očiščenega kazalnika TPU nad tem povprečjem, pozitivne vrednosti pa nadpovprečne ravni negotovosti.

⁴ Prilagojeni kazalnik je rahlo bolj volatilen in lahko vnaša dodaten šum v analizo.

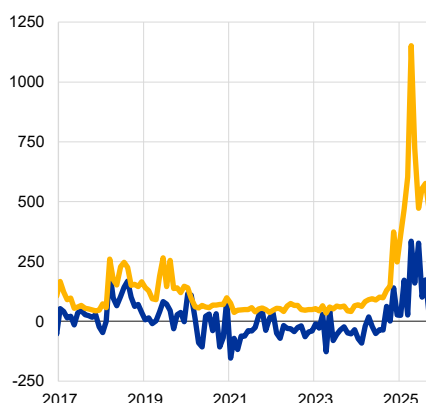
Graf B

Indeks TPU in druga merila negotovosti

a) TPU in očiščeni TPU

(indeksi razpršitve)

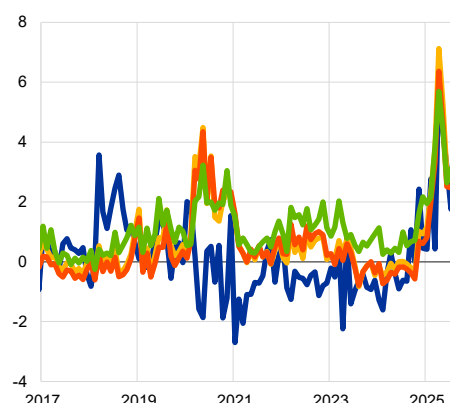
— očiščeni TPU
— TPU



b) Očiščeni TPU in merila negotovosti glede ekonomskih politik

(indeksi razpršitve, standardizirani)

— TPU (očiščeni kazalnik)
— EPU (kazalnik na podlagi novic)
— EPU (trikomponentni kazalnik)
— svetovni kazalnik EPU



Viri: Slika a): Caldara et al. (2022) in izračuni strokovnjakov ECB; slika b): Baker et al. (2016), Davis (2016) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki: september 2025

Prilagojeni indeks TPU omogoča oblikovanje hipotetičnih scenarijev, ki dajejo verjetnejše ocene makroekonomskih učinkov.

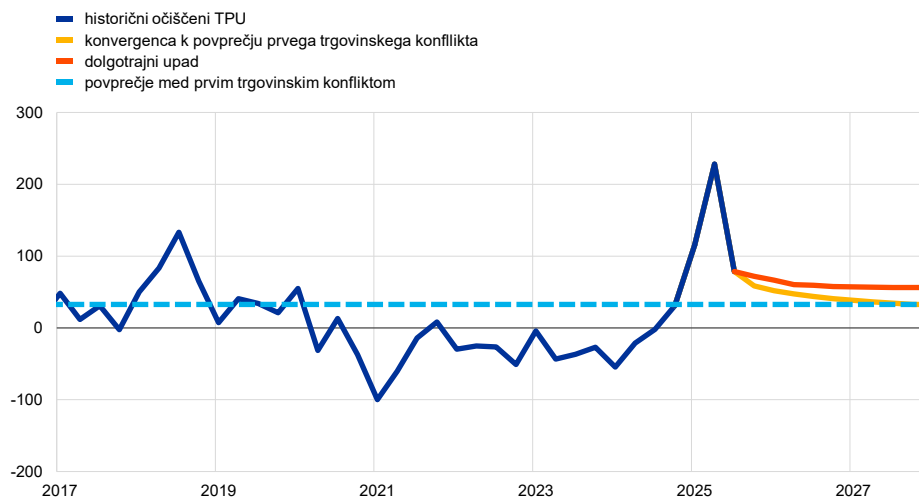
Na podlagi prilagojenega indeksa je mogoče opredeliti alternativna gibanja stopnje negotovosti v zvezi s trgovinsko politiko in ta gibanja posodobiti, ko postanejo na voljo novi podatki, kar zagotavlja prožen vir informacij za pogoje napovedi in projekcije. Graf C, slika a) prikazuje dva scenarija: enega, pri katerem se TPU zmanjša s sedanjih ravni na povprečno raven, ki je bila zabeležena med prvim trgovinskim konfliktom, in drugega, v katerem je predpostavljen bolj postopen upad. Graf C, slika b) prikazuje ustrezne učinke na BDP ZDA in na svetovni BDP (brez ZDA), upoštevajoč šoke, ki izhajajo iz negotovosti glede trgovinske politike od začetka leta. Ob teh predpostavkah bi se BDP v ZDA in tujini do konca leta 2027 zmanjšal za približno 0,1 odstotne točke, če bi se negotovost vrnila na raven prvega trgovinskega spora, vendar pa za približno 0,2 odstotne točke, če bi negotovost ostala povišana dalj časa.

Graf C

Vpliv negotovosti glede trgovinske politike na gospodarsko rast

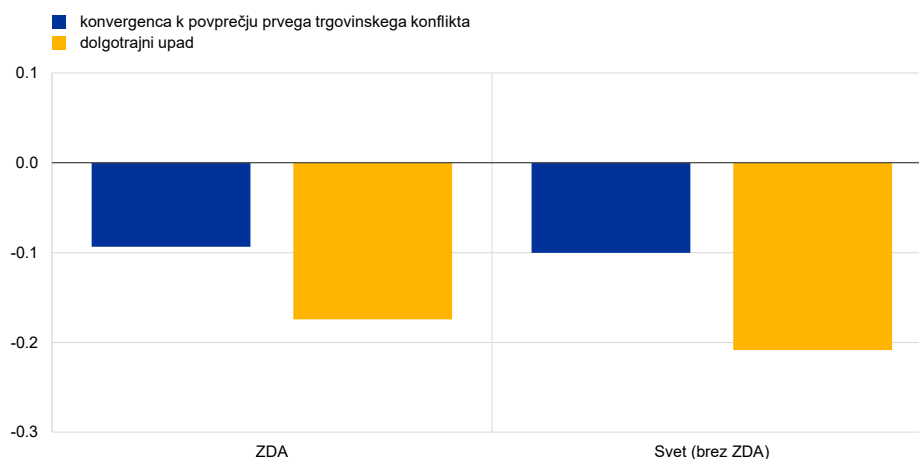
a) Gibanje negotovosti glede trgovinske politike

(indeks, 3-mesečna drseča sredina)



b) Kumulativni vpliv negotovosti na rast BDP, 2025–2027

(v odstotnih točkah)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a): zadnji podatki: julij 2025, zatem ekstrapolacije. Slika b): Vplivi so izračunani iz napovedi na podlagi Bayesovih vektorskih avtoregresijskih modelov, pogojenih s predpostavljenim gibanjem očiščenega indeksa TPU. Modeli vključujejo, za eno regijo naenkrat, očiščeni indeks TPU, logaritme BDP, naložb in inflacije po CPI ter slamnato spremenljivko za pandemijo COVID-19. Šok TPU je ugotovljen s Choleskyjevo identifikacijo.

Če povzamemo, prilagoditev meril TPU lahko izboljša njihove kazalniške lastnosti in olajša njihovo razlago. V tem okvirju argumentiramo, da merila negotovosti, ki temeljijo na besedilih, lahko zajamejo širši koncept negotovosti kot

zgolj negotovost glede uradnih objav o trgovinskih politikah in izvajanja teh politik. Ko se odpravijo moteči vplivi in učinki medijskih ciklov, kažejo prilagojena merila negotovosti glede trgovinske politike manj izrazite makroekonomske učinke, kot se običajno navajajo v literaturi. Poleg tega, če se sprejme bolj restriktivna opredelitev negotovosti glede trgovinske politike, je mogoče te alternativne kazalnike takoj uporabiti za oblikovanje scenarijev za pogoje napovedi in projekcije. V tem kontekstu je bil prilagojeni indeks TPU uporabljen kot izhodišče za analizo vpliva

negotovosti glede trgovinske politike v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema/ECB za euroobmočje, in sicer tako za osnovne projekcije kot tudi za analizo scenarijev.

Viri

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

Caldara, D. in Iacoviello, M. (2022), »Measuring Geopolitical Risk«, *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, april, str. 1194–1225.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. in Raffo, A. (2020), »The economic effects of trade policy uncertainty«, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 109, januar, str. 38–59.

Davis, S.J. (2016), »An Index of Global Economic Policy Uncertainty«, *NBER Working Papers*, No 22740, National Bureau of Economic Research, oktober.

Saphir, A. (2025), »US attack on Iran adds to economic uncertainty«, Reuters, 23. junij3.

Spremljanje trgovinske menjave v realnem času: dopolnitev orodij za kratkoročno napovedovanje s satelitskimi podatki

Pripravila Rinalds Gerinovics in Baptiste Meunier

Nedavni šoki so pokazali, kako pomembno in hkrati težko je dobiti aktualne podatke o mednarodni trgovinski menjavi. Velike posledice ozkih grl v dobavnih verigah po pandemiji COVID-19 (2021–2022), motenj v Panamskem prekopu (2023) in Rdečem morju (2024–2025) ter nedavnih carinskih pretresov so pokazale, da je treba trgovinsko menjavo spremljati s karseda svežimi podatki. V tem okvirju opisujemo, kako lahko vključitev realnočasnih kazalnikov, izpeljanih iz satelitskih podatkov o gibanju plovil, v sicer standardni sledilnik poda vpogled v aktualno dinamiko svetovne trgovinske menjave. Izboljšani sledilnik trenutno kaže, da je dinamika trgovinske menjave sicer oslABLJena, vendar se izboljšuje.

Strokovnjaki ECB so sledilnik svetovne trgovinske menjave prvič razvili leta 2020, da bi spremljali rast svetovnega uvoza (brez euroobmočja) z uporabo finančnih kazalnikov, povezanih s trgovinsko menjavo, vendar pa ta sledilnik ni bil posebej točen.¹ Prva različica je temeljila predvsem na podatkih finančnih trgov, kot so cene delnic svetovnih logističnih družb. Sledeč metodologiji Lewis et al. (2022) je bila za ugotavljanje osnovnega trenda uporabljena analiza glavnih komponent v naboru vhodnih podatkov, ki združuje visokofrekvenčne (dnevne in tedenske) podatke z mesečnimi kazalniki.² Kljub hitrosti v primerjavi s podatki iz nacionalnih računov, ki so objavljeni šele 30 do 45 dni po koncu referenčnega četrletja, ta različica sledilnika ni bila posebej točna za podatke zunaj vzorca.

Novi kazalniki na podlagi gibanja plovil, ki se sledijo s sateliti, dajejo informacije o trgovini po državah in vrstah blaga v realnem času. Avtomatski identifikacijski sistem (AIS) je sistem sledenja, po katerem ladje satelitom posredujejo osnovne informacije, kot so identiteta, položaj, hitrost, smer in navigacijski status (npr. plovba z motorjem, na sidru). Podatki AIS, ki so bili prvotno razviti za preprečevanje trčenj, so se začeli obsežno uporabljati v ekonomiji, saj so to dnevni podatki, ki se objavljajo s samo enodnevno zamudo. Za namene sledenja trgovinske menjave se uporabljajo štirje indeksi: (1) agregatna trgovinska menjava (uvoz in izvoz) za vsako državo, izračunana s štetjem obsega blaga, ki prispe v pristanišča države; (2) pomorski promet v glavnih ozkih grlih po isti metodi; (3) trgovinski tokovi za ključne surovine – nafta, utekočinjen zemeljski plin (LNG), železo, premog in boksit – pridobljeni s sledenjem tankerjev in ladij za razsutí tovor; (4) izvoz avtomobilov, pridobljen s sledenjem ro-ro ladij (plovil za prevoz vozil).

Na satelitskih podatkih temelječi kazalniki dobro odražajo ključne dogodke v svetovni trgovini. Na primer, skokovito povečanje blagovne menjave po pandemiji

¹ Delle Chiaie in Perez-Quirós (2020).

² Mesečne časovne vrste pomagajo zgladiti volatilnost, ki je inherentna visokofrekvenčnim podatkom. Empirični testi kažejo, da mesečni podatki izboljšujejo korelacijo znotraj vzorca in natančnost napovedi zunaj vzorca.

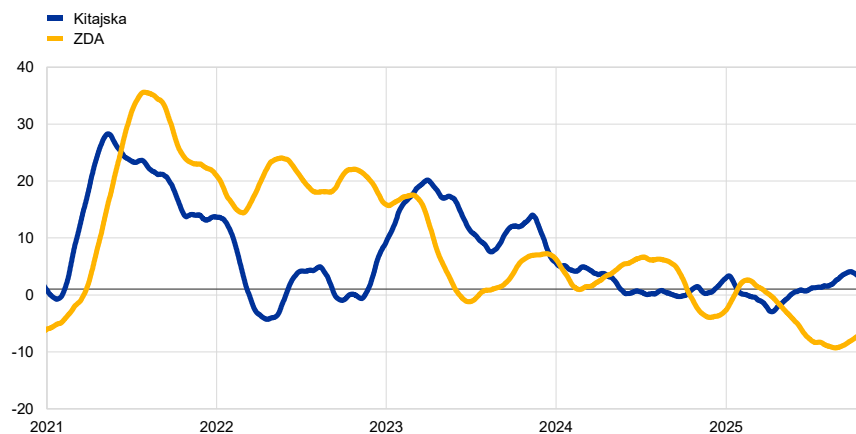
se je odrazilo v velikem povečanju pomorskega prometa (graf A, slika a). V drugem četrtletju 2025 so isti podatki kazali izrazito upočasnitev trgovinske menjave v ZDA zaradi zviševanja trgovinskih ovir ter hkrati odpornost kitajske trgovinske menjave. Podobno so bila vseprisotna ozka grla v dobavnih verigah po pandemiji vidna v nadpovprečno velikih zastojih v večjih ameriških pristaniščih (graf A, slika b). Še en primer so bili napadi hutijevskih upornikov na ladje v Rdečem morju leta 2024, zaradi katerih so ladjarske družbe preusmerjale svoja plovila prek Rta dobrega upanja (graf A, slika c).

Graf A

Kazalniki trgovinske menjave na podlagi satelitskih podatkov

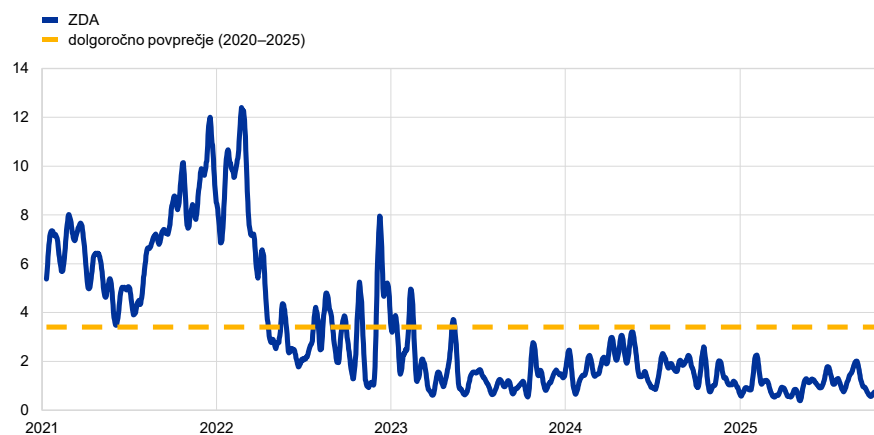
a) Pomorska trgovina

(medletne spremembe v odstotkih, 3-mesečna drseča sredina)



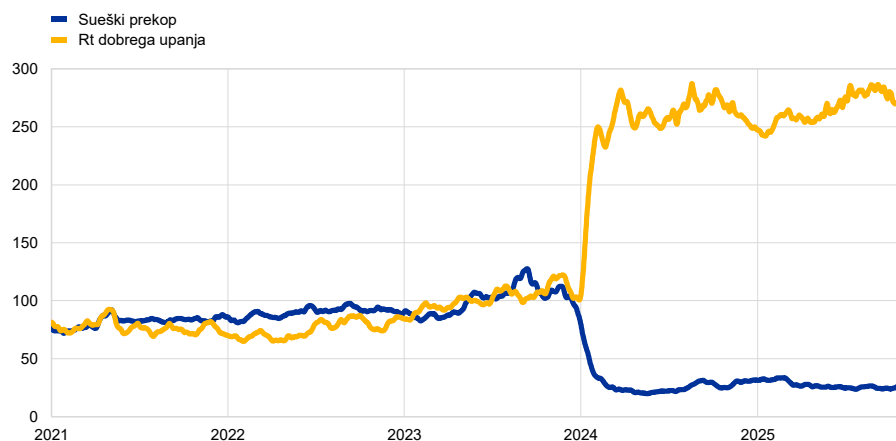
b) Zastoji v večjih pristaniščih

(število dni na sidrnem območju)



c) Pomorski promet v glavnih ozkih grlih

(30-dnevna drseča sredina, indeks: januar–oktober 2023 = 100)



Viri: QuantCube in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki b) indeks temelji na kontejnerskih ladjah v pristaniščih Los Angeles in Long Beach. Zadnji podatki se nanašajo na 30. oktober 2025.

Satelitski kazalniki so močnejše korelirani s svetovno trgovinsko menjavo kot finančni kazalniki, zaradi česar so primerni kot dopolnilo sledilnika trgovinske menjave. Statistični testi ((Efron et al., 2004; Fan in Lv, 2008), s katerimi se ocenjuje napovedovalna moč različnih dnevnih in tedenskih kazalnikov glede na svetovni uvoz, kažejo, da je serija na podlagi satelitskih podatkov točnejša od kazalnikov na podlagi tržnih podatkov (npr. delniški tečaji, cene ladijskega prevoza, cene surovin) in kazalnikov iz alternativnih virov podatkov (npr. Google Trends, podatki o letih). Na primer, nekateri kazalniki na podlagi satelitskih podatkov (npr. izvoz avtomobilov iz EU) imajo v obdobju 2016–2024 Pearsonov koeficient korelacije s svetovnim uvozom nad 0,7, medtem ko imajo finančni kazalniki povprečno korelacijo 0,4.

Izboljšani sledilnik svetovne trgovinske menjave vključuje satelitske podatke z največjo napovedno močjo.³ Izbor je v skladu z literaturo, ki kaže, da so faktorski modeli bistveno bolj točni, če je izbranih manj, a bolj informativnih napovedovalcev (Bai in Ng, 2008). Izboljšani sledilnik vključuje 47 serij, od katerih je 25 tedenskih (štirje tečaji delnic ladijskih družb in 21 kazalnikov na podlagi satelitskih podatkov), 22 pa mesečnih (npr. indeks vodij nabave za nova izvozna naročila in carinski podatki). Med kazalniki za posamezne države – za 12 držav, ki predstavljajo 64% svetovne trgovinske menjave – izbor od podatkov odvisnih spremenljivk odraža osrednjo vlogo Kitajske, zato je več izbranih kazalnikov povezanih s kitajsko trgovinsko menjavo (izvoz avtomobilov, skupna trgovina ter uvoz utekočinjenega zemeljskega plina, železa in olja).

Satelitski podatki bistveno izboljšajo delovanje slednika, tako z vidika točnosti napovedi smeri (izboljšanje s 50% na 80%) kot tudi z vidika točnosti točkovnih napovedi (zmanjšanje napake zunaj vzorca za polovico). Točnost prejšnjega sledilnika pri napovedovanju smeri zunaj vzorca je bila pod 50%, kar pomeni, da je pravilno predvidel smer rasti svetovne trgovinske menjave v manj kot polovici primerov. Nasprotno je izboljšani sledilnik pravilno predvidel smer v približno 80% primerov v obdobju 2021–2024 (graf B, slika a).⁴ Podobni so bili rezultati pri točnosti točkovnih napovedi, kjer se je koren povprečne kvadratne napake napovedi (RMSE) zunaj vzorca zmanjšal za približno 50% (graf B, slika b).

³ Za konsistentnost pretvorb, začetnih točk in zaporedja analize glavnih komponent so bile opravljene metodološke izboljšave. Nabor regresorjev oz. neodvisnih spremenljivk je bil razširjen z visokofrekvenčnimi prilagoditvami po Wegmüller in Glocker (2023). Tehnične spremembe so imele omejen vpliv na točnost napovedovanja zunaj vzorca.

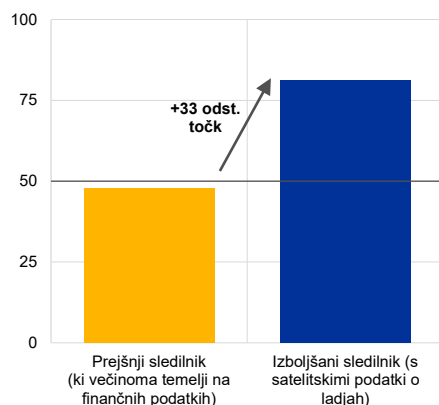
⁴ Napovedi so v psevdo realnem času, kar pomeni, da upoštevajo zamude pri objavi, ne pa revizije.

Graf B

Točnost napovedi zunaj vzorca

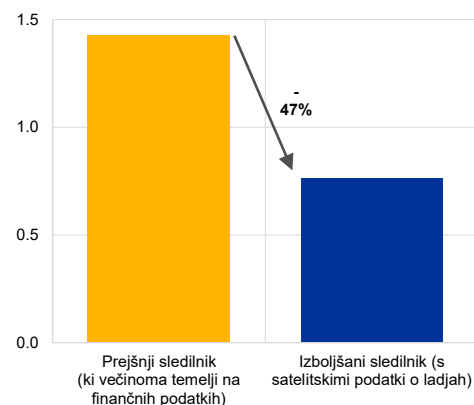
a) Točnost smeri

(v odstotkih)



b) RMSE

(četrtnete spremembe v odstotkih)



Viri: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Točnost v obdobju 2021–2024. Na sliki a) je točnost smeri odstotek obdobj, v katerih je smer spremembe dejanske svetovne rasti uvoza (pozitivna ali negativna) sovpadala s smerjo, ki jo je predvidel sledilnik.

Izboljšani sledilnik je bil od prejšnjega sledilnika bistveno boljši predvsem v obdobjih, v katerih so spremenljivke finančnih trgov odstopale od dinamike svetovne trgovinske menjave. Svetovna trgovinska menjava je na splošno dobro korelirana z gibanji na finančnih trgih (Barhoumi in Ferrara, 2015), vendar lahko to razmerje ustvarja napačne signale, ko finančni trgi močno odstopajo od dinamike trgovinske menjave. To se je zgodilo leta 2022, ko so delniški trgi upadli zaradi hitrega naraščanja inflacije in geopolitičnih šokov, medtem ko je bila svetovna trgovinska menjava odporna zaradi postopnega sproščanja ozkih grl v dobavnih verigah (graf C, slika a). Podobna je bila situacija v prvem četrtletju 2025, ko so finančni trgi upadli zaradi negotovosti glede ekonomskih politik, medtem ko je svetovna trgovinska menjava narasla zaradi hitenja z uvozom pred uvedbo carin (graf C, slika b). V obeh primerih je prejšnji sledilnik napovedal bistveno počasnejšo rast svetovne trgovinske menjave od dejanske, medtem ko je bil izboljšani sledilnik bolj točen.

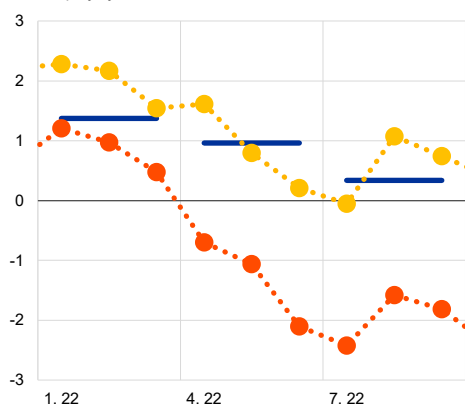
Graf C

Napovedi zunaj vzorca

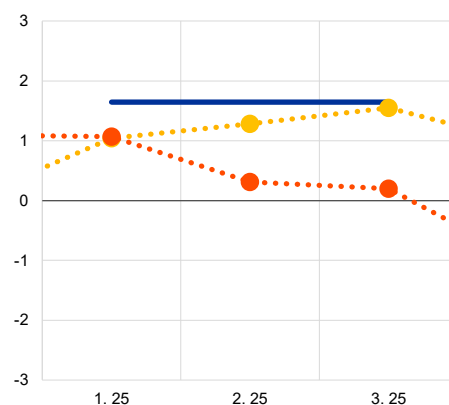
(3-mesečne spremembe glede na prejšnje 3 mesece v odstotkih)

a) Ozka grla v ponudbi

— rast svetovnega uvoza (brez euroobmočja)
● izboljšani sledilnik
● prejšnji sledilnik



b) Prvo četrtnje 2025



Viri: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube in izračuni strokovnjakov ECB.

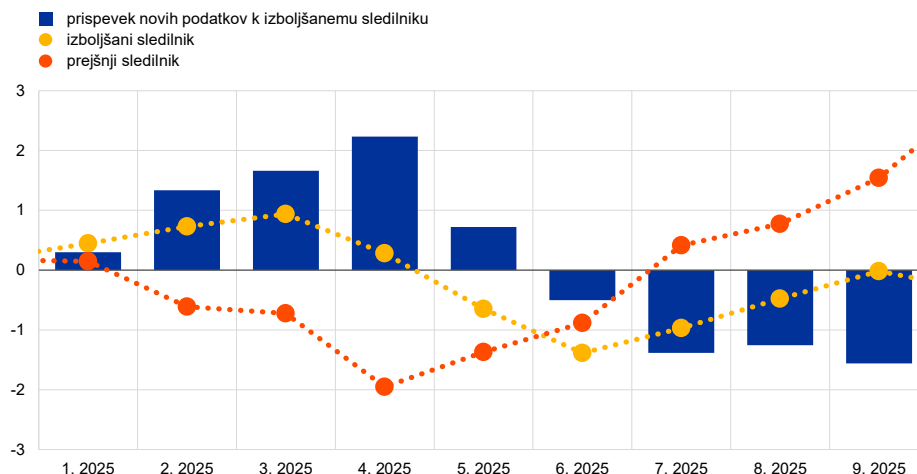
Izboljšani sledilnik trenutno kaže, da svetovna trgovinska menjava ostaja oslajljena, čeprav se izboljšuje (graf D).

Izboljšani sledilnik kaže, da je svetovna trgovinska menjava v drugem četrtnju 2025 dosegla dno, kar je skladno s strmim padcem uvoza v ZDA (–8% glede na četrtnje prej), v tretjem četrtnju pa se je izboljšala. Ta odboj je skladen z nedavnimi objavami nacionalnih računov iz Kitajske in Južne Koreje, ki kažejo močno izvozno dinamiko – ki jo je v primeru Južne Koreje spodbudilo povečanje dobav, povezanih z umetno inteligenco, kar je deloma izravnalo zaviralni vpliv carin. Medtem ko izboljšani sledilnik nakazuje podpovprečno rast trgovinske menjave, bi prejšnji kazalnik dajal bistveno bolj optimistično sliko, ki bi temeljila na močnih finančnih trgih. V izboljšanem sledilniku novi satelitski podatki umirjajo takšne signale.

Graf D

Sledilnik svetovne trgovinske menjave

(3-mesečne spremembe glede na prejšnje 3 mesece v odstotkih, odklon od povprečja 2016–2024)



Viri: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf kaže 0,8-odstotno odstopanje od povprečne rasti v obdobju 2016–2024. »Prispevek novih podatkov k izboljššanemu sledilniku« je izračunan kot razlika med prejšnjim sledilnikom in izboljšanim sledilnikom.

Sledilnik svetovne trgovinske menjave dopolnjuje druga napovedovalna orodja in tako izboljšuje ugotavljanje kratkoročnih obetov od zgoraj navzdol.

Sledilnik dopolnjuje dinamične faktorske modele in trgovinske enačbe, ki temeljijo na korekciji napak, s čimer predstavlja izhodiščno točko za analizo trgovinske menjave. Omogoča hitro ugotavljanje stanja z uporabo visokofrekvenčnih podatkov, zato se na hitre spremembe v dinamiki trgovinske menjave lahko odziva bolje kot modeli, ki temeljijo na mesečnih ali četrtnih podatkih. Kljub temu sledilnik zgolj dopolnjuje druga orodja in jih ne nadomešča, saj so visokofrekvenčni podatki, v katerih je neogibno veliko šuma, v normalnih časih lahko sekundarnega pomena.

Viri

Bai, J. in Ng, S. (2008), »Forecasting economic time series using targeted predictors«, *Journal of Econometrics*, Vol. 146, št. 2, oktober, str. 304–317.

Barhoumi, K. in Ferrara, L. (2015), »[A World Trade Leading Index \(WTLI\)](#)«, *IMF Working Papers*, št. 2015/020, Mednarodni denarni sklad, januar.

Delle Chiaie, S. in Perez-Quirós, G. (2020), »Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?«, neobjavljen rokopis.

Efron, B., Hastie, T., Johnstone, I. in Tibshirani, R. (2004), »[Least angle regression](#)«, *The Annals of Statistics*, Vol. 32, št. 2, april, str. 407–499.

Fan, J., in Lv, J. (2008), »[Sure independence screening for ultrahigh dimensional feature space](#)«, *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, Vol. 70, št. 5, oktober, str. 849–911.

Lewis, D., Mertens, K., Stock, J. in Trivedi, M. (2022), »Measuring real activity using a weekly economic index«, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, št. 4, november, str. 667–687.

Wegmüller, P. in Glocker, C. (2023), »US weekly economic index: Replication and extension«, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 38, št. 6, september/oktober, str. 977-985.

Stopnja varčevanja gospodinjstev: najnovejša dinamika in temeljni dejavniki

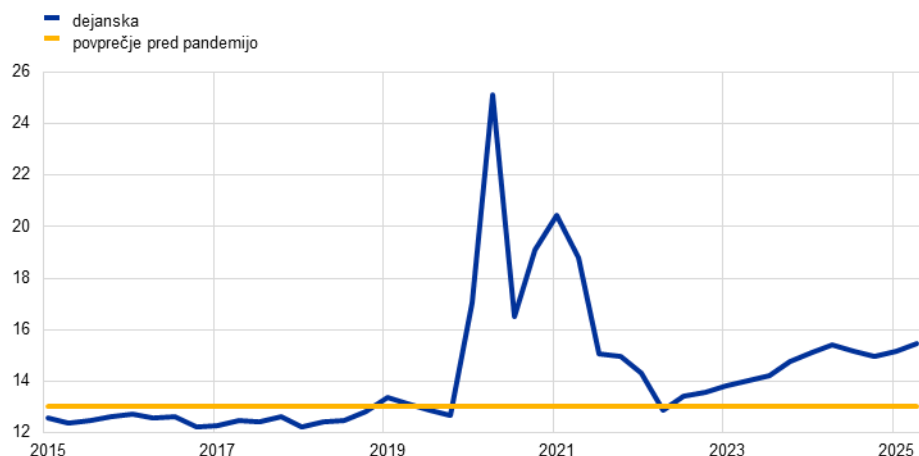
Pripravili Maria Dimou, Marco Flaccadoro in Johannes Gareis

Stopnja varčevanja gospodinjstev se je po znižanju z najvišje dosežene ravni med pandemijo od sredine leta 2022 do sredine leta 2024 ponovno zvišala, od takrat pa ostaja približno stabilna na visoki ravni (graf A). Desezonirana stopnja varčevanja gospodinjstev, kot se beleži v Eurostatovih četrtletnih sektorskih računih, je med letoma 1999 in 2019 v povprečju znašala 13%. Po skokovitem zvišanju med pandemijo se je v drugem četrtletju 2022 vrnila na raven blizu zgodovinskega povprečja, nato pa se je znova začela zviševati in do sredine leta 2024 dosegla 15,4%. Od takrat ostaja približno stabilna na visoki ravni. V tem okvirju predstavljamo najnovejše podatke o gibanju stopnje varčevanja gospodinjstev in najnovejših dejavnikih, ki jo spodbujajo.¹

Graf A

Stopnja varčevanja gospodinjstev

(odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



Viri: Eurostat, ECB, ECB in Eurostat (četrtletni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opombe: Desezonirani podatki. Povprečje pred pandemijo je izračunano od prvega četrtletja 1999 do zadnjega četrtletja 2019. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2025.

Od sredine leta 2024 sta stopnji rasti realnega razpoložljivega dohodka in potrošnje gospodinjstev približno podobni, tako da se je stopnja varčevanja stabilizirala na višji ravni kot pred pandemijo. Iz statistične razčlenitve je

razvidno, da je pred pandemijo na stopnjo varčevanja spodbudno vplivalo povečevanje realnega dohodka, zlasti dohodka od dela, medtem ko je imela večja realna potrošnja izravnalni učinek (graf B). V primerjavi z obdobjem pred pandemijo se je rast dohodka od sredine leta 2022 do sredine leta 2024 izrazito pospešila, k čemur sta prispevala predvsem močnejši prispevek pasivnega dohodka – vključno z dohodkom iz samozaposlitve, neto obrestnimi prihodki, dividendami in rentami – in

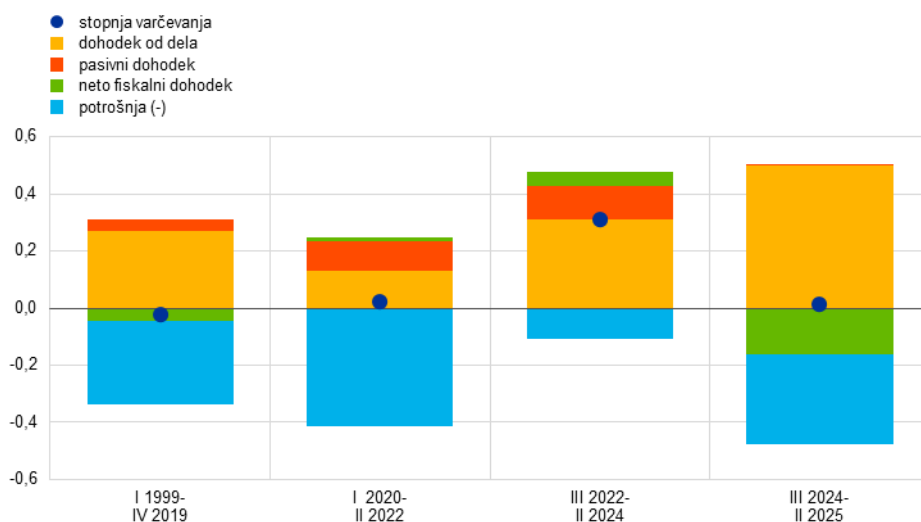
¹ Dejavniki, ki so vplivali na zvišanje stopnje varčevanja gospodinjstev v euroobmočju od sredine leta 2022 do sredine leta 2024, so obravnavani v Bobasu et al. (2024).

neto fiskalni dohodek, povezan s fiskalnimi ukrepi, ki so bili uvedeni kot odziv na šok zaradi cen energije, vključno z neciljno podporo. Ti dejavniki so verjetno prispevali k zvišanju stopnje varčevanja, saj imajo pasivni dohodek v nesorazmerni meri gospodinjstva z večjimi dohodki, ki so bolj nagnjena k varčevanju.² Od sredine leta 2024 je stopnja varčevanja ob normalizaciji dinamike realnega dohodka in potrošnje ostala večinoma stabilna, pri čemer je močnejša rast dohodka od dela – ki je posledica dohitevanja realnih plač in ohranjanja zaposlenosti – odtehtala zmanjševanje pasivnega dohodka in postopno umikanje javnofinančne podpore.

Graf B

Prispevek rasti dohodka in potrošnje k spremembam stopnje varčevanja gospodinjstev

(četrtnetne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah; povprečja)



Viri: Eurostat, ECB, ECB in Eurostat (četrtnetni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opombe: Četrtnetna sprememba stopnje varčevanja je približno enaka razliki med četrtnetno rastjo realnega razpoložljivega dohodka in četrtnetno rastjo realne potrošnje. Dohodek je razčlenjen na dohodek od dela (sredstva za zaposlene), pasivni dohodek (dohodek iz samozaposlitve, neto obrestni prihodki, dividende in rente) in neto fiskalni dohodek (transferji ter davki na dohodek in premoženje). Komponente dohodka in potrošnja so izražene realno z uporabo deflatorja zasebne potrošnje iz nacionalnih računov.

Empirične ocene kažejo, da je stopnja varčevanja v zadnjem letu ostala visoka, saj negativni prispevek zniževanja obrestnih mer in izboljševanja realnega neto premoženja ni v celoti izravnal prispevka močne rasti realnega dohodka od dela. Iz empiričnega modela realne potrošnje gospodinjstev je razvidno, da je pred pandemijo višji realni dohodek, zlasti dohodek od dela, prispeval k zvišanju stopnje varčevanja, saj potrošnja ni natančno sledila dohodku, medtem ko je povečevanje realnega neto premoženja povzročilo znižanje, saj se je zaradi tega zmanjšala varčevalna motivacija gospodinjstev ter spodbudila večja potrošnja (graf C). Zvišanje stopnje varčevanja med sredino leta 2022 in sredino leta 2024 je bilo posledica hitrega povečevanja dohodka od dela, izrazito pozitivno pa je prispevala tudi rast drugega dohodka (tj. vsote pasivnega dohodka in fiskalnega dohodka), ki je bila močnejša od običajne.³ Dodatno je k stopnji varčevanja pozitivno

² Pregled ukrepov javnofinančne politike, izvedenih v euroobmočju v obdobju visoke inflacije, je predstavljen v Bankowski et al. (2023).

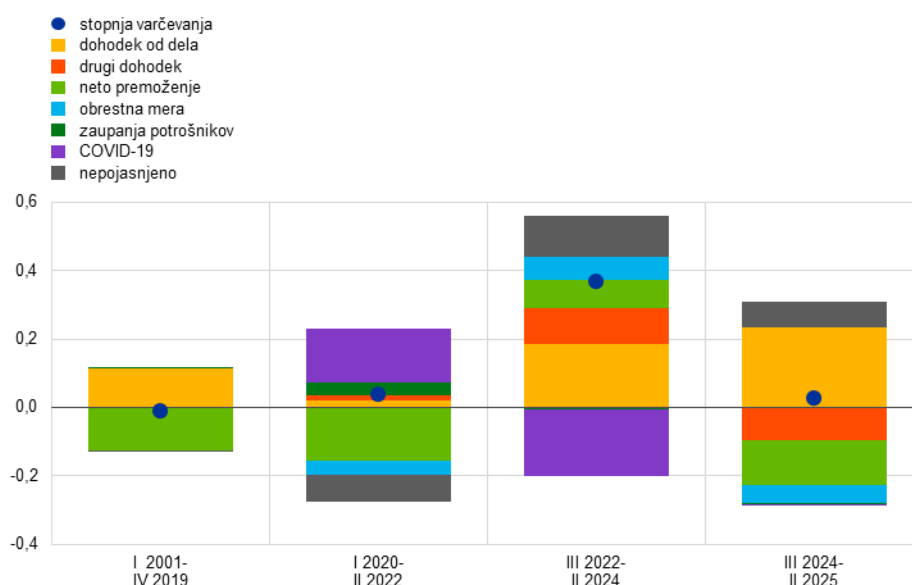
³ Analiza novejših gibanj dohodka gospodinjstev od dela in drugega dohodka gospodinjstev v euroobmočju ter njihove vloge pri šibki rasti potrošnje v obdobju po pandemiji je predstavljena v Ceci in Flaccadoro (2026).

prispevalo manjše neto realno premoženje po skokovitem povečanju inflacije in zvišanju realnih obrestnih mer kot posledica zaostrovanja denarne politike, medtem ko je ob normalizaciji potrošnje zapuščina pandemije zaviralno vplivala na stopnjo varčevanja. Od sredine leta 2024 se je rast realnega dohodka od dela ponovno povečala, kar je prispevalo k močnemu zvišanju stopnje varčevanja. Vendar pa so to izravnali povečevanje realnega neto premoženja, katerega prispevek k stopnji varčevanja se je vrnil na zgodovinsko povprečje, zniževanje realnih obrestnih mer in obrat predhodnega trenda povečevanja drugega dohodka.

Graf C

Prispevki k spremembam stopnje varčevanja gospodinjstev: modelska razčlenitev

(četrtnetne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah; povprečja)



Viri: Eurostat, ECB, ECB in Eurostat (četrtnetni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje prispevek realnega dohodka in drugega dohodka (tj. vsote pasivnega dohodka in fiskalnega dohodka), realnega neto premoženja, realnih obrestnih mer, zaupanja potrošnikov, pandemije COVID-19 in rezidualne komponente k povprečnim spremembam stopnje varčevanja gospodinjstev v različnih obdobjih. Razčlenitev temelji na modelu popravkov ocenjenih napak pri rasti potrošnje gospodinjstev, pri čemer je rast realnega dohodka gospodinjstev vzeta kot danost. Komponente dohodka in neto premoženje so deflacirane z deflatorjem zasebne potrošnje iz nacionalnih računov. Realna obrestna mera se meri s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, prilagojeno za pričakovano medletno rast cen življenjskih potrebščin iz ankete Evropske komisije o mnenju potrošnikov. Model je ocenjen v obdobju od prvega četrletja 1999 do drugega četrletja 2025. Podrobnosti o podobnem modelu brez slepih spremenljivk za COVID-19 ter brez razdelitve dohodka na dohodek, ki izhaja iz dela, in drugi dohodek so predstavljene v Bobasu et al. (2024).

Zdi se, da ima pri varčevalnih odločitvah pomembno vlogo tudi negotovost gospodinjstev glede lastnega finančnega položaja. Za pojasnitev dejavnikov, ki

niso zajeti v standardnih makroekonomskih determinantah, uporabimo informacije na ravni gospodinjstev iz [ankete o pričakovanjih potrošnikov](#), kot je razvidno iz pozitivne nepojasnjene komponente v modelski razčlenitvi od sredine leta 2022 (graf C). Analiza se osredotoča na negotovost v zvezi z ekonomskimi politikami in individualno negotovost, kot se odražata v *ricardianskem* in *previdnostnem* motivu za varčevanje.⁴ Iz odgovorov na novo vprašanje, vključeno v vprašalnik ankete o pričakovanjih potrošnikov novembra 2025, je razvidno, da sta tako previdnostni kot

⁴ *Ricardianski* motivi se nanašajo na varčevanje v pričakovanju sprememb v obdavčenju ali državni socialni podpori, ki so posledica tekočega zadolževanja države (Barro, 1974). *Previdnostni* motivi se nanašajo na varčevanje zaradi zaščite potrošnje pred nepredvidljivimi nihaji dohodka (preudarnost proti neučakanosti) (Carroll, 1997).

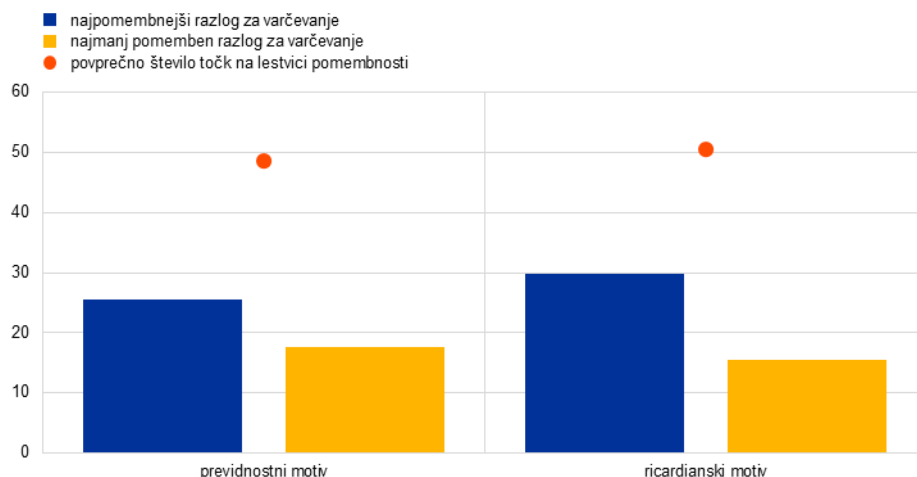
tudi ricardianski motiv pri odločanju za varčevanje pomembna za okrog 50% anketirancev, pri čemer jih 25%–30% navaja tudi, da je eden ali drugi od teh motivov najpomembnejši razlog za varčevanje (graf D, slika a).⁵ Podrobnejša analiza presečnih razlik med udeleženci pokaže, da je pomen teh dveh motivov odvisen predvsem od ekonomskih omejitev, s katerimi se soočajo anketiranci, in stopnje negotovosti glede njihovega finančnega položaja, medtem ko se zdi, da imajo dohodkovne in starostne razlike manj izrazito vlogo (graf D, slika b). Pri gospodinjstvih, ki sama niso navedla likvidnostnih omejitev, je verjetneje, da bodo precej večji pomen pripisovala obema motivoma, kar je skladno z njihovo večjo zmožnostjo načrtovanja in varčevanja (»brez omejitev«). Hkrati anketiranci, ki poročajo o visoki stopnji gotovosti glede svojega finančnega položaja (»gotovi«), obravnavanima motivoma pripisujejo precej manjši pomen kot gospodinjstva, ki se spopadajo z večjo negotovostjo. Glede na podobnosti determinant teh dveh motivov bi bilo mogoče sklepati, da sta si konceptualno blizu, pri čemer anketiranci običajno dojemajo ukrepe vlade kot dodaten vir dohodkovne negotovosti. To je skladno s prejšnjo analizo, ki je opozorila na pomen geopolitične negotovosti in negotovosti glede ekonomskih politik za zasebno potrošnjo.⁶

Graf D

Razširjenost previdnostnih in ricardianskih motivov med anketiranci ter njihove determinante

a) Razširjenost previdnostnih in ricardianskih motivov med anketiranci

(število točk na lestvici pomembnosti (0–100) in odstotki anketirancev)

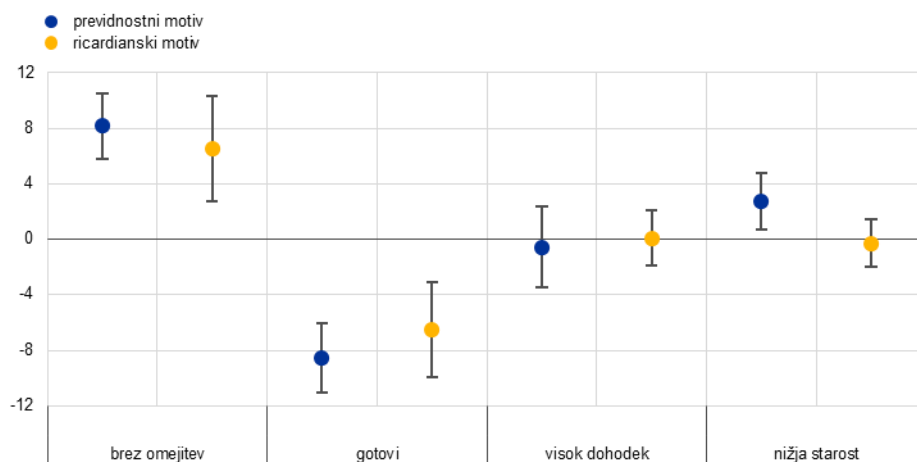


⁵ Anketiranci so bili pozvani, naj na lestvici od 0% (sploh nobene vloge) do 100% (zelo pomembna vloga) ocenijo, kako so izbrani razlogi vplivali na njihove varčevalne odločitve. Med temi razlogi so bili relativna privlačnost varčevanja v sedanjosti (medčasovna zamenjava), previdnostni motiv, zaskrbljenost zaradi sprememb v državnem obdavčenju/socialni podpori (ricardianski motiv) in varčevanje iz navade.

⁶ Glej na primer Andersson et al. (2024).

b) Determinante razširjenosti previdnostnega in ricardianskega motiva

(sprememba povprečnega števila točk na lestvici pomembnosti; odstotne točke)



Viri: tehtani podatki iz ankete o pričakovanih gospodinjstvih in izračuni ECB.

Opombe: Slika b: slepa spremenljivka *brez omejitev* je enaka 1 za anketirance, ki so navedli, da bi imeli dovolj finančnih sredstev za pokritje nepričakovanega plačila v znesku, enakem mesečnemu dohodku njihovega gospodinjstva. Slepa spremenljivka *gotovi* (ki so jo anketiranci sami navedli) je enaka 1 za anketirance, ki zlahka ali še kar zlahka predvidijo svoj prihodnji finančni položaj, sicer pa je enaka 0. Slepa spremenljivka *visok dohodek* je enaka 1 za anketirance, katerih dohodki so višji od mediane. Slepa spremenljivka *nižja starost* je enaka 1 za anketirance, stare do 49 let. Regresije vključujejo deželne fiksne učinke in so tehtane s sestavljenimi utežmi, opredeljenimi kot individualni nominalni prihranki po stanju oktobra 2025, pomnoženi z utežmi iz ankete. Standardne napake so združene v skupine na ravni držav.

Na splošno je iz podatkov na podlagi modelov in anket razvidno, da so k ohranjanju visoke, a večinoma stabilne stopnje varčevanja prispevali konjunkturni in vedenjski dejavniki. Medtem ko se je dinamika dohodka in

premoženja večinoma vrnila k vzorcem pred pandemijo, so povečana negotovost in previdnostni motivi verjetno še naprej spodbujali povečevanje varčevanja.

Viri

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

Bankowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinet, P., in Muggenthaler, P. (2023), »[Fiscal policy and high inflation](#)«, *Ekonomske bilten*, številka 2, ECB.

Barro, R. J. (1974), »Are government bonds net wealth?«, *Journal of Political Economy*, 82, št. 6, str. 1095–1117.

Bobasu, A., Gareis, J., in Stoevsky, G. (2024), »[Kako razložiti visoko stopnjo varčevanja gospodinjstev v euroobmočju?](#)«, *Ekonomske bilten*, številka 8, ECB.

Carroll, C. D. (1997), »Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis«, *The Quarterly Journal of Economics*, 112, št. 1, št. 1–55.

Ceci, D., in Flaccadoro, M. (2026), »The recent weakness in household consumption: evidence from the euro area and Italy«, *Occasional Papers*, Banca d'Italia, v pripravi.

Ali so stanovanja spet privlačna? Spoznanja na podlagi novega anketnega Sharpovega količnika za stanovanjske naložbe

Pripravili Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis in Desislava Rusinova

Stanovanjske naložbe so znanilec trendov v gospodarstvu, anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov pa ponuja pravočasen vpogled v to, kako gospodinjstva dojemajo privlačnost teh naložb. Stanovanjske naložbe so

pomembne na individualni in agregatni ravni.¹ Za mnoge ljudi je to najpomembnejša finančna odločitev v življenju, medtem ko se na makroekonomski ravni uporabljajo predvsem kot vodilni kazalnik splošne gospodarske aktivnosti.² Omenjena vidika skupaj kažeta, da ocene gospodinjstev vsebujejo koristne informacije za spremljanje nihanj v stanovanjskih naložbah, potencialno pa tudi za predvidevanje širših gospodarskih gibanj. Z anketo o pričakovanjih potrošnikov dobimo neposredno, kvalitativno merilo odnosa gospodinjstev do stanovanja kot naložbe, in sicer delež anketirancev, ki danes menijo, da je nakup nepremičnine v njihovi soseski dobra naložba. Kot dopolnitev tega merila v tem okvirju vpeljujemo posredni, kvantitativni kazalnik privlačnosti stanovanjskih naložb za gospodinjstva: Sharpov količnik, splošno razširjen finančni kazalnik, ki donos naložbe povezuje z njenim tveganjem.³

Sharpov količnik za stanovanjske naložbe je izpeljan iz pričakovanj gospodinjstev glede cen stanovanj v kombinaciji z merilom netvegane obrestne mere. Pri tem kazalniku se od populacijskega povprečja srednje vrednosti

pričakovanj gospodinjstva glede rasti cen stanovanj čez eno leto odšteje netvegana donosnost, kot približek katere je uporabljena obrestna mera za enoletne vloge. Dobljena razlika se nato deli z merilom negotovosti gospodinjstev glede rasti cen stanovanj, izračunanim kot povprečje standardnih odklonov pričakovanj

¹ V Piazzesi in Schneider (2016) je pregled literature o značilnostih stanovanjskih naložb in stanovanjskih trgov ter njihovi povezavi z denarno politiko.

² Čeprav so stanovanjske naložbe že same po sebi izdatkovna komponenta, imajo pomembne posledice tudi za druge komponente. Pri opremljanju novega ali prenovljenega stanovanja se denimo poveča potrošnja izdelkov za dom. Odločitve, povezane s stanovanji, so si med gospodinjstvi običajno močno podobne, saj nanje vplivajo agregatne spremenljivke, kot so demografski prehod ter pogoji kreditiranja in financiranja. Zato delujejo kot pomemben mehanizem širjenja temeljnih šokov. Posledično imajo lahko gibanja stanovanjskih naložb širši vpliv na gospodarstvo. Ugotovljeno je bilo, da še posebno gibanja stanovanjskih naložb narekujejo gibanje BDP, zlasti pred recesijami. Kar zadeva vlogo stanovanjskih naložb v gospodarskem ciklu v ZDA, glej med drugim Leamer (2007) in Leamer (2015), kar zadeva njihovo vlogo napovedovalca recesij v euroobmočju pa Battistini et al. (2018).

³ Sharpov količnik meri, koliko presežnega donosa prejme vlagatelj za dodatno volatilitnost, ki jo prinaša držanje bolj tvegane premoženja. Višji količnik pomeni večji donos glede na povezano tveganje. Sharpov količnik tu uporabljamo kot ciklični kazalnik privlačnosti stanovanjskih naložb, ki temelji na pričakovanjih gospodinjstev, in ne kot orodje za primerjavo razmerja med tveganostjo in donosnostjo z razmerjem med tveganostjo in donosnostjo drugih razredov premoženja. Pri tem veljajo običajni pomisleki, saj se donosi stanovanjskih naložb razlikujejo od donosov drugega premoženja z vidika likvidnosti, stopnje zadolženosti in distribucijskih značilnosti.

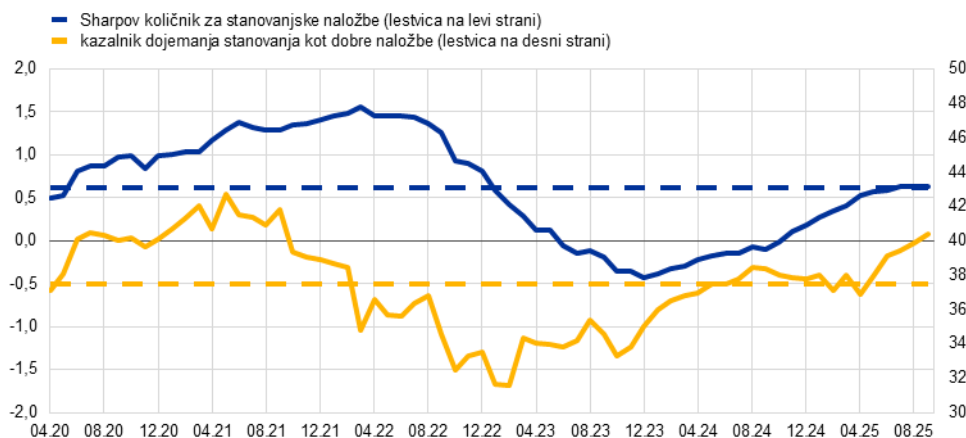
gospodinjstev glede rasti cen stanovanj čez eno leto.⁴ Količnik se zviša, bodisi kadar gospodinjstva pričakujejo močnejšo rast cen stanovanj glede na prevladujoče netvegane obrestne mere (tj. višji presežni donos stanovanjske naložbe) bodisi kadar so bolj gotova glede svojih pričakovanj. Kadar velja nasprotno, se količnik zniža. Na ta način opisuje spremembe v dojemanju finančne privlačnosti stanovanjskih naložb.

Sharpov količnik za stanovanjske naložbe se je v zadnjem letu izrazito zvišal, vendar je še vedno nižji od najvišje vrednosti z začetka leta 2022 (graf A). Po pandemiji COVID-19 je na začetku leta 2022 dosegel najvišjo raven, nato pa se je močno znižal. Do preobrata je prišlo ob koncu leta 2023, ko se je začel vztrajno zviševati. Do septembra 2025 se je zvišal rahlo nad povprečje vzorca, a je ostal precej nižji od prejšnje najvišje dosežene ravni. Bolj ali manj podoben vzorec je mogoče opaziti pri kazalniku »dojemanja stanovanja kot dobre naložbe« (delež anketirancev, ki danes menijo, da je nakup nepremičnine v njihovi soseski dobra naložba), ki se je začel zniževati in zviševati nekoliko prej kot Sharpov količnik za stanovanjske naložbe ter je bil septembra 2025 rahlo višji od povprečja vzorca, čeprav še vedno nižji od najvišje vrednosti, dosežene leta 2021.

Graf A

Sharpov količnik za stanovanjske naložbe in kazalnik dojemanja stanovanja kot dobre naložbe

(lestvica na levi strani: srednja vrednost kazalnika; lestvica na desni strani: odstotek anketirancev)



Viri: anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Kazalnik dojemanja stanovanja kot dobre naložbe meri delež anketirancev, ki danes menijo, da je nakup nepremičnine v njihovi soseski »dobra« ali »zelo dobra« naložba. Modra in rumena prekinjena črta ponazarjata povprečje vzorca za Sharpov količnik za stanovanjske naložbe (0,62) oziroma kazalnik dojemanja stanovanja kot dobre naložbe (37,5%). Zadnji podatki se nanašajo na september 2025.

Z vidika posameznih komponent so na Sharpov količnik za stanovanjske naložbe v zadnjih letih vplivala predvsem nihanja v pričakovanjih o rasti cen stanovanj in v netvegani obrestni meri (graf B). Med koncem leta 2021 in sredino leta 2023 se je količnik (merjeno z medletno stopnjo rasti) močno znižal. Na

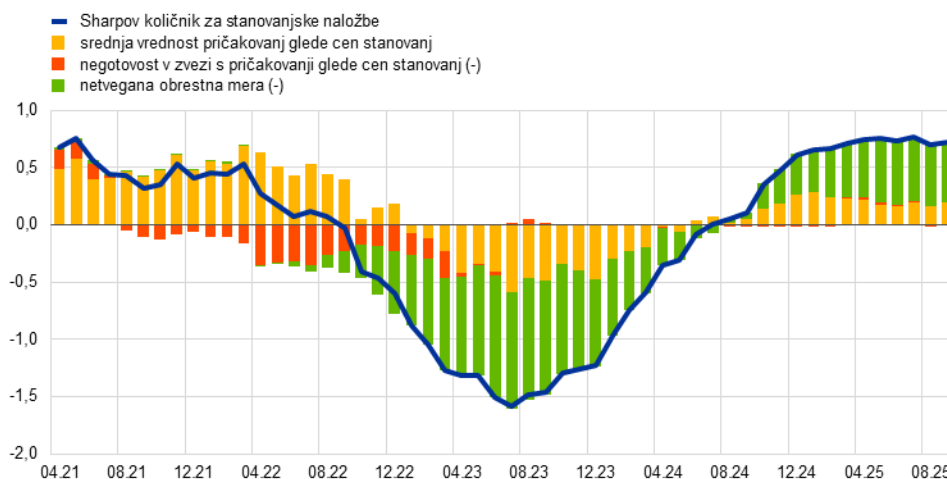
⁴ Individualne porazdelitve pričakovanj gospodinjstev so izpeljane iz vprašanja v anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov, pri katerem anketiranci vrednosti verjetnosti (ki v seštevku dajo 100%) pričakovane rasti cen stanovanj čez eno leto razporedijo v deset razponov, ki znašajo od -12% do +12% medletno. Ti podatki omogočajo, da se za vsako gospodinjstvo v vzorcu določi empirična funkcija verjetnostne gostote, na podlagi katere je mogoče izračunati posamezno srednjo vrednost in standardni odklon.

dojemanje privlačnosti stanovanj med gospodinjstvi je naprej negativno vplivala negotovost glede rasti cen stanovanj, nato pa še srednja vrednost pričakovanj glede rasti cen stanovanj. Poleg tega je na zniževanje Sharpovega količnika za stanovanjske naložbe od sredine leta 2022 do konca leta 2023 vplivalo tudi zviševanje netvegane obrestne mere v fazi zaostrovanja denarne politike ECB. Na zviševanje količnika od julija 2023 spodbudno vpliva zviševanje pričakovanj gospodinjstev glede rasti cen stanovanj, medtem ko je prispevek negotovosti le majhen.⁵ Poleg tega je zviševanje količnika posledica zniževanja netvegane obrestne mere ob ponovni normalizaciji denarne politike zaradi umirjanja inflacijskih pritiskov.

Graf B

Razčlenitev Sharpovega količnika za stanovanjske naložbe

(medletne spremembe srednje vrednosti kazalnika in prispevki komponent)



Viri: anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na september 2025.

Povprečni Sharpov količnik za stanovanjske naložbe v obdobju od aprila 2020 do septembra 2025 se med gospodinjstvi močno razlikuje skladno z njihovimi demografskimi in ekonomskimi značilnostmi, saj so pogledi na prihodnje cene stanovanj in cenovno negotovost različni (graf C). V povprečju je Sharpov količnik pri starejših, moških, premožnejših, zaposlenih in bolj finančno pismenih gospodinjstvih višji kot pri referenčni skupini gospodinjstev. To je večinoma posledica manjše negotovosti v zvezi s pričakovanji glede cen stanovanj, čeprav pri nekaterih kategorijah k temu prispevajo tudi razlike v srednji vrednosti pričakovanj glede cen stanovanj. Z vidika stanovanjske izbire gospodinjstva, ki živijo v mestih ali na predmestnih območjih, poročajo o višjem količniku kot gospodinjstva na podeželju, kar je predvsem odraz višje srednje vrednosti pričakovanj glede rasti cen stanovanj. Poleg tega je Sharpov količnik za stanovanjske naložbe pri lastnikih stanovanj zaradi nižjih povprečnih pričakovanj običajno nižji kot pri najemnikih. Pri

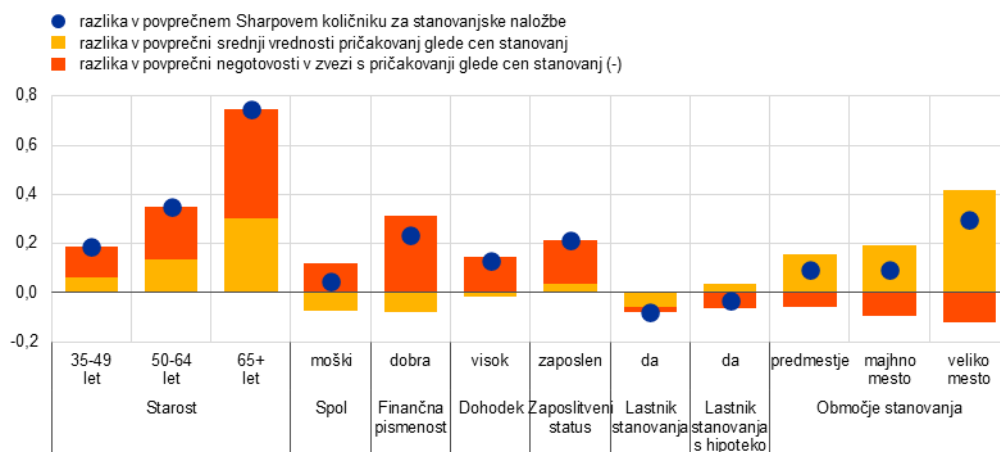
⁵ Negotovost glede cen stanovanj se od začetka leta 2022 rahlo zmanjšuje kljub precejšnji volatilnosti pričakovanj gospodinjstev glede rasti cen stanovanj, ki so se sprva poslabšala, nato pa ponovno povečala. Iz tega je mogoče sklepati, da se je – čeprav so gospodinjstva izrazito popravila srednjo vrednost pričakovanj – negotovost glede obsega rasti cen stanovanj zmanjšala, s čimer je vloga negotovosti pri gibanju Sharpovega količnika za stanovanjske naložbe postala omejena.

lastniških stanovanj pa se bistveno ne razlikuje med dokončnimi lastniki in lastniki s hipoteko.⁶

Graf C

Sharpov količnik za stanovanjske naložbe glede na ekonomske in demografske značilnosti gospodinjstev

(razlika glede na osnovno kategorijo pri povprečni srednji vrednosti kazalnika in prispevki komponent)



Viri: anketa ECB o pričakovanih potrošnikov in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Referenčne skupine (po vrstnem redu) so opredeljene tako: stari 18–34 let; ženske; slaba finančna pismenost; nizek dohodek; brezposelni; niso lastniki stanovanja; brez hipoteke; živijo na vasi. Nizek dohodek se nanaša na spodnjih 50%, visok dohodek pa na zgornjih 20%. Finančna pismenost je razdeljena v dve skupini: posamezniki, ki so na kvizu o finančni pismenosti v okviru ankete ECB o pričakovanih potrošnikov dosegli 3 ali 4 točke od skupno 4 točk (dobra pismenost), in posamezniki, ki so dosegli manj točk (slaba pismenost). Lastnik stanovanja = »ne«, če so anketiranci najemniki ali bivajo v stanovanju brezplačno, in »da«, če so poročali, da so lastniki (s hipoteko ali brez). Lastnik stanovanja s hipoteko = »ne«, če so anketiranci poročali, da so dokončni lastniki stanovanja, in »da«, če so poročali, da so lastniki s hipoteko. Kategorije območja stanovanja so naslednje: (1) veliko mesto z več kot 500.000 prebivalci; (2) predmestje ali obrobje velikega mesta; (3) mesto z največ 500.000 prebivalci; (4) vas ali podeželje. Povprečni Sharpov količnik in prispevki komponent so izračunani za obdobje od aprila 2020 do septembra 2025. Netvegana obrestna mera v te izračune ni vključena, saj je pri vseh gospodinjstvih enaka.

Sharpov količnik za stanovanjske naložbe nakazuje, da stanovanjske naložbe še naprej zmerno okrevajo. Iz primerjave gibanja Sharpovega količnika za stanovanjske naložbe in dejanske prodaje stanovanj je razvidna tesna povezanost med tema časovnima vrstama, kar pomeni, da je Sharpov količnik za stanovanjske naložbe pomemben kazalnik za spremljanje širših gibanj na stanovanjskem trgu (graf D). Zviševanje količnika do septembra 2025 tako pomeni, da se bo prodaja stanovanj verjetno še naprej povečevala, potem ko je v drugem četrtletju rahlo upadla. To naj bi posledično podpiralo pozitivne kratkoročne obete za stanovanjske naložbe in za potrošnjo izdelkov za dom, pri čemer obe komponenti praviloma sledita gibanju prodaje stanovanj.⁷

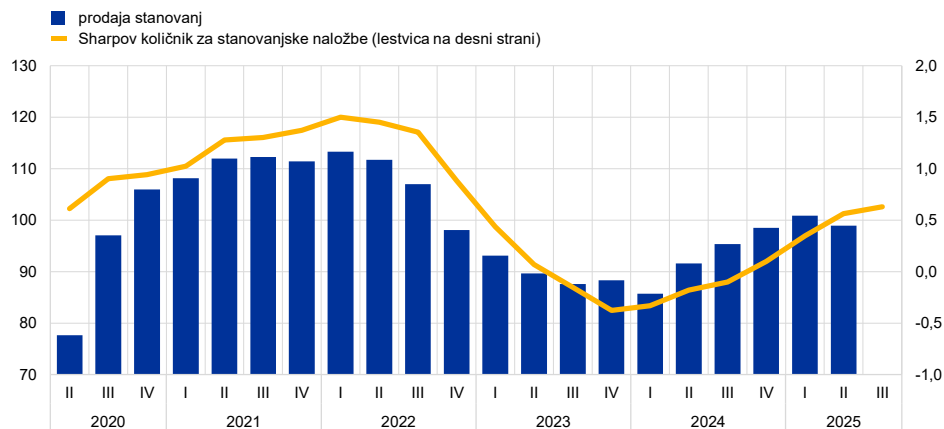
⁶ Vzorci pri Sharpovem količniku za stanovanjske naložbe pri različnih stanovanjskih izbira se precej razlikujejo od vzorcev pri kvalitativnem kazalniku dojemanja stanovanja kot dobre naložbe. Iz slednjih je razvidno, da lastniki stanovanj dojemajo stanovanje kot dobro naložbo precej pogosteje kot najemniki, kar velja zlasti za lastnike s hipoteko. Glej Battistini et al. (2023).

⁷ Glej Battistini in Gareis (2025).

Graf D

Prodaja stanovanj in Sharpov količnik za stanovanjske naložbe

(lestvica na levi strani: indeks, 2019 = 100; lestvica na desni strani: četrtletno povprečje srednje vrednosti kazalnika)



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

Opombe: Prodaja stanovanj temelji na agregatu podatkov Eurostata in nacionalnih virov podatkov za države euroobmočja. Zadnji podatki se pri prodaji stanovanj nanašajo na drugo četrtletje 2025, pri Sharpovem količniku za stanovanjske naložbe pa na september 2025.

Viri

Battistini, N., Charalampakis, E., Gareis, J., in Rusinova, D. (2023), »[Why has housing lost its lure? Evidence from the ECB's Consumer Expectations Survey](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Battistini, N., in Gareis, J. (2025), »[The ripple effects of monetary policy on housing and consumption](#)«, *Blog ECB*, 31. julij.

Battistini, N., Le Roux, J., Roma, M., in Vourdas, J. (2018), »[The state of the housing market in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB.

Leamer, E. (2007), »Housing IS the business cycle«, *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City*, str. 149–233.

Leamer, E. (2015), »Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?«, *Journal of Money, Credit and Banking*, 47, številka S1, marec/april 2015, str. 43–50.

Piazzesi, M., in Schneider, M. (2016), »Housing and Macroeconomics«, *Handbook of Macroeconomics*, 2, št. 1547–1640.

Obdržati in počakati: kopičenje delovne sile in pričakovanja podjetij

Pripravili Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard in Marco Weissler

Podjetja, ki se soočajo z negativnimi šoki v poslovanju, se lahko odločijo, da bodisi odpustijo delovno silo bodisi zadržijo zaposlene, tj. »kopičijo delovno silo«. Kopičenje delovne sile se pojavi, ko so podjetja pripravljena obdržati delovno silo tudi takrat, ko se soočajo z oslabljenimi trenutnimi oz. pričakovanimi pogoji poslovanja, na primer v povezavi z manjšim povpraševanjem ali zmanjšano dobičkonosnostjo. Kazalnik ECB o kopičenju delovne sile meri delež podjetij, ki števila zaposlenih (tj. komponenta zaposlenosti) niso zmanjšala, čeprav so se pogoji poslovanja v zadnjem času poslabšali (tj. komponenta aktivnosti), pri čemer se uporabljajo podatki iz ankete o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) v euroobmočju (graf A).¹ Kopičenje delovne sile je bilo med letom 2022 po energetski krizi pomemben pojav.² Čeprav se je kazalnik kopičenja delovne sile od obdobja visoke inflacije postopoma zmanjševal (rekordnih skoraj 30% je bilo zabeleženih v tretjem četrtletju 2022), je še vedno višji od povprečne vrednosti pred pandemijo (13%). V tretjem četrtletju 2025 je 17% podjetij kopičilo delovno silo. Nedavno zmanjšanje kopičenja delovne sile je večinoma povezano z normalizacijo gospodarskih razmer v podjetjih, saj je manjši delež podjetij poročal o poslabšanju pogojev poslovanja v zadnjih treh do šestih mesecih. Vseeno pa se z negativnimi šoki sooča več podjetij kot pred pandemijo, kar pomeni, da je komponenta aktivnosti še vedno višja kot v zadnjem četrtletju 2019.

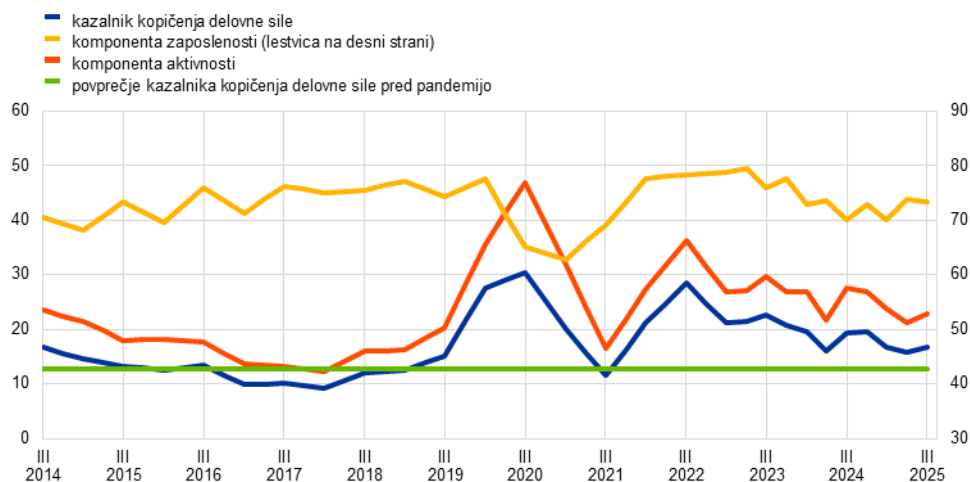
¹ Kazalnik ECB o kopičenju delovne sile in povezava z nedavnim cikličnim okrevanjem produktivnosti dela sta obravnavana v [Botelho \(2024\)](#) ter v [Arce in Sondermann \(2024\)](#).

² V tem okvirju nista zajeta izjemno obdobje kopičenja delovne sile med pandemijo in prispevek edinstvenih dejavnikov, kot je razširjena uporaba programov za ohranitev delovnih mest v tistem času.

Graf A

Kopičenje delovne sile in komponenti prilagajanja podjetij

(delež podjetij, v odstotkih)



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

Opombe: Komponenta aktivnosti kaže delež podjetij, ki so poročala, da so se v prejšnjem in tekočem četrtletju soočala s poslabšanjem pogojev poslovanja, komponenta zaposlenosti pa se nanaša na delež podjetij, ki delovne sile niso zmanjšala, od vseh podjetij, ki so poročala o poslabšanju pogojev poslovanja. Kazalnik ECB o kopičenju delovne sile je zmnožek obeh komponent. Povprečje kazalnika o kopičenju delovne sile pred pandemijo je izračunano za obdobje 2014–2019. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2025.

Odločitve podjetij, da kopičijo delovno silo, so odraz njihovih pričakovanj glede prihodnjih pogojev poslovanja (graf B).

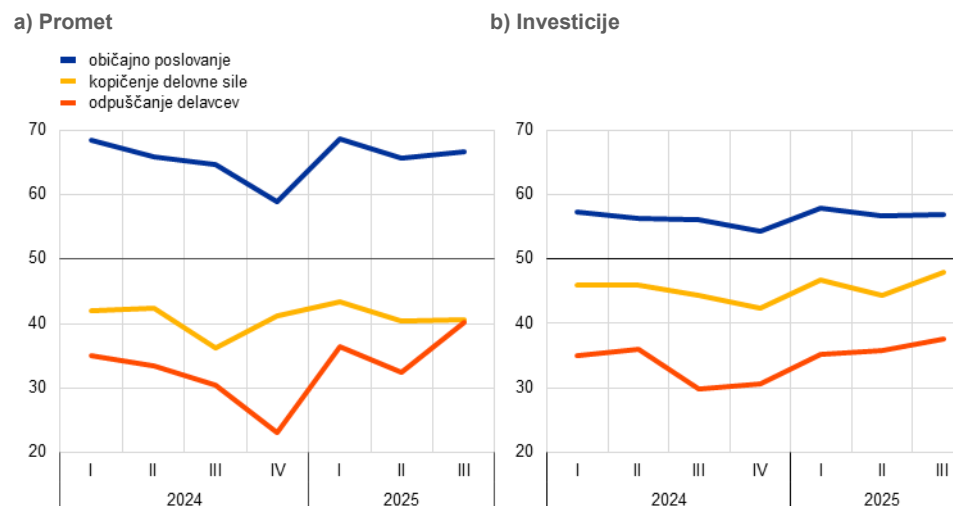
Podjetja razvrstimo v tri skupine:

(1) tista, ki niso poročala o poslabšanju preteklih pogojev poslovanja (»običajno poslovanje«); (2) tista, ki so se soočala z negativnimi šoki, vendar niso zmanjšala svoje delovne sile (»kopičenje delovne sile«); (3) tista, ki so se v zadnjem četrtletju soočala z negativnimi šoki in so zmanjšala število zaposlenih (»odpuščanje delavcev«). Podjetja v kategoriji »običajno poslovanje« ne pričakujejo, da se bodo njihova prodaja ali investicije v naslednjih treh mesecih poslabšale. Podjetja v drugih dveh skupinah pričakujejo manjšo prodajo in investicije, vendar so podjetja, ki kopičijo delovno silo, ponavadi manj pesimistična glede bližnje prihodnosti kot podjetja, ki odpuščajo delavce. To kaže, da so odločitve o kopičenju delovne sile – vsaj kratkoročno – odvisne od pričakovanj podjetij glede prihodnjih pogojev poslovanja.

Graf B

Kratkoročna pričakovanja podjetij glede prometa in investicij

(difuzijski indeks; 50 = nevtralno območje)



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

Opombe: Kategorija »običajno poslovanje« vključuje podjetja, ki niso poročala o preteklem poslabšanju pogojev poslovanja; podjetja v skupini »kopičenje delovne sile« so se soočala z negativnimi šoki, vendar v zadnjem četrtnju niso zmanjšala delovne sile; podjetja v skupini »odpuščanje delavcev« pa so se soočala z negativnimi šoki in so zmanjšala delovno silo. Pričakovanja podjetij se nanašajo na naslednje četrtnje. Ravni nad 50 kažejo povečanje in ravni pod 50 kažejo zmanjšanje. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtnje 2025.

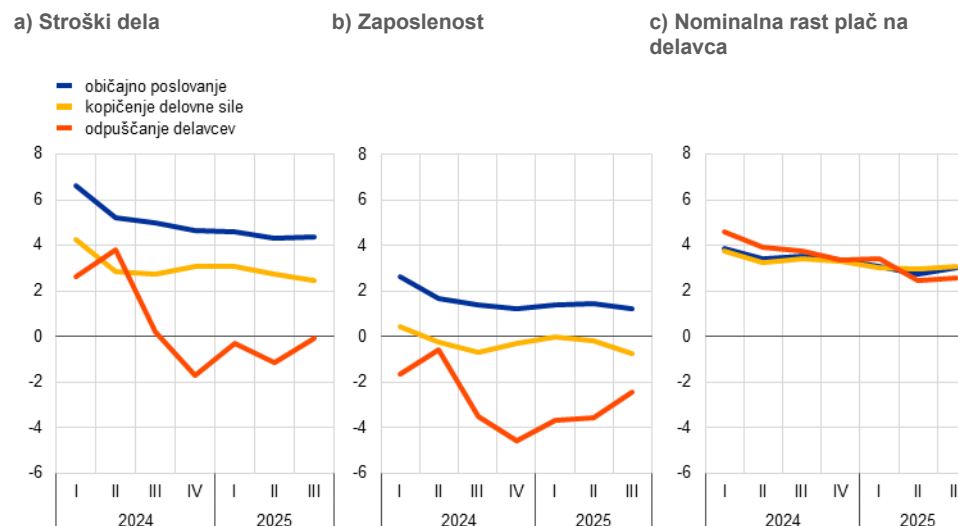
Podjetja, ki kopičijo delovno silo, pričakujejo višjo rast stroškov dela kot druga podjetja, ki so se soočala s poslabšanjem aktivnosti, predvsem zaradi pričakovane višje rasti zaposlenosti (graf C). Pričakovanja podjetij v skupini kopičenja delovne sile glede rasti stroškov dela so nekoliko nižja kot pri podjetjih v kategoriji običajnega poslovanja, vendar so na splošno višja od pričakovanj podjetij, ki so odpuščala delavce. Razčlenitev pričakovane rasti stroškov dela na zaposlenost in pričakovanja o rasti plač kaže, da podjetja v kategoriji običajnega poslovanja pričakujejo, da se bo zaposlenost v naslednjem letu povečala. Podjetja v skupini, ki kopičijo delovno silo, pričakujejo, da bo zaposlenost večinoma nespremenjena, medtem ko podjetja, ki so že odpustila delavce, pričakujejo, da bo rast zaposlenosti ostala negativna. Podjetja v vseh skupinah pa pričakujejo podobno umirjanje nominalne rasti plač na delavca. Takšen vzorec kaže, da bi lahko imela pomembno vlogo kolektivna pogajanja in centralizirani mehanizmi določanja plač.³ Razlike v pričakovani rasti stroškov dela so zato predvsem posledica različnih pričakanj o rasti zaposlenosti med skupinami podjetij.

³ Podobnost v rasti plač je skladna tudi s popolnoma decentraliziranim konkurenčnim trgom dela, saj so se plače na konkurenčnem trgu dela izenačile. Glej Bates et al. (2025), kjer je pregled nedavnih gibanj rasti plač. Poleg tega je v Bates et al. (2024) analiza pogajanj o kolektivnih pogodbah.

Graf C

Pričakovanja podjetij glede rasti skupnih stroškov dela, zaposlenosti in plač

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) in izračuni strokovnjakov ECB.
Opombe: Grafi prikazujejo pričakovanja podjetij za naslednjih 12 mesecev. Skupna rast stroškov dela je izračunana kot rast zaposlenosti krat nominalna rast plač. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtno leto 2025.

Podjetja, ki so poročala o poslabšanju poslovne aktivnosti, imajo navadno nižja pričakovanja glede prihodnjega zvišanja prodajnih cen čez eno leto (graf D).

Podjetja v kategoriji »običajno poslovanje« pričakujejo, da bodo prodajne cene še naprej rasle hitreje (za 3,1% medletno v tretjem četrtnem letu 2025) kot prodajne cene v podjetjih, ki so jih v preteklosti negativno prizadeli šoki v poslovni aktivnosti (za 1,9% v podjetjih, ki kopičijo delovno silo, in 1,6% v podjetjih, ki v tretjem četrtnem letu 2025 niso kopičila delovne sile). Te razlike ne izhajajo iz pričakovanj podjetij glede harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP), saj imajo vse skupine v povprečju podobna inflacijska pričakovanja. To kaže, da podjetja, ki jih je prizadelo poslabšanje poslovne aktivnosti – neodvisno od odločitve o kopičenju delovne sile – ne pričakujejo, da bodo lahko zvišala svoje cene za toliko kot podobna podjetja, kar nakazuje šibkejšo povpraševanje po njihovih proizvodih ali močnejše konkurenčne pritiske. Manjša moč pri določanju cen bi ob podobni rasti plač lahko spodkopala profitne marže, zato bi bila ta podjetja prisiljena k temu, da poiščejo druge kanale za znižanje stroškov dela.⁴

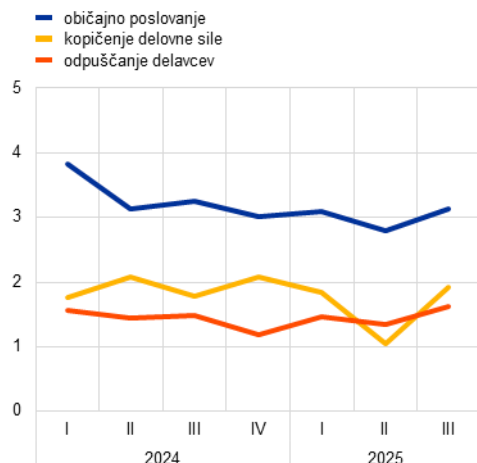
⁴ Ferrando et al. (2025) povezuje inflacijska pričakovanja s pričakovanji glede rasti zaposlenosti, čeprav ta kanal skozi čas le malo prispeva h gibanjem inflacijskih pričakovanj.

Graf D

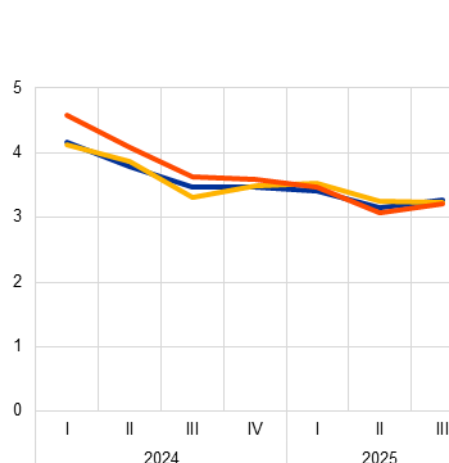
Pričakovanja podjetij glede prodajnih cen in inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

a) Lastne prodajne cene podjetij



b) Inflacija (HICP)



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

Opombe: Grafa prikazujeta pričakovanja podjetij za naslednjih 12 mesecev. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2025.

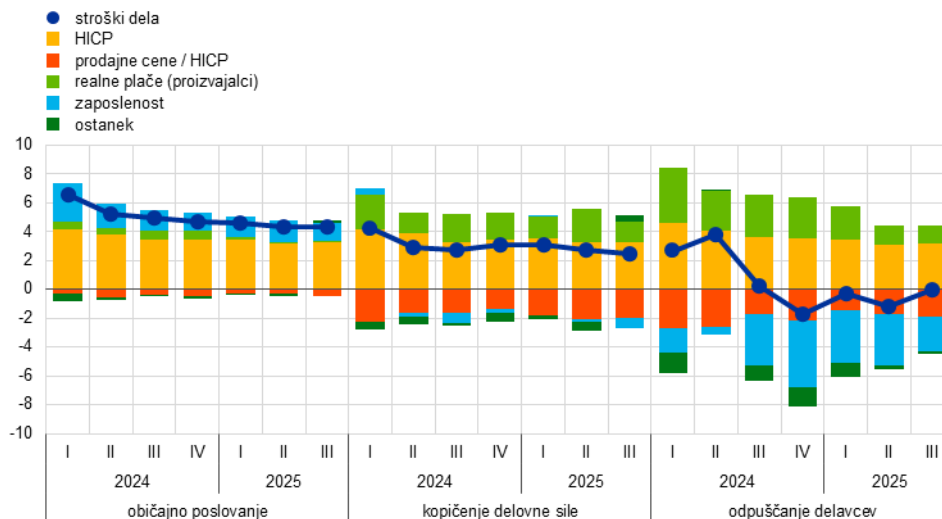
Gledano v celoti kaže, da obstaja povezava med odločitvami podjetij o kopičenju delovne sile in njihovimi pričakovanji o prihodnji rasti stroškov dela.

Graf E prikazuje dejavnike, ki vplivajo na pričakovanja podjetij glede skupne rasti stroškov dela, po posameznih skupinah. Višja pričakovanja glede rasti stroškov dela pri podjetjih v kategoriji »običajno poslovanje« je mogoče pojasniti z višjim pričakovanim zaposlovanjem (modri stolpci). Nasprotno podjetja v skupinah kopičenja delovne sile in odpuščanja delavcev pričakujejo nižjo rast zaposlenosti, vendar višje plačne stroške, potem ko so deflacionirani z lastnimi prodajnimi cenami (svetlo zeleni stolpci). Omenjeni kazalnik realnih plač je relevantna cena dela v podjetjih, saj odraža njihovo sposobnost financiranja stroškov dela z zvišanjem prodajnih cen. Ker podjetja v skupinah kopičenja delovne sile in odpuščanja delavcev pričakujejo, da bodo v prihodnje manj sposobna zvišati prodajne cene, pričakujejo, da bo trenutna delovna sila v prihodnjem letu postala relativno dražja. Posledično predstavljajo pričakovanja podjetij glede rasti stroškov dela dragocen uvid pri ocenjevanju odločitev o kopičenju delovne sile. Prispevajo tudi k boljšemu razumevanju cikličnega okrevanja produktivnosti dela, ki običajno sledi obdobjem, ko je bilo zabeleženo veliko kopičenje delovne sile.

Graf E

Razčlenitev pričakovanj o rasti stroškov dela po skupinah podjetij

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) in izračuni strokovnjakov ECB.
Opombe: V grafu je gibanje pričakovanih stroškov dela v podjetjih razčlenjeno na komponente: zaposlenost, realne plače in rast prodajnih cen. Kazalnik realnih plač kaže sposobnost podjetja, da z zvišanjem prodajnih cen financira stroške dela. Pri enakem zvišanju plač postane delavec dražji, če podjetje ne more zvišati svojih cen v primerjavi s podobnimi podjetji. Komponenta rasti cen je bila redigirana z vidika pričakovanih podjetij glede HICP. Tako je komponenta »prodajne cene/HICP« razmerje med pričakovanji o rasti prodajnih cen in inflacijskimi pričakovanji, ki kaže pričakovanja podjetij o tem, kako se bodo njihove prodajne cene gibale v primerjavi z inflacijo. Razčlenitev je seštevna, saj je seštevek komponent enak pričakovanim skupnim stroškom dela. Ostanek predstavlja morebitne pristranskosti v agregiranju, saj so vsi odgovori pričakovanja podjetij v naslednjem letu in so pridobljeni iz ankete SAFE. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2025.

Viri

Arce, Ó. in Sondermann, D. (2024), »[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)«, *Blog ECB*, 6. maj.

Bates, C., Bodnár, K., Healy, P. in Roca I Llevadot, M. (2025), »[Wage developments during and after the high inflation period](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB.

Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. in Stanislao, M. (2024), »[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)«, *Blog ECB*, 18. december.

Botelho, V. (2024), »[Višje profitne marže so prispevale h kopičenju delovne sile v podjetjih](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB.

Ferrando, A., Lamboglia, S. in Rariga, J. (2025), »[Determinante inflacijskih pričakovanj podjetij v anketi o dostopu podjetij do financiranja \(SAFE\)](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB.

Pogled v živilsko košarico: kaj prispeva k nedavni inflaciji v skupini hrane?

Pripravili Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland in Zivile Zekaite

Vztrajno inflacijo v skupini hrane v letu 2025 je pomembno razumeti med drugim zato, ker dinamika inflacije v skupini hrane precej vpliva na zaznavanje inflacije in kratkoročna inflacijska pričakovanja potrošnikov. Ljudje so posebej pozorni na gibanje cen hrane, ker hrano pogosto kupujejo, predstavlja znaten delež njihovega proračuna in ni veliko možnosti za zamenjavo z alternativnimi proizvodi. To pomeni, da lahko nakupi hrane nesorazmerno vplivajo na mnenje ljudi o skupni inflaciji.¹ Evropska centralna banka (ECB) z anketo o pričakovanjih potrošnikov od leta 2022 občasno zbira podrobne informacije o zaznavanju inflacije in inflacijskih pričakovanjih v zvezi s pomembnejšimi postavkami v potrošniški košarici. Analiza kaže, da zaznana in pričakovana inflacija v skupini hrane razmeroma močno vpliva na zaznavanje skupne inflacije in pričakovanja čez eno leto (graf A, slika a). Pri daljših pričakovanjih hrana nima tako čezmerne vloge. Poleg tega sta skoraj dve tretjini anketirancev navedli, da cene hrane vplivajo na njihova inflacijska pričakovanja, kar je višji delež kot pri katerikoli drugi postavki iz košarice (graf A, slika b). Ti anketiranci so z večjo verjetnostjo pričakovali, da bo inflacija v naslednjih 12 mesecih višja od 2-odstotne ciljne ravni ECB, kot preostala tretjina anketirancev. Zato je nedavno dinamiko inflacije v skupini hrane pomembno razumeti tako zaradi spremljanja skupne inflacije kot zaradi ocenjevanja pričakovanih potrošnikov.

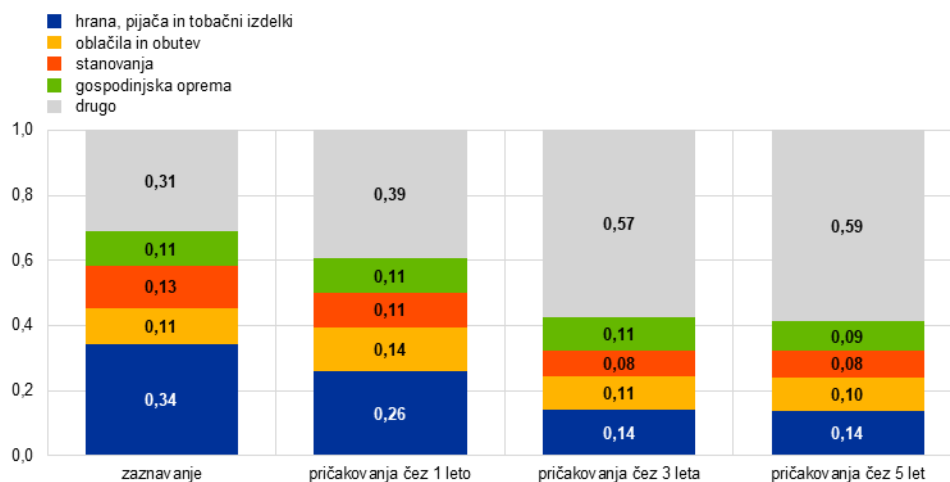
¹ Glej D'Acunto et al. (2025) in tam navedene vire.

Graf A

Pomembnost cen hrane za inflacijska pričakovanja

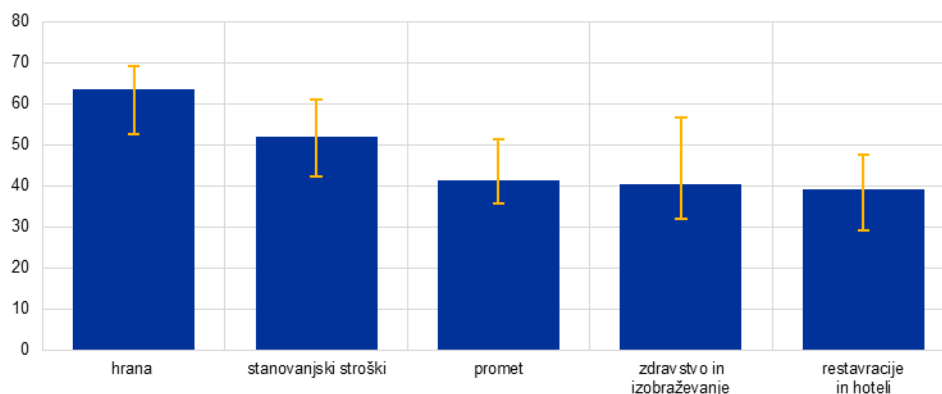
a) Relativna pomembnost inflacije v skupini hrane za zaznavanje inflacije in inflacijska pričakovanja

(relativne uteži)



b) Pet najpomembnejši dejavnikov inflacijskih pričakovanjih potrošnikov

(odstotek, odstotni delež anketirancev)



Viri: anketa o pričakovanjih potrošnikov ECB in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a graf prikazuje relativne uteži postavk v potrošniški košarici na podlagi dodatne pojasnjevalne moči postavk v regresiji za zaznavanje inflacije (prvi stolpec) in inflacijska pričakovanja (vpliv zaznavanja je izločen, preostali stolpci) poleg regresije z izključno uporabo fiksnih učinkov. Kategorija »drugo« vključuje prispevke postavk »zdravstvo«, »promet«, »komunikacije«, »rekreacija in kultura«, »izobraževanje« in »restavracije in hoteli«. Podatki iz ankete o pričakovanjih potrošnikov se nanašajo na december 2022, januar, julij in december 2023, januar 2024 ter maj in junij 2025. Na sliki b so prikazani odgovori na naslednje vprašanje iz ankete o pričakovanjih potrošnikov: *Kadar razmišljate o tem, kako se bodo v državi, v kateri trenutno živite, cene na splošno spreminjale v naslednjih 12 mesecih, katere od spodaj navedenih postavk vplivajo na vaša pričakovanja?* Rumeni razponi ponazarjajo najmanjši in največji delež po državah. Oznaka »hrana« se nanaša na hrano in pijačo, vključno s tobačnimi izdelki.

Inflacija v skupini hrane je v letu 2025 ostala povišana, vendar je to večinoma posledica le nekaj postavk.²

Medletna stopnja inflacije v skupini hrane, merjena z indeksom HICP, v euroobmočju se je znižala in novembra 2025 znašala 2,4%, potem ko je marca 2023 dosegla najvišjo vrednost (15,5%). V letu 2025 (januar–november) je v povprečju znašala 2,9%, od decembra 2021 pa je višja od dolgoročne povprečne 2,2-odstotne ravni pred pandemijo. V letu 2025 med različnimi komponentami hrane v indeksu HICP k nadpovprečni stopnji inflacije

² Glej tudi Bobeica, Koester in Nickel (2025).

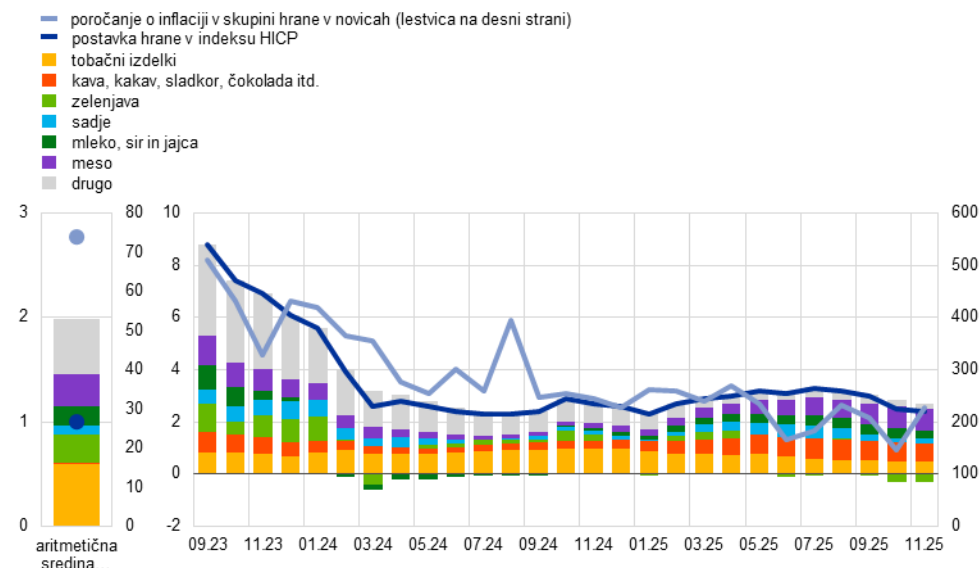
največ prispevajo »kava, čaj in kakav«, »sladkor, marmelada, med, čokolada in slaščice« (sladkorni izdelki) in »meso«. V zadnjih mesecih so kava, čaj, kakav, sladkorni izdelki in meso predstavljali več kot 50% medletne stopnje inflacije v skupini hrane, čeprav imajo v skupini hrane v indeksu HICP manj kot 25-odstotno utež. Nasprotno so se prispevki preostalih postavk hrane večinoma normalizirali od skokovitega porasta inflacije v obdobju 2022–2023. Zmanjšala se je tudi pozornost, ki je v medijih namenjena inflaciji v skupini hrane, čeprav ostaja večja kot leta 2019 (graf B, slika a). V zadnjem času medmesečne stopnje rasti nakazujejo popuščanje cenovnih pritiskov pri nekaterih postavkah, kot so na primer kava, čaj, kakav in sladkorni izdelki (graf B, slika b), medletne stopnje pa so se začele ponovno približevati dolgoročnemu povprečju.

Graf B

Inflacija v skupini hrane

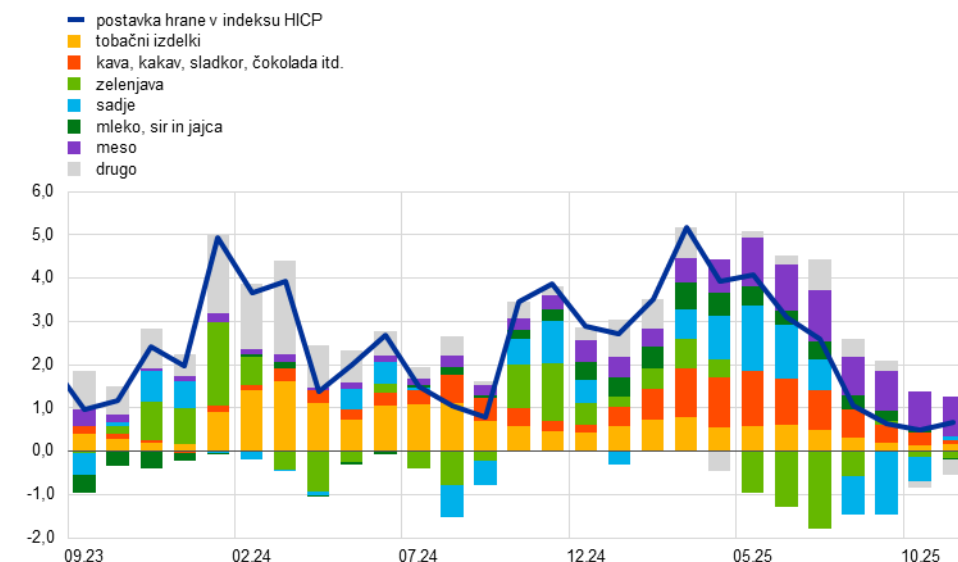
a) Inflacija v skupini hrane in pozornost medijev

(lestvica na levi strani: medletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: indeks)



b) Kratkoročna cenovna dinamika postavke hrane v indeksu HICP

(3-mesečna drseča sredina medmesečnih sprememb v odstotkih, preračunanih na letno raven, prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, Factiva in izračuni ECB.

Opombe: Na podlagi 15 kategorij COICOP (večinoma na štirimestni ravni). Oznaka »drugo« vključuje postavke »kruh in žita«, »ribe«, »olja in maščobe«, »drugi prehrabeni izdelki, d.n.«, »mineralna voda, brezalkoholne pijače, sadni in zelenjavni sokovi«, »žgane pijače«, »vino« in »pivo«. »Poročanje o inflaciji v skupini hrane v novicah« se nanaša na mesečno povprečje ažuriranega temeljnega dnevnega indeksa, kot so ga opisali Aarab et al. (2025). Zadnji podatki se nanašajo na november 2025.

Cene prehrabnih surovih so pomembno prispevale k nedavnemu zvišanju potrošniških cen hrane zaradi ekstremnih vremenskih pojavov in drugih strukturnih dejavnikov. Cene surovega kakava in kave so dosegle novo najvišjo vrednost na začetku leta 2025, ko so se več kot podvojile od januarja 2024 (graf C, slika a). Medtem ko so se cene surovega kakava in kave nekoliko znižale z najvišjih

vrednosti, so se pretekla zvišanja z zamikom prenesla na potrošniške cene hrane. Ta zvišanja je deloma mogoče pripisati ekstremnemu vremenu (Kotz et al., 2025). Podobno ugotovitve iz nedavnih stikov ECB z nefinančnimi družbami nakazujejo, da na gibanje cen hrane vplivajo tudi podnebne spremembe (Kuik et al., 2025). Po naših ocenah bi se na primer zaradi poletnega vročinskega vala v letu 2025 cene nepredelane hrane v euroobmočju po enem letu lahko zvišale za 0,4 do 0,7 odstotne točke.³ Po drugi strani pa na cene evropskega mesa (zlasti govedine) vpliva predvsem nadaljnje strukturno zmanjšanje ponudbe ob močnem povpraševanju.⁴ Tako so v Evropi cene mesa pri kmetijskih proizvajalcih junija 2025 dosegle najvišjo vrednost – ki je bila 17% višja od ravni v januarju 2024 – zatem pa so se rahlo umirile.

³ Na podlagi ažurirane analize, objavljene v Kotz et al. (2024).

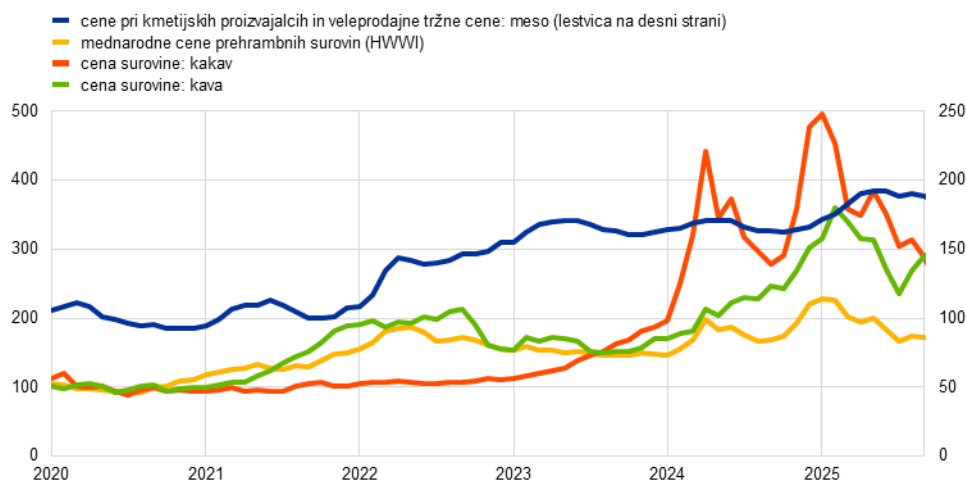
⁴ Več podrobnosti je v [informativnem pregledu trga mesa](#), ki ga je pripravila Evropska komisija.

Graf C

Dejavniki inflacije v skupini hrane

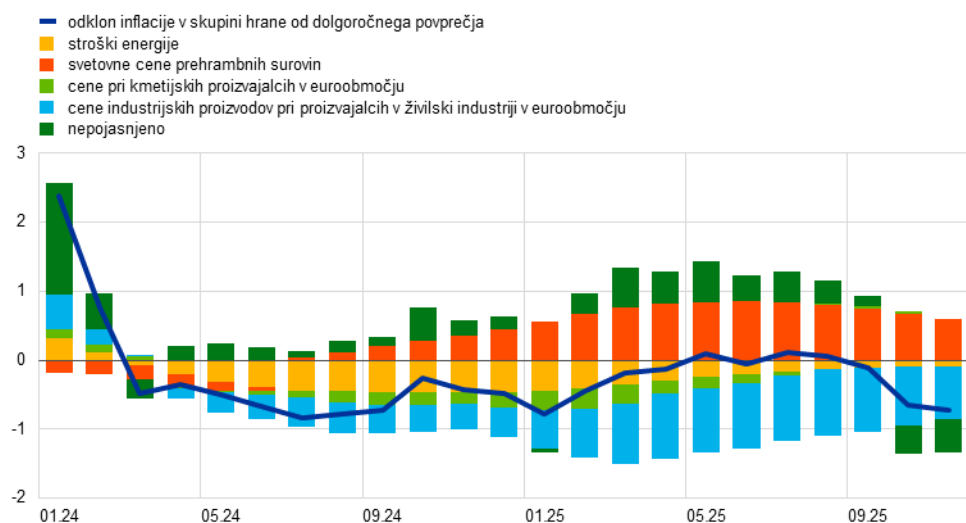
a) Gibanje cen prehranskih surovin

(indeksi, 2020 = 100)



b) Modelski razčlenitev inflacije v skupini hrane

(prispevki v odstotnih točkah k odklonu od dolgoročnega povprečja)



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

Opombe: Na sliki a se zadnji podatki nanašajo na november 2025. Na sliki b so v grafu na podlagi modela Bayesove vektorske avtoregresije razčlenjeni dejavniki odklona inflacije v skupini hrane v euroobmočju od dolgoročnega povprečja (in začetno stanje), pri čemer se uporablja [nabor orodij BEAR](#), ki ga je razvila ECB. Pri opredelitvi dejavnikov se upošteva razčlenitev po Choleskyju, kot je predstavljena v Ferrucci et al. (2012) in pri kateri je določen naslednji vrstni red inovacij: svetovne cene prehranskih surovin (v eurih, iz baze podatkov HWWI), cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov v euroobmočju, cene pri kmetijskih proizvajalcih v euroobmočju, cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v živilskem sektorju, cene življenjskih potrebščin. Vrstni red je skladen s predpostavko cenovne verige. Ocenjevalni vzorec zajema obdobje od decembra 1996 do novembra 2025.

Modelski razčlenitev inflacije v skupini hrane na dejavnike njenega zviševanja obenem nakazuje, da imajo v zadnjem času pomembnejšo vlogo tudi cene primarnih surovin (graf C, slika b).⁵ Razčlenitev kaže umirjanje stroškovnih pritiskov v zadnjih mesecih zaradi rahlo nižjega prispevka mednarodnih cen primarnih surovin in manjšega (zdaj negativnega) prispevka »nepojasnjene« komponente, ki bi bila lahko povezana s prenosom pretekle rasti plač v trgovini na

⁵ Več podrobnosti o modelski razčlenitvi je v Kuik et al. (2024).

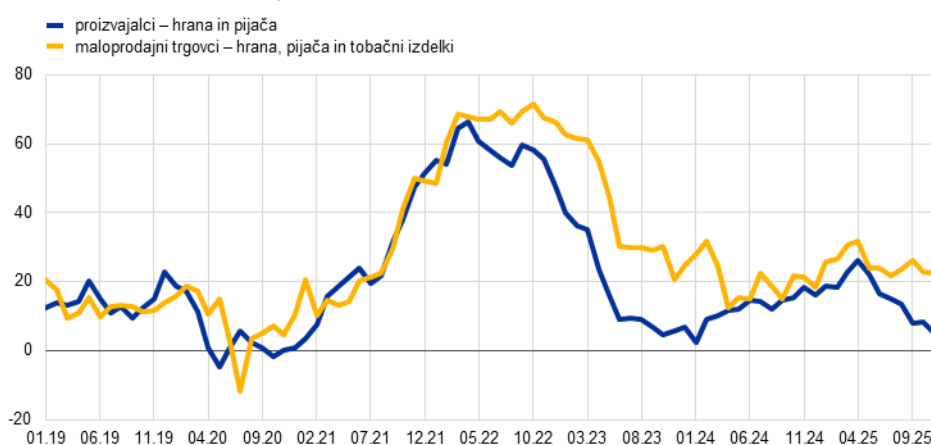
drobno.⁶ Najnovejši podatki o sredstvih za zaposlene na zaposlenega po sektorjih na primer kažejo, da je rast plač v trgovini, prometu in nastanitvenih dejavnostih – ki zajemajo tudi maloprodajni živilski sektor – v prvi polovici leta 2025 ostala povišana in je bila višja od povprečja pred pandemijo.

Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo inflacija v skupini hrane predvidoma še dodatno znižala, k čemur bo kratkoročno prispevalo umirjanje pričakovanj glede prodajnih cen. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se bo inflacija v skupini hrane kratkoročno predvidoma znižala in v tretjem četrtletju 2026 dosegla 2,1%, v preostanku obdobja projekcij pa bo ostala na zmerni ravni. V zelo bližnji prihodnosti to napoved potrjujejo proizvajalci hrane in pijače v anketi Evropske komisije o poslovnih tendencah, saj se njihova pričakovanja glede prodajnih cen za prihodnje tri mesece znižujejo že od aprila in so upadla pod dolgoročno povprečje med letoma 1999 in 2019 (graf D). Nasprotno so se pričakovanja glede prodajnih cen med maloprodajnimi trgovci hrane, pijače in tobačnih izdelkov umirila manj izrazito in so ostala tudi višja od dolgoročnega povprečja, kar bi deloma lahko odražalo še vedno povišano rast plač v tem sektorju.

Graf D

Pričakovanja glede prodajnih cen med proizvajalci in maloprodajnimi trgovci hrane – prihodnji trije meseci

(odstotne točke, desezonirane vrednosti)



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Vrednosti so opredeljene kot razlika med odstotkom anketirancev, ki so odgovorili pritrdilno ali nikalno. Zadnji podatki se nanašajo na november 2025.

Viri

Aarab, I., Bańbura, M., Bobeica, E. in Leguay, E. (2025), »[Koliko pozornosti je v novicah namenjene inflaciji](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB.

Bobeica, E., Koester, G. in Nickel, C. (2025), »[When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area](#)«, *Blog ECB*, ECB, 25. september.

⁶ Opozoriti velja, da se v modelu plače v proizvodnem sektorju implicitno upoštevajo prek cen pri proizvajalcih.

D'Acunto, F., De Fiore, F., Sandri, D. in Weber, M. (2025), »[A global survey of household perceptions and expectations](#)«, *BIS Quarterly Review*, september 2025.

Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. in Onorante, L. (2012), »[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)«, *International Journal of Central Banking*, zvezek 8, marec 2012, str. 179–218.

Kotz, M., Donat, M.G., Lancaster, T., Parker, M., Smith, P., Taylor, A. in Vetter, S.H. (2025), »[Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks](#)«, *Environmental Research Letters*, zvezek 20, številka 8.

Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. in Nickel, C. (2024), »[Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures](#)«, *Nature Communications Earth & Environment*, zvezek 5, številka 115.

Kuik, F., Lis, E.M., Paredes, J. in Rubene, I. (2024), »[Kateri dejavniki so v zadnjih dveh letih poganjali inflacijo v skupini hrane v euroobmočju?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB.

Kuik, F., Morris, R., Roma, M. in Slavík, M. (2025), »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 30. julija do 4. novembra 2025

Pripravila Kristian Tötterman in Samuel Bieber

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 30. julija do 4. novembra 2025 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je še naprej postopno 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 bilo deloma odtehtano z nadaljnjim zmanjševanjem umikanja likvidnosti z neto avtonomnimi dejavniki.

Likvidnostna analiza avtonomnih dejavnikov

S to številko Ekonomskega biltena se uvaja rahla sprememba glede tega, kako se v tem okvirju razvrščajo postavke bilance stanja Eurosistema. Namen te spremembe je izboljšati razumevanje dejavnikov, ki poganjajo spremembe avtonomnih dejavnikov, in njihovih posledic za likvidnost. V analizi likvidnostnih razmer v Eurosistemu so avtonomni dejavniki razvrščeni na naslednji način: (i) neto aktiva v eurih, (ii) neto tuja aktiva, (iii) vloge države, (iv) bankovci in (v) drugi avtonomni dejavniki (neto). Prva dva dejavnika sta dejavnika neto povečevanja likvidnosti, preostali trije pa so dejavniki neto umikanja likvidnosti. Razporejanje postavk bilance stanja v te skupine se je zdaj rahlo spremenilo. Prvič, računi prevrednotenja imetij v drugih valutah, ki so bili prej razvrščeni med druge avtonomne dejavnike (neto), so zdaj vključeni v kategorijo neto tuje aktive, s čimer je postal vpliv sprememb na likvidnost v tej kategoriji, ki je običajno minimalen, bolj jasen. Drugič, neto aktiva v eurih zdaj obsega vse glavne aktivnosti sprejemanja vlog in naložbene aktivnosti v eurih, ki niso povezane z denarno politiko. Do zdaj so bile v to kategorijo razvrščene samo nekatere od teh aktivnosti, medtem ko so bile preostale postavke razvrščene med druge avtonomne dejavnike (neto). Tretjič, kategorija drugih avtonomnih dejavnikov (neto) zdaj vključuje precej manj postavk bilance stanja, kot so kapital, rezerve in rezervacije Eurosistema. Pretekle časovne vrste, ki odražajo to spremenjeno razčlenitev, so na voljo na podatkovnem portalu ECB pod [poglavjem »Liquidity«](#).

Likvidnostne potrebe

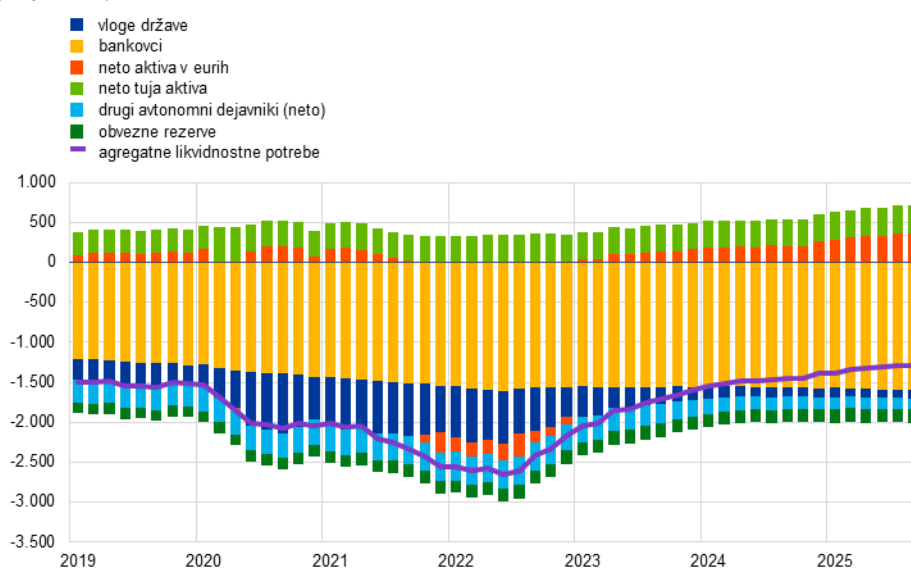
V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 30 milijard EUR na 1.288 milijard EUR (graf A).

Zmanjšanje je bilo posledica porasta avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti in rahlega zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti. Obvezne rezerve so ostale stabilne na ravni 168 milijard EUR in niso vplivale na skupne likvidnostne potrebe (tabela A).

Graf A

Spremembe agregatnih likvidnostnih potreb

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

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

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so v obravnavanem obdobju porasli za 28 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto aktive v eurih za 25 milijard EUR. K splošnemu povečanju je prispevalo predvsem nadaljnje zmanjševanje vlog v eurih, ki niso povezane z denarno politiko. Naložbe v eurih, ki niso povezane z denarno politiko, so se rahlo povečale, kar je prav tako prispevalo k povečanju neto aktive v eurih. Po drugi strani so se imetja neto tuje aktive malenkostno povečala, in sicer za 3 milijarde EUR, kar pa je le minimalno vplivalo na splošne likvidnostne razmere.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju predvsem zaradi upada drugih avtonomnih dejavnikov zmanjšali za 3 milijarde EUR. V povprečju so se drugi neto avtonomni dejavniki – predvsem zaradi zmanjšanja na strani pasive – zmanjšali za 18 milijard EUR. Vloge države so se rahlo povečale, in sicer za 6 milijard EUR na 110 milijard EUR, k čemur so prispevali večje izdajanje s strani držav jeseni in posledično večje denarne rezerve v državnih zakladnicah. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju rahlo povečala, in sicer za 8 milijard EUR na 1.591 milijard EUR.

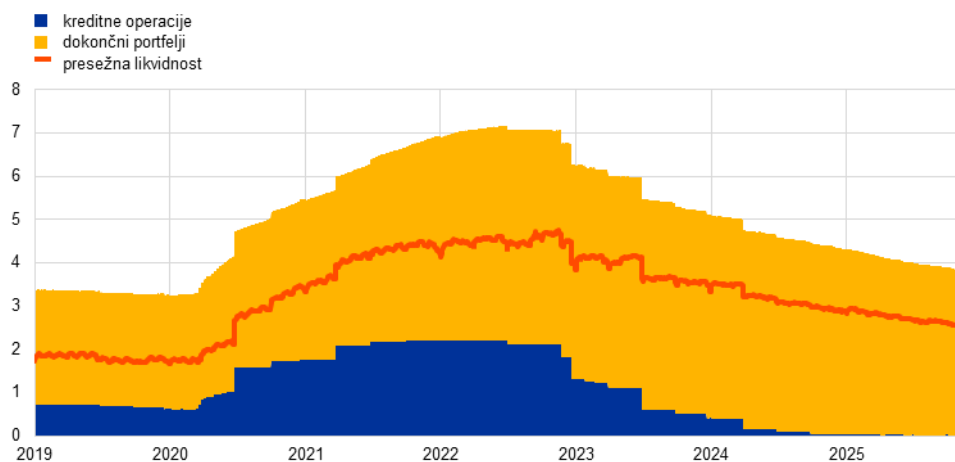
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 127 milijard EUR na 3.901 milijardo EUR (graf B). Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja Eurosistemovih dokončnih portfeljev.

Graf B

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

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

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

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev denarne politike, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 125 milijard EUR na 3.881 milijard EUR. Zmanjšanje je bilo posledica tega, da zapadla imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji niso bila ponovno investirana.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 3 milijarde EUR na 21 milijard EUR.

Povprečno stanje operacij glavnega refinanciranja se je zmanjšalo za okrog 1 milijardo EUR, povprečno stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja pa za okrog 2 milijardi EUR. Zadržano sodelovanje bank v teh rednih operacijah kaže, da je njihov likvidnostni položaj dober in da so na voljo alternativni viri financiranja po ugodnih tržnih obrestnih merah in ročnostih.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 97 milijard EUR na 2.614 milijard EUR (graf B). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu 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 7,5 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, kar pomeni, da se je razmik med njima rahlo zmanjšal od tretjega in četrtega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025, ko je znašal 7,9 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 tretjem in četrtem 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: 30. julij–4. november 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 23. april–29. julij 2025	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. julij–16. september 2025		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. september–4. november 2025		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Dejavniki povečevanja likvidnosti								
Avtonomni dejavniki	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685	(+43)
- neto tuja aktiva	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353	(+6)
- neto aktiva v eurih	357	(+25)	358	(+24)	357	(–1)	332	(+37)
Operacije denarne politike	3.901	(–127)	3.931	(–57)	3.871	(–60)	4.028	(–156)
- operacije glavnega refinanciranja	9	(–1)	8	(–0)	10	(+2)	10	(+0)
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja	12	(–2)	12	(–1)	11	(–1)	13	(–3)
- dokončni portfelji	3.881	(–125)	3.911	(–56)	3.850	(–61)	4.005	(–154)
- drugo povečevanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Dejavniki umikanja likvidnosti								
Avtonomni dejavniki	1.844	(–3)	1.838	(–7)	1.850	(+12)	1.847	(+6)
- bankovci v obtoku	1.591	(+8)	1.593	(+5)	1.590	(–2)	1.583	(+14)
- vloge države	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104	(–5)
- drugi avtonomni dejavniki (neto)	143	(–18)	141	(–13)	144	(+3)	161	(–2)
Operacije denarne politike								
- drugo umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidnost in odprti ponudbi								
- tekoči računi kreditnih institucij	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172	(+0)
- obvezne rezerve ¹⁾	168	(+1)	168	(+1)	168	(–0)	167	(+0)
- odprta ponudba mejnega posojila	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)
- odprta ponudba mejnega depozita	2.608	(–98)	2.643	(–28)	2.573	(–70)	2.705	(–120)
- presežna likvidnost ²⁾	2.614	(–97)	2.648	(–28)	2.579	(–69)	2.711	(–120)
Druge informacije o likvidnosti								
- agregatne likvidnostne potrebe ³⁾	1.288	(–30)	1.283	(–30)	1.292	(+8)	1.318	(–36)
- neto avtonomni dejavniki ⁴⁾	1.120	(–31)	1.116	(–31)	1.124	(+8)	1.151	(–37)

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.

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: 30. julij–4. november 2025				Prejšnje obravnavano obdobje: 23. april–29. julij 2025			
	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 30. julij– 16. september 2025		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. september– 4. november 2025		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. april– 10. junij 2025		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. junij– 29. julij 2025	
Operacije glavnega refinanciranja	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,40	(–0,25)	2,15	(–0,25)
Odporna ponudba mejnega posojila	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,65	(–0,25)	2,40	(–0,25)
Odporna ponudba mejnega depozita	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,25	(–0,25)	2,00	(–0,25)
€STR	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)	2,17	(–0,25)	1,92	(–0,25)
Indeks RepoFunds Rate Euro	1,99	(–0,01)	2,00	(+0,00)	2,25	(–0,24)	2,00	(–0,24)

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.

Članka

1 What is the untapped potential of the EU Single Market?

Prepared by Roberto Bernasconi, Naïm Cordemans, Vanessa Gunnella, Giacomo Pongetti and Lucia Quaglietti

1 Introduction

The EU Single Market brings together 450 million people and 26 million businesses. It is one of the cornerstones of European integration, serving as a dynamic engine for welfare gains, competitiveness and resilience. By facilitating the free movement of goods, services, capital and labour, it has enhanced economic efficiency through economies of scale, stronger competition and increased innovation. ECB research indicates that between 1993 and 2014 the Single Market increased real GDP per capita by 12-22% across founding Member States (Lehtimäki and Sondermann, 2020), while studies by Mion and Ponattu (2019) estimate average annual welfare gains of around €840 per person, expressed in 2016 prices.

The Single Market delivers broad economic and strategic benefits for the EU and its Member States. A well-functioning Single Market improves productivity and resilience because it provides the scale for companies to innovate and grow. It also promotes price convergence and strengthens the transmission of monetary policy, which are of particular relevance to the ECB. Moreover, as underlined by Letta (2024) and Draghi (2024), it stands as Europe's first line of defence in the face of a rapidly evolving geopolitical landscape.

However, the Single Market continues to face structural obstacles that prevent the realisation of its full potential. Remaining barriers – particularly to the cross-border provision of services, but also to the circulation of goods and the free movement of labour and capital – limit the depth of integration and the scope of potential welfare gains.¹ Overcoming these limitations is essential for further strengthening the EU's resilience, fostering competitiveness, enhancing defence capabilities and safeguarding economic stability.

This article assesses part of the untapped potential of the Single Market, specifically addressing the circulation of goods and services. The first section briefly traces the historical development of the Single Market and examines the current degree of trade integration. The second section describes the barriers that impede the free movement of goods and services within the EU. The third section quantifies the scale of the barriers through the lens of a gravity model. And finally,

¹ See European Commission (2025a).

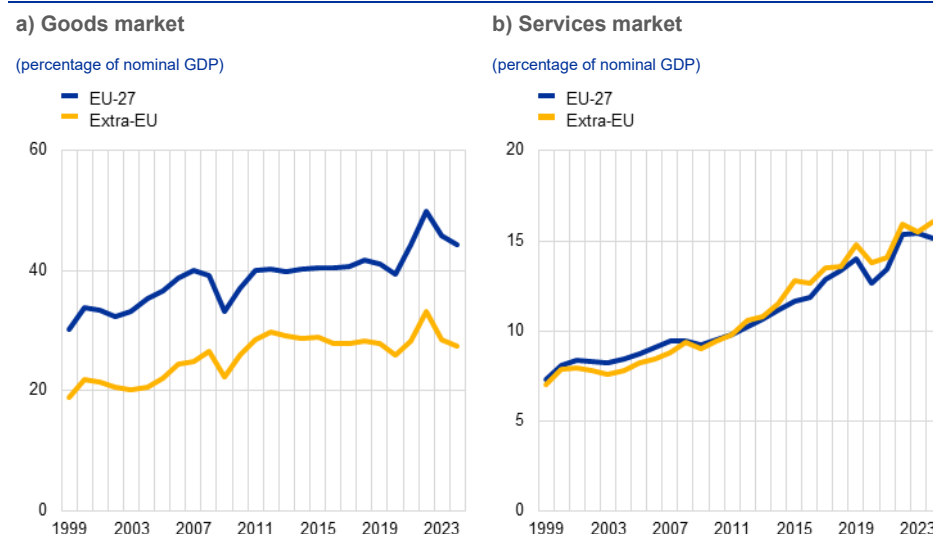
the fourth section assesses the potential welfare gains achievable through further integration.

2 Current level of integration of goods and services in the Single Market

The Treaty of Rome, which created the European Economic Community (EEC), laid the foundation for a common market and customs union. The 1957 Treaty introduced the “four freedoms”: the free movement of goods, services, capital and people. The initial emphasis was on reducing customs duties and quotas on goods, which were fully eliminated by 1968 with the creation of the EEC customs union. The Single European Act of 1986 set the goal of a fully integrated internal market by tackling non-tariff barriers, paving the way for the Single Market’s official launch in January 1993. For goods, it removed customs formalities, reduced technical barriers through mutual recognition and replaced VAT border checks with harmonised rules. For services, the Services Directive adopted in December 2006 addressed obstacles to cross-border provision, with the aim of removing discriminatory practices based on nationality or residence and fostering administrative cooperation.²

Removing barriers to the movement of goods has resulted in rapid EU goods trade integration, while services markets remain less integrated. Chart 1 compares intra-EU and extra-EU trade, used as an indicator of the degree of integration within and outside the Single Market respectively. Trade in goods has clearly benefited from deeper integration within the EU, which is not the case for services. In 2024 cross-border trade in goods within the EU accounted for over 40% of EU GDP, up from 30% in 1999 and around 16 percentage points higher than trade between the EU and the rest of the world. Over the same period, intra-EU trade in services rose from 8% of GDP in 1999 to 16% in 2024, a level very similar to extra-EU trade in services. This contrast between goods and services integration is all the more striking given that services account for nearly three-quarters of economic activity in the EU.

² However, the scope of the Directive was limited to selected sectors, excluding areas such as energy, financial services, transport, telecommunication and healthcare.

Chart 1**Intra-EU and extra-EU trade**

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Comparatively low services trade integration can be attributed, in part, to the localised nature of services. Many services, such as healthcare, education, legal consultancy or real estate, may require proximity to the consumer or adaptation to local cultural, legal or linguistic contexts, making cross-border provision more challenging. To some extent, it also reflects the fact that a significant share of service provision occurs via the establishment of subsidiaries or branches.³

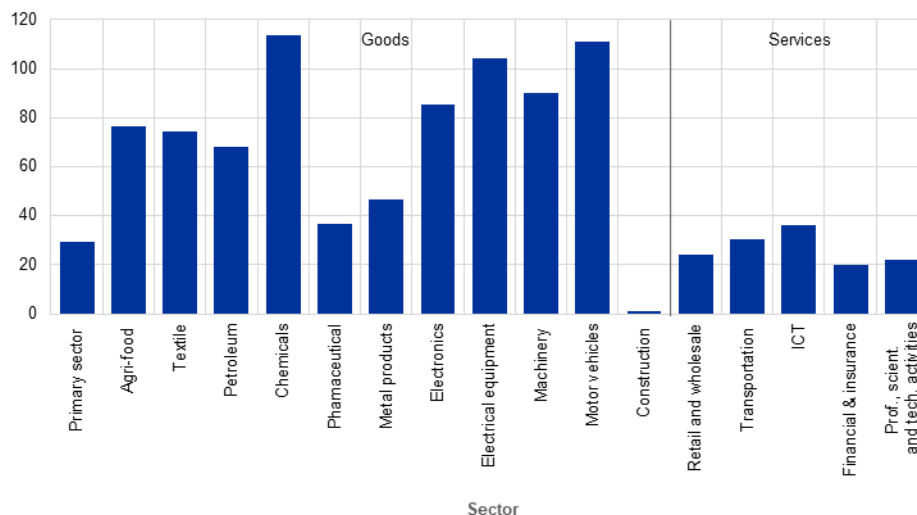
The depth of Single Market integration varies significantly across subsectors. Highly harmonised manufacturing industries such as motor vehicles, chemicals and electronics benefit from EU-wide standards, mutual recognition agreements and extensive cross-border supply chains. For example, the automotive sector relies on cross-border supply chains for parts and assembly, while chemicals and electronics benefit from harmonised EU standards that ease trade across Member States. In contrast, primary goods, such as food products and pharmaceutical products, remain far less integrated because of a combination of national regulations, differences in standards and logistical barriers, as well as non-policy determinants such as cultural factors, consumer preferences and limited tradability of certain products (Chart 2).⁴ Service sectors display an equally uneven landscape. Business and support services achieve relatively high integration under the Services Directive, whereas retail, construction, professional activities and real estate face persistent national and local barriers.

³ Many services require the establishment of local subsidiaries or branches, which are classified as foreign direct investment (FDI) rather than cross-border service exports. The value of services provided through these local establishments does not appear in cross-border trade statistics. This means that official data on intra-EU trade in services might understate the actual level of integration, as they do not capture the substantial volume of services delivered via FDI channels.

⁴ Chart 2 reports intra-EU trade data based on gross exports, which include both final and intermediate products. While this leads to some degree of double counting due to intermediate goods crossing borders multiple times before final production, it also highlights the depth of economic integration and the significance of intra-EU value chain linkages.

Chart 2**Intra-EU trade by sector**

(percentage of each sector value added)



Sources: OECD TiVA 2025 and ECB calculations.

Notes: Data refer to 2022. Sector trade from input-output tables includes gross final and intermediate trade.

3 What are the barriers that impede integration of the EU Single Market?

Barriers persist within the EU Single Market.⁵ They originate from a multitude of sources, including: (a) differences in national rules or regulations; (b) cumbersome administrative procedures; (c) inconsistent application of EU rules and gold-plating; and (d) national anticompetition practices that put non-domestic firms at a disadvantage. In addition, barriers can also differ across sectors. Goods markets often face divergent technical standards, non-tariff barriers and high compliance costs. Services face challenges from labour mobility restrictions and regulatory differences, which complicate cross-border business. Regulatory fragmentation can hinder trade and investment in both goods and services. This section presents a short overview of the principal barriers affecting intra-EU trade, categorised according to the source of the barriers.

A. Regulatory barriers

Regulatory barriers refer to fragmented rules or requirements that restrict the free movement of goods and services across borders. Different rules and standards across Member States may limit cross-border market access or raise compliance costs for firms. Significant disparities in product standards and technical requirements persist across the EU. A fragmented value added tax regime – with 27 distinct national frameworks – is also an obstacle to cross-border trade. For services, the recognition of professional qualifications impedes worker mobility.

⁵ See Draghi (2024) and Letta (2024).

B. Administrative barriers

Administrative barriers typically encompass lengthy, cumbersome or unclear procedures that complicate compliance and delivery. Administrative barriers arise typically from the procedures surrounding the implementation and enforcement of regulations. These include complex authorisation procedures, excessive documentation requirements, delays in obtaining permits or a lack of coordination between national authorities. Exporters may need import licences, conformity assessments and tailored documentation for national regulations, while lengthy product registration and a lack of digital reporting systems complicate compliance. In the field of services, residency and nationality requirements – while mostly curbed by EU law – can still arise through national rules like residency obligations for legal accountability.

C. Enforcement barriers

Enforcement barriers relate to the inconsistent application of EU rules or lack of oversight mechanisms. Differences in the interpretation and application of EU directives across Member States undermine the Single Market, as national authorities often prioritise domestic standards over EU law, creating legal uncertainty or failing to meet minimum standards. Gold-plating – the practice of adding national requirements beyond the minimum required to implement EU law – further increases costs and burdens, forcing companies to adapt to varying obligations.

D. Competition-related barriers

Competition-related barriers relate to discriminatory practices or unequal treatment that put non-domestic firms at a disadvantage. For both goods and services, legal constraints such as local language requirements, price controls and nationally restricted tax incentives or targeted subsidies raise operational costs or restrict access for foreign competitors. In the services sector, fragmentation stems from local content requirements, which are officially prohibited but are often introduced in disguised form. In sectors like energy, defence and telecommunications, public procurement processes tend to favour domestic firms. Studies indicate that only about 5% of public procurement contracts are awarded to non-domestic firms.⁶

E. Other barriers

Obstacles to the effective functioning of the Single Market are compounded by multiple layers of structural and practical barriers. Accessing clear and comprehensive information remains a major challenge within the Single Market, as businesses frequently face difficulties finding up-to-date guidance on national rules and requirements. Lengthy enforcement processes and inefficient judicial systems further fracture the regulatory landscape and undermine legal certainty. In the financial sector, the lack of a fully realised Capital Markets Union – with a single supervisor and harmonised resolution mechanisms – undermines cross-border investment and financial integration. These issues are further compounded by

⁶ European Centre for International Political Economy (2021).

patchy transport and digital communication infrastructure, which restricts efficient connectivity.

Data on barriers that hinder the functioning of the Single Market are limited.

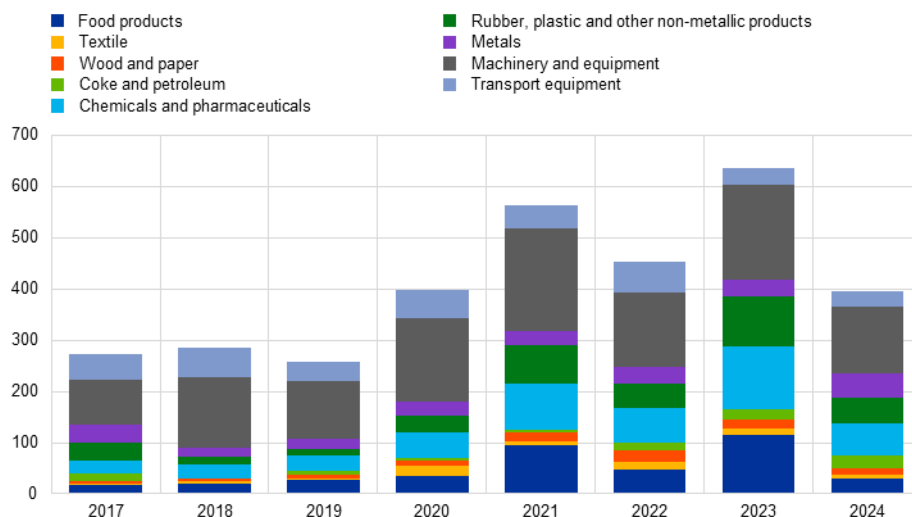
Regulatory restrictions, administrative requirements and other barriers can be difficult to capture and complex to quantify. Existing indicators often rely on subjective evaluations, expert assessments or partial coverage, with limited consistency across sectors and time. Some indicators rely on expert assessments of regulatory frameworks to quantify restrictions in the services sector, while others systematically record and classify policy measures deemed harmful to trade. EU-level data focus on the implementation of and compliance with EU rules. By contrast, a few business surveys capture firms' perceptions of administrative burdens, market access obstacles and regulatory uncertainty. The European Commission (2025a) indicates that, while over the years the EU has removed many barriers to trade in the Single Market, new sources of fragmentation continue to appear. This results in a pattern of increased barriers. Specifically, the Commission has identified a set of the "Terrible 10" barriers which persistently fragment cross-border activity despite harmonised EU rules (European Commission, 2025a). These include discriminatory authorisation procedures, disproportionate professional qualification requirements, unjustified territorial supply constraints, limits on cross-border establishment, barriers to digital and data mobility, and restrictions on the provision of services across borders.

The data that are available suggest there are still hurdles to overcome for the Single Market to function more efficiently.

The Global Trade Alert (GTA) database reveals that Member States still enact trade-distortive interventions, demonstrating that internal barriers still characterise the Single Market. By impeding or disincentivising trade, these measures could translate into material costs. A substantial proportion of these measures involve subsidies and export-supporting policies, which often create competitive imbalances within the Single Market. Machinery and food products are consistently among the most affected sectors in the manufacturing industry (Chart 3).

Chart 3**Interventions hindering intra-EU trade by sector**

(number of interventions)



Sources: GTA and ECB calculations.

Note: Interventions classified as harmful are reported.

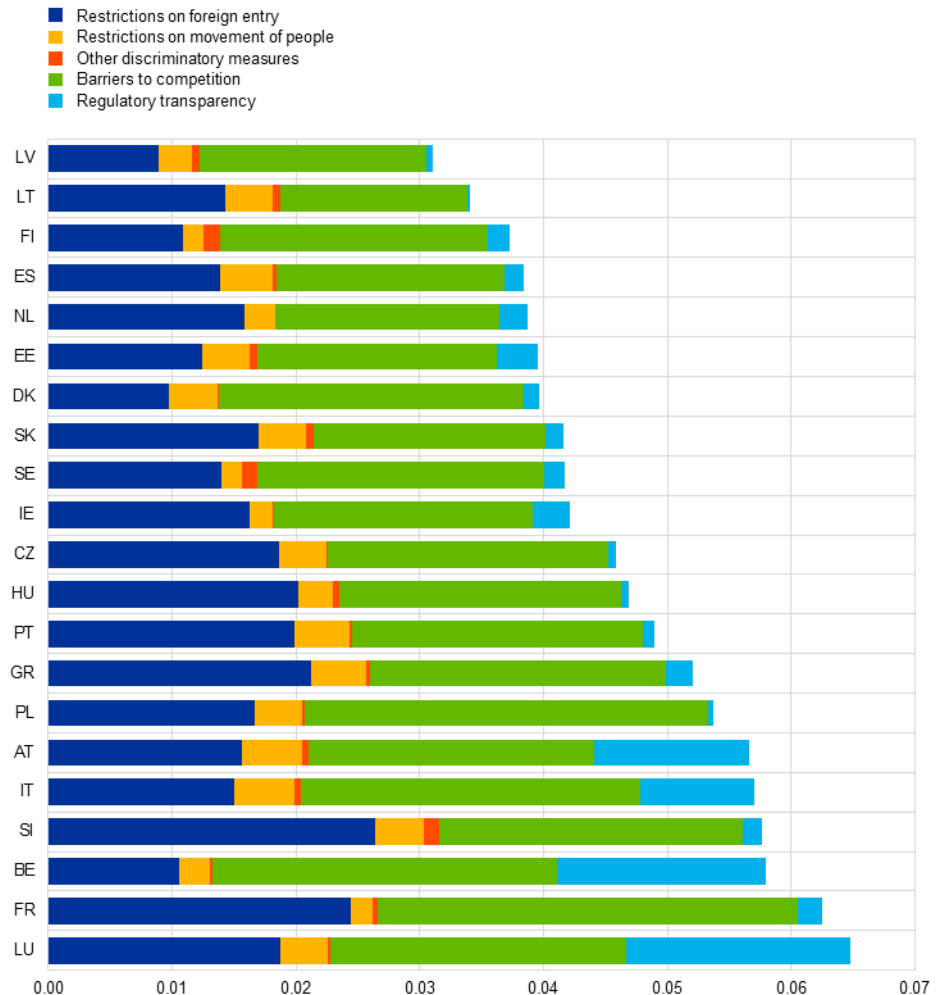
The data also indicate that restrictions on competition and foreign entry of firms form the bulk of the barriers within the Single Market for services. Data on barriers that hinder the functioning of the Single Market are limited also in the case of services. Still, the OECD STRI indicator can offer a useful proxy. Specifically, Chart 4 illustrates the distribution of barriers by policy area for EU countries, highlighting the relative importance of different types of barriers. Data point to a marked variation in the degree of services restrictions across EU Member States and categories. Some countries like Luxembourg and Belgium exhibit higher overall restrictiveness levels, largely driven by foreign entry and competition barriers, while others, such as Latvia and Lithuania, maintain comparatively open regulatory environments.⁷

⁷ The STRI indicator follows the principle of the most-favoured nation (MFN), documenting regimes applied to countries that do not benefit from preferential treatment. The EEA STRI indices reveal that remaining trade restrictions on services within the EEA are considerably lower than barriers for third countries, meaning that the introduction of the EU Single Market has significantly reduced services trade barriers in comparison with MFN applied policies.

Chart 4

2023 service trade restrictiveness

(index points)



Sources: OECD and ECB calculations.

Notes: Data refer to 2023. A higher value indicates a more restricted market. The index offers a structured cross-country comparison of regulatory barriers affecting trade in services, from the perspective of the importer. It is a composite index, with scores ranging from 0, indicating a fully open economy, to 1, indicating a completely closed economy. The index summarises regulatory barriers across five specific policy areas: foreign entry, movement of people, discriminatory measures, competition and regulatory transparency.

4 Quantifying the untapped economic potential of the Single Market

Quantifying the magnitude of trade barriers is key to assessing their economic impact and identifying policies to address them. However, measuring the scale of trade barriers is challenging. As section two discussed, obstacles to trade vary across Member States and sectors and evolve as legislation and national practices change. Comprehensive and comparable indicators are limited, since many barriers – such as gold-plating, licensing complexity or differences in enforcement – are difficult to observe directly or quantify systematically.

To address the lack of data on trade barriers, the literature has adopted an indirect, model-based approach to infer their magnitude. The few existing analyses rely on the estimation of gravity models – the workhorse framework of international trade analysis.⁸ These models consider the determinants of trade flows between two countries, such as economic size, distance, shared language and borders. By incorporating these determinants, the gravity model allows for the quantification of other, additional costs associated with cross-border trade between EU Member States, relative to domestic trade, including possible observable and unobservable frictions that have an impact on trade. These reflect a wide range of influences, including trade-related costs and barriers that can be amended through policy actions, such as regulatory differences and restrictions to competition, but also factors such as cultural mismatches and national preferences.

Estimates of trade costs are typically expressed relative to domestic trade and as ad valorem tariff equivalents, as if they were a percentage tariff on the value of traded products. Estimating the costs influencing cross-border trade in relation to domestic trade means in practice that the estimate captures how much more – or less – economic exchange occurs across an international border compared with trade within the same country. Estimates are often expressed as tariff equivalents to provide an intuitive metric for comparison. However, this should not be interpreted to mean that they are directly comparable to tariffs applied at customs borders. Instead, the tariff equivalent gives a simple numerical indication of the extent of the frictions that limit trade across national borders – the higher the tariff equivalent, the larger the implied trade frictions relative to domestic trade.

Studies based on these methods suggest that substantial costs to integration persist, although the range of estimates is very large. Using a gravity framework, recent studies reveal that, while intra-EU trade costs have declined over time, considerable obstacles remain, especially for services. They also vary widely. The estimated tariff equivalent costs for goods trade were 13% for EU15 and 8% for EU28 in 2017 (Head and Mayer, 2021), 44% for EU27 in 2020 (IMF, 2025), and 60% for the euro area in 2020 (Airaudo et al., 2025). Head and Mayer (2025) indicate that this dispersion reflects differences in estimation strategies, data sources, variables used as controls, estimation choices and the time periods considered. For services, trade costs remain significantly higher. Adilbish et. al (2025) estimate a tariff equivalent of 110% for services, underscoring the scale of impediments to full integration.⁹ Fontagné and Yotov (2025) find that only half of the potential benefits from EU membership have been realised to date.¹⁰

⁸ The gravity model is a widely used framework in international economics to explain trade flows between two regions or countries. It is based on the analogy with Newton's law of gravity: trade between two economies increases with their economic "mass" (typically measured by GDP) and decreases with the "distance" between them, which captures trade costs such as transport expenses, cultural differences or regulatory barriers.

⁹ Head and Mayer (2021) provide estimates that are significantly lower than those reported in other studies. This difference is attributed to their use of a cross-sectional estimation approach, which relies on intra-EU trade flows and inferred domestic trade flows. By applying a consistent methodology to both EU and US data, their approach ensures comparability across US and EU regions.

¹⁰ To quantify the potential gains from further integration within the Single Market, Fontagné and Yotov (2025) benchmark, for each country-industry pair, the gains achieved to date against the largest historical reduction in bilateral trade costs observed within the Single Market.

The analysis we present in this section deploys a similar gravity specification.

It uses the methodology proposed by Head and Mayer (2021) to address two major questions: (i) How has the integration of the Single Market evolved over the past 20 years?; and (ii) to what extent does the Single Market remain incomplete? The evolution of trade costs within the Single Market is estimated over time – separately for goods and services – using a gravity model, and barriers are expressed in tariff-equivalent terms.¹¹ In addition, the analysis provides an estimate of barriers across sectors.¹²

The estimates provide an upper bound for the level of trade costs within the Single Market.

The wide range of estimates highlights the significant complexity involved in measuring trade costs. A key challenge is disentangling frictions that are amendable through policy actions (for example through regulatory change) from other structural or behavioural costs that also influence trade flows. Within the gravity framework, trade costs are estimated as a “catch-all” measure for the costs of trading, once the standard determinants have been accounted for. However, these estimates also capture non-policy-related factors that reduce trade, such as taste differences, domestic bias, limited substitutability between products, or the intrinsic limited tradability of some goods and services. As a result, gravity-based estimates overstate the true magnitude of policy-induced trade barriers, and consequently the extent to which barriers within the Single Market can be reduced through policy reforms.¹³ Therefore, these estimates are best viewed as an upper bound on the costs associated specifically with trade barriers.

Given concerns about correctly judging the degree to which trade barriers can be lowered through policy actions, this article also adopts a comparative approach by evaluating intra-EU trade costs against a “friction-light” benchmark country.

Several existing studies in the literature analyse the estimated scale of trade costs in isolation, which, as stated above, carries the risk of overstating the extent to which policy interventions can reduce them. In contrast, this analysis aims to compare estimated trade barriers to those of a benchmark country – defined as an EU Member State exhibiting low estimated trade costs and a high degree of trade integration. This provides a more realistic counterfactual that can demonstrate the potential for deepening EU integration if all Member States were to

¹¹ This article provides estimates of both changes in trade costs and the overall level of trade costs. All models are estimated using the Poisson pseudo-maximum likelihood (PPML) estimator. Goods data come from the OECD TiVA 2025 release (1995-2022), and services data from OECD BATIS (2005-2023). Changes in trade costs are estimated using a yearly country-pair panel that includes domestic flows, following Head and Mayer (2021). The specification includes exporter-time, importer-time, and pair fixed effects. Borders vary over time and are grouped into three categories: EU-EU, EU-ROW, and ROW-ROW. As a result, estimated changes in trade costs are interpreted relative to the initial-year trade costs for ROW-ROW flows. To estimate the levels of trade costs, a yearly country-pair-sector panel is used, again including domestic flows. This specification retains exporter-time and importer-time fixed effects but replaces pair fixed effects with standard gravity controls such as distance, common language, contiguity, common religion and colonial ties.

¹² All estimates are reported using the EU in changing composition. Estimates are broadly similar if the model is instead estimated with a constant EU membership.

¹³ Head and Mayer (2025) use social network data derived from Facebook to analyse the impact of social connections on trade within the EU. Their findings demonstrate that controlling for social connectivity significantly reduces estimated border effects.

reduce barriers to the levels of the benchmark country.¹⁴ The use of a benchmark in the estimation helps to mitigate some limitations related to estimating the levels of barriers as described above.¹⁵ Indeed, for policy purposes, it may be more appropriate to focus on the integration already achieved in the chosen benchmark country rather than on the absolute level of intra-EU barriers – which partly reflect structural factors beyond the reach of policymakers.

5 Measuring trade barriers in goods markets

The integration of EU goods markets has progressed steadily over recent decades. Chart 5, panel a), illustrates the evolution of estimated trade costs – expressed as ad valorem tariff equivalents – within EU Member States, between EU and non-EU partners, and across countries in the rest of the world over time. In 1995, intra-EU trade costs were already almost 19% lower than those for trade between non-EU countries, reflecting the early benefits of Single Market integration (Chart 5, panel a). By 2022, this gap between intra-EU trade costs and non-EU trade costs had narrowed somewhat, while intra-EU trade costs had decreased, in absolute terms, by an additional 7 percentage points. The most substantial decreases in trade costs occurred in energy and agriculture and food products – industries that have benefited from continued policy reforms and harmonisation efforts within the Single Market. For instance, the liberalisation of the energy market, including electricity and gas, and the common agricultural policy reforms have helped to reduce trade costs for these sectors.

¹⁴ The level of trade costs for the chosen benchmark is estimated using a specification similar to that described in footnote 9, with additional border dummy variables included to identify the border between the benchmark and the rest of the EU. The empirical approach follows Larch et al. (2023).

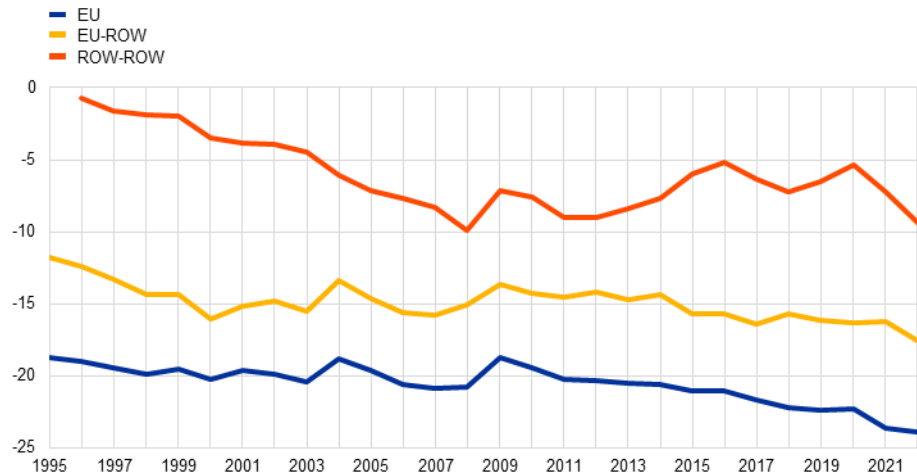
¹⁵ The use of a benchmark helps mitigate these concerns since it reflects a country operating under similar regulatory requirements, market structures and product characteristics as other EU Member States. To the extent that these underlying factors are comparable, differences in estimated trade costs between the benchmark and other countries are more likely to reflect policy-amenable frictions rather than structural or non-policy-related determinants. This therefore tempers the risk of overstating the scope for policy-driven reductions in trade barriers.

Chart 5

Estimated trade costs for the Single Market in goods

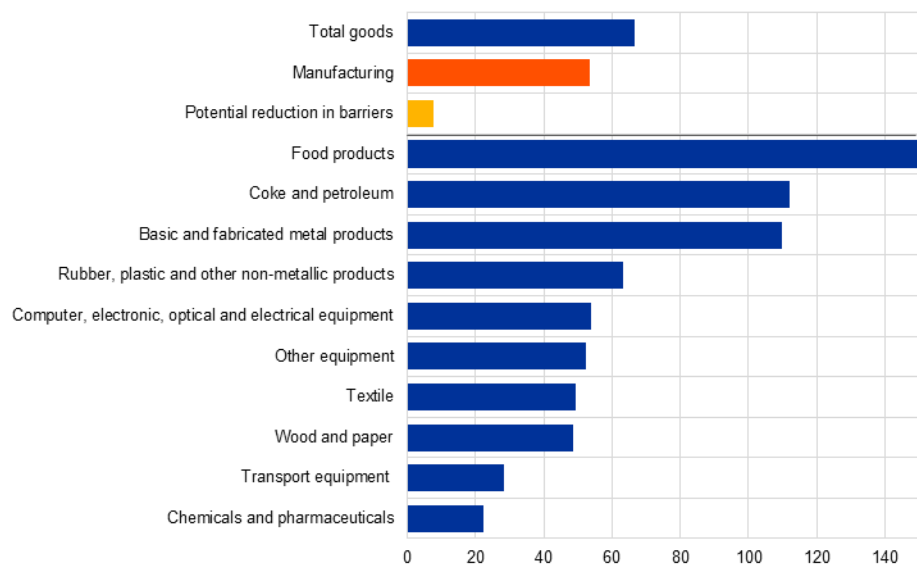
a) Changes in trade costs

(percentage points)



b) Estimated level of EU trade costs by sector in 2022

(percentages, percentage points)



Sources: OECD TIVA 2025 and ECB calculations.

Notes: Panel a): the chart is based on a gravity estimation (see footnote 11) and shows the change in trade barriers for intra-EU trade (blue line), in trade barriers between EU countries and the rest of the world (ROW, yellow line) and for countries in the rest of the world (red line). Each point represents a difference in trade barriers with respect to the 1995 ROW-ROW barriers. Panel b): the chart is based on a gravity estimation (see footnote 11) and shows the ad valorem tariff equivalent level of barriers to trade within the EU across subsectors, for goods as a whole, and for a regression including only the manufacturing sectors. Regression coefficients are converted into ad valorem tariff equivalents using sector-specific elasticities from Fontagné et al. (2022). The potential reduction in barriers (yellow bar) reports the difference in estimated trade costs in the Single Market between the rest of the EU and the Netherlands (the country displaying the highest integration within the EU). The difference is computed as in Yotov and Larch (2023).

Nonetheless, the empirical estimates suggest that trade costs of intra-EU trade in goods remain high. Regression results (Chart 5, panel b) indicate that in 2022 intra-EU trade frictions for goods – i.e. the costs of trading with other EU countries relative to trading domestically – remain significant, at 67% on aggregate for goods

and 54% when considering only the manufacturing sector.¹⁶ Within manufacturing, intra-EU costs for food products are the highest, with an ad valorem tariff equivalent of 150%, which may reflect the complexity of food trade within the EU and the limited scope of the common agricultural policy. In contrast, intra-EU trade costs in the chemical and pharmaceutical sectors are lower, which may reflect the significant efforts towards harmonisation and mutual recognition tools in these sectors.

Comparisons to the friction-light benchmark country – in this case the Netherlands – suggest there is scope to bolster goods trade integration. As stated above, taken in isolation estimates of the level of trade costs can overstate the extent of barriers within the Single Market that can be reduced through policy reforms. Instead, comparison to a benchmark country that has already achieved high integration may be more insightful. Looking across countries, the Netherlands is the Member State with the lowest estimated costs for trade in goods with other EU countries. To quantify the potential for reducing barriers, the gravity regression analysis compares the level of trade costs between the Netherlands and other EU Member States with that of other Member States. This approach calculates the gap between the benchmark and the average trade integration levels across the EU. The regression analysis suggests that, if other countries were to achieve similar levels of integration as this benchmark, intra-EU frictions for trade in goods could be lowered by an average of around 8 percentage points (Chart 5, panel b). That suggests there is scope for relatively substantial gains in integration from countries reaching this benchmark – an aggregate reduction of barriers to trade of 8 percentage points would be broadly similar to the progress made in deepening integration over the past two decades (Chart 5, panel a).

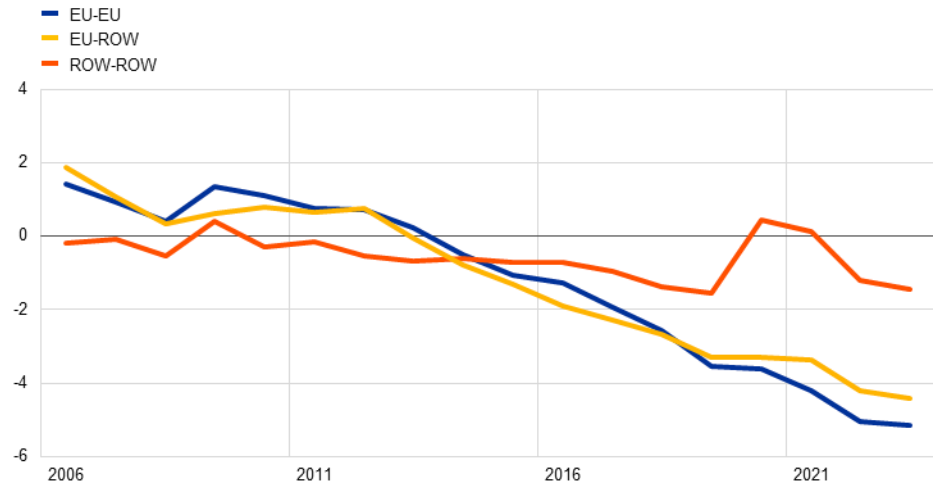
6 Measuring trade barriers in services markets

The integration of EU services markets has also advanced gradually over the past decades. In 2005 intra-EU service trade costs were slightly higher than those affecting countries in the rest of the world. By 2023, intra-EU service trade costs were estimated to have fallen by approximately 7 percentage points (Chart 6a). The most rapid integration has taken place in financial services and in information and communication, where frictions fell by 10 and 9 percentage points respectively between 2005 and 2023. In contrast, progress has been slower in the wholesale and retail sectors, professional services and transport and construction-related services.

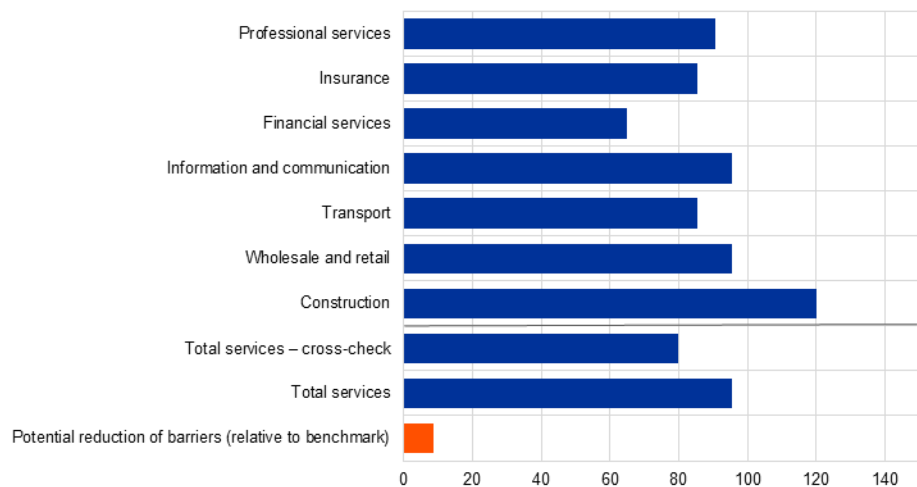
¹⁶ The choice of the trade elasticity of substitution plays an important role in the estimation of ad valorem tariff equivalents. We use elasticities as in Fontagné et al. (2022) and then aggregate them using value added shares. Head and Mayer (2021) used an elasticity of 5. Using this elasticity instead would raise our estimate of tariff-equivalent trade costs to 78%. Previous findings by the IMF (2024) estimated intra-EU trade barriers at 44% for the manufacturing sector. While also relying on elasticities drawn from Fontagné et al. (2022), IMF analysis uses customs data for trade flows and input-output tables for intra-country flows for 1995-2020. The aggregate result is the output-weighted average of the estimated level of barriers at industry level.

Chart 6**Estimated trade costs for the Single Market in services****a) Changes in barriers – tariff equivalent**

(percentage points)

**b) Estimated level of EU trade costs by sector – tariff equivalent in 2023**

(percentages, percentage points)



Sources: OECD and ECB calculations.

Notes: Panel a): the chart is based on a gravity estimation (see footnote 11) and shows changes in trade costs for intra-EU trade (blue line), trade between EU countries and the rest of the world (ROW, red line) and trade between countries in the rest of the world (yellow line). Coefficients are converted into ad valorem tariff equivalents using an elasticity of 7.8 (in line with Freeman et al., 2025).¹⁷ Each point is obtained by differencing with respect to the 2004 ROW-border coefficient. Panel b): this is also based on a gravity estimation (see footnote 11) and shows the level coefficient of an intra-EU dummy across subsectors and for the sector services as a whole. Coefficients are also converted into ad valorem tariff equivalents. The red bar shows the estimated difference between the estimated intra-EU barriers and the benchmark. The difference is computed as in Yotov and Larch (2023).

Despite this progress, substantial frictions continue to impede cross-border trade in services. Chart 6, panel b) presents estimates of the level of trade costs in 2023, expressed as ad valorem tariff equivalents. Although gradual liberalisation has taken place over recent decades, significant obstacles remain – particularly in the

¹⁷ Previous studies, including IMF (2024), use a similar elasticity of substitution for goods and services. Due to the large difference in tradability of services compared with goods, in this article we deploy a services-specific elasticity as estimated by Freeman et al. (2025). Using an elasticity of substitution similar to the one used in the IMF study would result in a tariff-equivalent level of barriers of around 115%.

construction sector, where trade costs are estimated to amount to a tariff exceeding 120%. On average, intra-EU trade costs approximate an ad valorem tariff of around 95% when compared to domestic trade. This implies that trading services across EU borders is almost twice as costly as trading within national borders.¹⁸

The analysis also highlights untapped potential for further integration (Chart 6, panel b). Just as for goods, if taken in isolation, the estimates presented in the previous paragraph overstate the extent of barriers within the Single Market that can be reduced through policy reforms. A more realistic assessment of the untapped potential of the Single Market is provided by the benchmarking exercise. The empirical estimates again suggest that the Netherlands is the benchmark to assess the scope for deeper EU integration in services markets. This is broadly consistent with the indications provided by the OECD Service Trade Restrictiveness Index, which suggests that the Netherlands has a relatively low level of regulatory restrictiveness (Chart 4). The trade costs estimated for the benchmark remain well below the EU average. If other countries were to achieve similar levels of integration, the estimates suggest a reduction in trade costs of around 9 percentage points. As with the goods market, these estimates suggest there is scope for relatively substantial gains in integration if countries can reach this benchmark: a 9 percentage point reduction is similar to the decrease in barriers achieved in the past two decades.

7 Removing barriers to the Single Market: what is the economic impact?

To assess the potential economic gains from reducing barriers within the Single Market, we carry out model-based counterfactual simulations. The simulations are based on a computable general-equilibrium model of trade (Antràs and Chor, 2018), which captures how changes in trade costs affect the economy. The model considers several economic channels through which lower barriers influence trade and welfare. The substitution effect captures that, as cross-border trade becomes easier and cheaper across Europe, firms and consumers substitute more expensive domestically produced goods and services with cheaper imports from other EU countries. In addition, lower barriers lead to lower prices for intermediate and final goods, reducing production costs for firms and increasing real purchasing power for consumers. Together, these mechanisms raise overall efficiency, stimulate competition and expand market opportunities across Member States.

Reducing trade barriers within the Single Market, as identified in the benchmark exercises of the previous sections, could result in substantial long-term welfare gains, particularly in services. The analysis in Chart 7 evaluates the potential gains from closing the gap with the benchmark country in the goods and services markets. In practice, a counterfactual exercise evaluates the gains in terms of increased trade and welfare resulting from the reduction of trade

¹⁸ IMF (2024) estimates a tariff equivalent of around 110% for services. The difference can be traced mainly to the use of a higher trade elasticity of substitution in this article.

barriers quantified in the benchmark exercise – 8 percentage points in goods and 9 percentage points in services within the EU. A reduction of barriers for goods would lead to an increase in intra-EU trade of 4.4% and estimated welfare gains of 1.3%. However, lower trade barriers for services would achieve a larger increase in trade (14.5%) and a larger welfare increase (1.8%). The higher gains from services reflect their significant potential for further integration (as services sectors face higher initial trade barriers). It also reflects the importance of services in the overall economy, as they represent a larger share of domestic expenditure and have downstream linkages. Therefore, a comparable cost reduction generates greater effective integration and broader general-equilibrium gains.

A modest reduction in Single Market barriers could compensate the likely trade losses from higher US tariffs. In the current geopolitical context, enhancing EU integration is especially important to mitigate the adverse effects of external trade tensions, such as those caused by recent US tariffs.¹⁹ The ECB staff projections estimated that higher tariffs and uncertainty would cumulatively lower GDP by around 0.7 percentage points over the period 2025 to 2027.²⁰ Our simulation shows that achieving a reduction of just 2% in goods and services barriers within the Single Market could, in the long run, fully compensate for the projected impact on GDP of higher US tariffs. That would lead to an increase in intra-EU trade of around 3%. Of course, this would be unlikely to substitute for lost US trade immediately, as any structural adjustments within the Single Market would take time to materialise. Sustained regulatory, administrative and enforcement efforts would be required. Nonetheless, the estimates highlight the potential to take advantage of the vast size of the EU internal market. Trade within the EU accounts for more than half of total intra- and extra-euro area exports. Even a small increase in intra-EU trade could significantly offset external trade disruptions, demonstrating the economic potential of the Single Market.

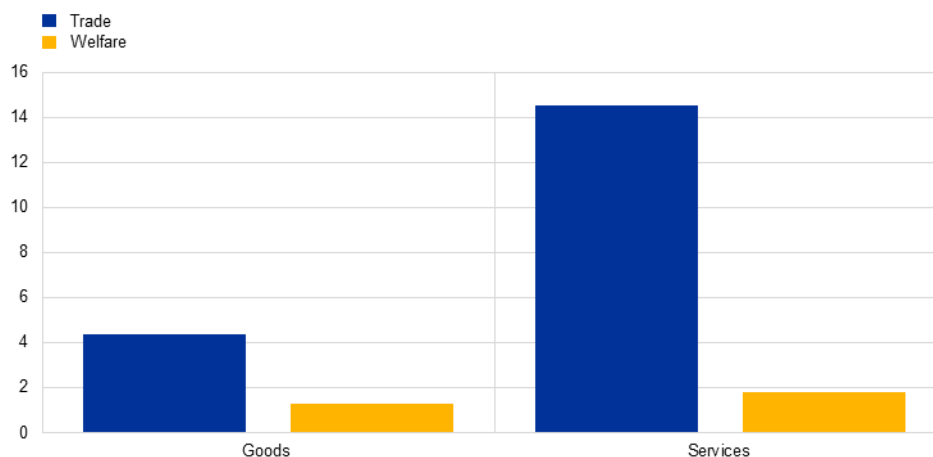
¹⁹ See Lagarde (2025).

²⁰ See the September 2025 ECB staff macroeconomic projections for the euro area for details of the estimated losses arising from the US tariffs for the euro area.

Chart 7

Welfare effects of decreasing Single Market trade barriers

(percentage change effect of decreasing trade costs)



Sources: OECD TiVA 2025, Antràs and Chor (2018) and ECB calculations.

Notes: The EU aggregate welfare effect is calculated as a value added weighted average of effects obtained for Member States.

8 Conclusion

The Single Market is a vital asset for the European Union and its Member States, underpinning prosperity both within the EU and in its relations with the wider world. In the current context of elevated global uncertainty, the completion of the Single Market is more crucial than ever for advancing the EU's principal agendas: improving living standards, enhancing resilience and competitiveness, building defence capabilities and achieving economic security.

This article helps to show the untapped potential of the Single Market. In line with earlier analyses, it estimates the evolution of trade costs within the Single Market using a gravity model framework, with frictions expressed in terms of their tariff-equivalent value. Those empirical estimates suggest that frictions to intra-EU trade remain elevated, with estimates suggesting a tariff equivalent (i.e. the higher costs of trading with other EU countries compared with trading domestically) of 67% for goods and 95% for services. However, as discussed, these figures capture a broad set of factors. Those include costs that could be addressed by policies (e.g. regulatory or administrative changes) but also factors for which it may not be feasible – or even desirable – to eliminate them by policy actions – for example, preferences, home bias and limited tradability. As a result, these estimates likely overstate the true magnitude of policy-induced barriers. As with similar studies in the literature, they are best interpreted as upper bounds for the trade frictions that can be reduced through policy action.

These findings underscore the considerable benefits for Member States in achieving greater integration. Benchmarking against an EU country that has already achieved relatively high integration – in these estimates the Netherlands – can provide a more realistic counterfactual that can demonstrate the potential for

deepening EU integration. The analysis indicates that frictions could be further reduced by some 8 percentage points for goods and 9 percentage points for services if other countries were to achieve a similar degree of integration. That would represent substantial gains in integration, broadly similar to the progress made in deepening integration in goods and services markets over the past two decades. Model estimates suggest this could unlock significant economic potential, with estimated welfare gains of up to 1.3% for convergence in the goods sector and up to 1.8% in the service sector.

Moreover, the EU could derive even greater benefits from completing the Single Market and complementing it with growth-enhancing policies. The estimates of the untapped potential presented in this article are conservative, as they capture only the gains from all Member States reaching the degree of intra-EU trade achieved by the most integrated country. This falls short of the deeper integration that could be unlocked from the full potential of the Single Market and the implementation of Europe's broader competitiveness agenda. As highlighted by Draghi (2024) and Letta (2024), achieving a truly unified market for services requires a very ambitious reduction of remaining regulatory and administrative barriers across Member States. The European Commission's Single Market Strategy (2025b), which focuses on eliminating the ten most significant obstacles to the Single Market while revitalising the services sector and enhancing support for small and medium-sized enterprises, is a step in the right direction and deserves strong support.

Finally, further data collection on the precise nature and intensity of remaining barriers would be valuable. Based on more granular data, a deeper analysis of the existing barriers and their relative magnitude could be pursued. This would help to further inform the debate on specific measures.

References

- Adilbish, O.E., Cerdeiro, D.A., Duval, R.A., Hong, G.H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H.H. and Vaziri, M. (2025), "Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies," *IMF Working Papers*, No 040, International Monetary Fund.
- Airaud, F., Gaillard, A., Santacreu, A.M. and de Soyres, F. (2025), "Recent Evolutions in the Global Trade System: From Integration to Strategic Realignment", *Working Papers*, 2025-027, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Anderson, J.E. and Van Wincoop, E. (2003), "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle", *American Economic Review*, 93(1), pp. 170-192.
- Arampatzi, A.S. et al. (2025), "Capital Markets Union: A Deep Dive - Five Measures to Foster a Single Market for Capital", *Occasional Paper Series*, No 369, ECB.
- Campos, N.F., Coricelli, F. and Moretti, L. (2014), "Economic Growth and Political Integration: Estimating the Benefits from Membership in the European Union Using the Synthetic Counterfactuals Method", *IZA Discussion Paper Series*, No 8162, Institute for the Study of Labor (IZA).

Dahlberg, E. et al. (2020), *Legal obstacles in Member States to Single Market rules*, Publication for the Committee on Internal Market and Consumer Protection, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.

Dorn, F., Flach, L. and Gourevitch, I. (2024), "Building a Stronger Single Market: Potential for Deeper Integration of the Services Sector within the EU", *EconPol Policy Report*, No 52, November.

Draghi, M. (2024), [The Future of European Competitiveness](#), European Commission, September.

European Centre for International Political Economy (2021), *Participation of foreign bidders in EU public procurement*, European Commission.

European Commission (2025a), *The 2025 Annual Single Market and Competitiveness Report*, COM (2025) 26 final, Brussels, 29 January.

European Commission (2025b), *The Single Market: Our European home market in an uncertain world – A Strategy for making the Single Market simple, seamless and strong*, COM(2025) 500 final, Brussels, 21 May.

Filip, P. et al. (2025), "[Why a more competitive economy matters for monetary policy](#)", *The ECB Blog*, ECB, 11 February.

Fontagné, L. and Yotov, Y.V. (2022), "Tariff-based product-level trade elasticities", *Journal of International Economics*, Volume 137, 2022.

Fontagné, L. and Yotov, Y.V. (2025), "The Low-Hanging Fruit of the Single European Market: New Methods and Measures", *Working Paper* No 202522. Center for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University.

Freeman, R. et al. (2025), "Unlocking New Methods to Estimate Country-Specific Effects and Trade Elasticities with the Structural Gravity Model", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 40 Issue 6, pp. 669-684.

Head, K. and Mayer, T. (2021), "The United States of Europe: A Gravity Model Evaluation of the Four Freedoms", *Journal of Economic Perspectives*, 35(2), pp. 23-48.

Helliwell, J.F. (1998), *How Much Do National Borders Matter?*, Brookings Institution Press.

in 't Veld, J. (2019), "Quantifying the Economic Effects of the Single Market in a Structural Macromodel", *European Economy Discussion Papers*, No 094, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

International Monetary Fund (IMF) (2024), "Europe's Choice: Policies for Growth and Resilience", *IMF news article*, 16 December.

Lagarde, C. (2025), "[Remarks by Christine Lagarde, President of the ECB, at the panel on the 'Global Economic Outlook' at the 40th Annual G30 International Banking Seminar](#)", Washington DC, 18 October.

Larch, M., Tan, S. and Yotov, Y. (2023), "A simple method to ex-ante quantify the unobservable effects of trade liberalization and trade protection", *Journal of Comparative Economics*, Volume 51, Issue 4.

Lehtimäki, J. and Sondermann, D. (2020), "[Baldwin vs. Cecchini Revisited: The Growth Impact of the European Single Market](#)", *Working Paper Series*, No 2392, ECB, April.

Letta, E. (2024), *Much more than a market: speed, security, solidarity*, European Commission, April.

McCallum, J. (1995), "National Borders Matter: Canada–U.S. Regional Trade Patterns", *American Economic Review*, 85(3), pp. 615-623.

Mion, G. and Ponattu, D. (2019), "Estimating economic benefits of the Single Market for European countries and regions", *Bertelsmann Stiftung Policy Paper*.

Monteagudo, J., Rutkowski, A. and Lorenzani, D. (2012), "The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation", *Economic Papers*, No 456, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

Nitsch, V. (2000), "National Borders and International Trade: Evidence from the European Union", *Canadian Journal of Economics*, 33(4), pp. 1091-1105.

Parsons, C. and Smith, A. (2022), "The 'Completeness' of the EU Single Market in Comparison to the United States", *Single Market Economics Papers*, WP2022/7, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs (European Commission), Chief Economist Team.

Santamaria, M., Ventura, J. and Yeşilbayraktar, U. (2023), "Exploring European Regional Trade", *Journal of International Economics*, 146(C).

Tinbergen, J. (1962), *Shaping the World Economy: Suggestions for an International Economic Policy*, The Twentieth Century Fund.

Wolf, H.C. (2000), "Intranational Home Bias in Trade", *The Review of Economics and Statistics*, 82(4), pp. 555-563.

Wolfmayr, Y. and Pfaffermayr, M. (2022), "The EU Services Directive: Untapped Potentials of Trade in Services", *FIW Research Reports*, No 03, July.

2 Short-term forecasting of euro area economic activity in an uncertain world

Prepared by Sercan Eraslan, Andrea Fabbri and Lorena Saiz

1 Introduction

Assessing the short-term growth outlook and the associated risks based on incoming data is key to making monetary policy decisions. Central banks therefore develop and continuously refine their short-term GDP forecasting models that are specifically designed to give timely, reliable and data-driven insight into the current state of the economy and the near-term growth outlook. For example, since 2015 the ECB has employed a set of “workhorse” models to forecast near-term real GDP growth in the euro area (see Bańbura and Saiz, 2020).

A series of major shocks in recent years has significantly disrupted the performance of traditional forecasting methods, making it harder to produce accurate forecasts. Events such as the COVID-19 pandemic and Russia’s unjustified war against Ukraine have triggered sizeable fluctuations in economic variables and heightened the levels of uncertainty surrounding such forecasts. These events have compounded the well-known challenges inherent in real-time economic forecasting, including combining information from data collected at different frequencies (e.g. monthly versus quarterly) and accounting for differences in data release calendars, publication delays and data revisions.

Against this background, this article examines the recent enhancements made to the short-term forecasting models employed at the ECB. Our 2025 monetary policy strategy assessment underlined the importance of continuously refining forecasting tools and maintaining a broad and versatile analytical toolbox in an uncertain and rapidly changing world. To address this need, a two-fold strategy was devised to update and finetune the short-term forecasting framework. First, the existing ECB workhorse models were finely tested and improved. The purpose of these revisions was to increase the accuracy and reliability of both point and density forecasts of real GDP growth in the euro area. Density forecasts are particularly important for quantifying forecast uncertainty and can be used to evaluate short-term risks surrounding Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. Second, alternative approaches using advanced machine learning methods were explored to complement the traditional workhorse models. While still in an experimental phase, these innovative tools can help to address instabilities and capture possible non-linearities in economic relations.

The remainder of this article is structured as follows. Section 2 assesses the key challenges for forecasting euro area economic activity since the onset of the pandemic. Section 3 introduces the revised short-term forecasting toolbox, including the workhorse models, and provides a real-time evaluation of their forecast

performance. Section 4 explores a complementary machine learning approach. Section 5 concludes.

2 Forecasting challenges since the pandemic

The extreme economic developments during the pandemic were almost impossible to forecast in real time. As standard models were challenged, the ECB used several innovative approaches to forecast euro area real GDP growth, taking into account the unique characteristics and implications of the pandemic (see, for example, Battistini et al., 2020).

Since the pandemic, further major shocks have put additional strain on forecasting models, which have struggled to adapt to an environment where historical patterns may no longer serve as reliable benchmarks for the future. Similar to the pandemic, shocks such as Russia's war against Ukraine, with the associated energy crisis and inflation surge, and the more recent geopolitical and trade tensions have strongly affected the euro area economy. These disruptions have also caused considerable fluctuations in key economic indicators, posing major challenges when updating and re-estimating short-term forecasting models, making it more difficult to discern economic relations. The sudden and extreme fluctuations in economic activity disrupted seasonal patterns, creating problems for traditional seasonal adjustment methods and leading to potential distortions in the adjusted data. In addition, revisions to GDP and other economic data have been more frequent and substantial than in the past, adding another layer of complexity.¹

These shocks have had highly heterogeneous effects across sectors, which are not easily captured by short-term forecasting models. During the pandemic, contact-intensive services, such as hospitality, travel and entertainment, were hit particularly hard owing to restrictions on movement and social interaction, while other services, such as digital services and e-commerce, experienced elevated demand. The subsequent energy crisis further exacerbated sectoral disparities, as energy-intensive industries, such as manufacturing and transport, faced sharp increases in production costs. These sector-specific shifts in economic activity posed significant challenges for short-term GDP forecasting models, increasing the divergence between survey-based data and hard economic indicators. Thus, it has become evident that forecasting models require greater flexibility and adaptability to account for rapid changes in sectoral composition and their impact on aggregate output.

Structural factors and underlying trends, such as climate change, demographic changes (e.g. an ageing population) and the growth of digital technologies, also play a role. While these factors are expected to have a significant impact on the economy in the medium to long term, they may also

¹ Another persistent challenge is volatility in the area of intellectual property product investments, especially those relating to the activities of multinational corporations in Ireland. Even before the pandemic, volatile intellectual property product investments in Ireland had disproportionately affected euro area GDP figures. Since the pandemic, this volatility has intensified, further distorting aggregate data and complicating the assessment of economic developments (see Andersson et al., 2024).

influence short-term economic developments. However, their gradual and multifaceted nature makes it challenging to incorporate them into short-term forecasting models.

These issues have collectively challenged the performance of the existing short-term forecasting models used at the ECB. While the revised short-term forecasting toolbox described in this article does not resolve all these issues, it addresses some of the key challenges, such as changes in the relation between survey data and hard indicators, heightened volatility, forecast uncertainty (including parameter uncertainty) and the incorporation of additional data sources to more comprehensively capture different aspects of the economy. However, issues such as seasonal adjustment, intellectual property product investments in Ireland and structural changes do not fall within the scope of the revised toolbox.

3 The revised short-term forecasting toolbox

Central banks use a variety of econometric models for business cycle analysis and short-term forecasting of economic activity. Among the most widely used are simple linear regression models (bridge equations), dynamic factor models (DFMs), vector autoregressive models (VARs) and mixed data sampling (MIDAS) models. Each of these model classes has distinct characteristics that make them well suited for short-term forecasting, and all have been widely applied by academics, central banks and other forecasters.²

The previous generation of short-term forecast models for euro area real GDP growth was based on a system of linear regressions or bridge equations.³ This framework (hereinafter the “old ECB models”) relied on a system of linear regressions (bridge equations) to forecast quarterly GDP growth using a set of quarterly predictors and monthly predictors aggregated to quarterly frequency. The old ECB models adopted a supply perspective for real GDP measurement, given its more complete and timelier data coverage and greater accuracy relative to the demand perspective.⁴ The monthly predictors included in the bridge equations for GDP growth forecasts were, in turn, forecast using auxiliary models (DFMs and VARs) incorporating information from other monthly variables. The dataset used was of medium size (30 indicators) and combined hard indicators (e.g. industrial production, retail sales) with soft data (surveys) and financial indicators. Finally, in addition to producing point forecasts, this framework provided density forecasts to capture the uncertainty around the point forecasts as well as a decomposition of the drivers of forecast revisions between updates (a “news analysis”).

² See, for example, Linzenich and Meunier (2024) for the toolbox developed at the ECB; Deutsche Bundesbank (2023); and Almuzara et al. (2023).

³ See Bańbura and Saiz (2020) for an overview of the old ECB models for short-term forecasting of euro area economic activity.

⁴ The supply perspective for GDP measurement relies on the production of goods and services (value added in industry and services), whereas the demand perspective considers the total amount spent on goods and services (consumption and investment).

The old ECB models provided reasonably accurate euro area real GDP growth forecasts until late 2019. However, their performance deteriorated following the outbreak of the pandemic. While their performance has recovered somewhat, ECB staff refined this framework, placing particular emphasis on improving its forecast performance in the post-pandemic period and developing approaches that are more robust to the impact of large shocks. The following subsection describes the features of this new framework. To facilitate comparison, Table 1 outlines the characteristics of the old and new frameworks.

Table 1
Characteristics of old and new ECB models

	Old ECB models	New ECB models
Bridge equations	Six bridge equations of two types (supply side, survey-based) • Supply side predictors: industrial production and value added in services • Survey-based predictors: composite output Purchasing Managers' Index and construction output Purchasing Managers' Index	Two bridge equations of one type (supply side) • Supply side predictors: value added in services, value added in construction and value added in industry
Auxiliary models	Three VARs, two DFMs Monthly frequency Constant volatility	Three VARs, three DFMs Quarterly and monthly frequency Stochastic volatility
Point forecasts	Mean	Median ¹⁾
Density forecasts	Combination of six normal densities	Combination of two densities

1) Owing to the increased volatility of the data, point forecasts in new ECB models are calculated using the median of the distribution of possible outcomes. The median provides more stable forecasts than the mean, as it is less influenced by extreme values.

3.1 Revised bridge equation framework

The revised framework is still based on bridge equations, which are relatively flexible despite their simplicity. The new ECB models continue to deploy a system of linear regression models, focusing on forecasting GDP growth from the supply side (i.e. value added by sector). This approach was preferred because it is straightforward to estimate, easy to interpret and communicate, and provides better forecast accuracy compared with other models. At the same time, despite its simple structure, the bridge equation framework is flexible since it can accommodate a range of auxiliary model classes.

The new ECB models incorporate two types of state-of-the-art auxiliary models. Like its predecessor, the new model relies on the same two auxiliary model types: DFMs and VARs.⁵ However, these auxiliary models were comprehensively revised, combining monthly and quarterly indicators and including time-varying volatility to better capture changes in the dynamics of economic data (see Box 1 for technical details of the revised framework).

⁵ While models such as DFMs and VARs have distinctive features making them suitable for forecasting, their accuracy may change over time against the background of a rapidly changing economic environment. Integrating these model classes into the bridge equation system allows their forecasting strengths to be exploited, while mitigating model uncertainty.

The set of predictors was revised to include newly available data, such as services production, and to achieve a more balanced proportion of survey-based and hard indicators. This adjustment addresses the limitations of relying on survey-based or qualitative indicators, which, despite being timely and informative, have shown a weaker and less stable relation with economic activity in recent years. Furthermore, the lack of hard indicators for the services sector was identified as a factor in the deterioration in the performance of the old ECB models.

Like their predecessors, the new ECB models can produce both point and density forecasts. Point forecasts give a single, central estimate of where GDP is expected to go and are the primary forecasts reported. However, since the pandemic, heightened uncertainty has made it increasingly important to look beyond single-point predictions and to focus on density forecasts. Density forecasts offer a range of possible GDP outcomes and their associated probabilities. In simple terms, the width of the density forecast indicates the uncertainty surrounding the point forecast.

The new framework continues to report the impact of incoming data on forecast revisions. In addition to point and density forecasts, the new framework also provides a decomposition of GDP growth forecast revisions (i.e. the difference between consecutive GDP forecasts) into the model-based surprises or “news” content in the releases of monthly and quarterly predictors (plus the effects of historical data revisions and parameter re-estimation).⁶ Accordingly, the sign of the news (positive or negative) indicates whether the new data release was better or worse than expected by the model. For the sake of clarity, the news decomposition is grouped into broad categories of economic indicators, such as services indicators, industry indicators and surveys (see Box 2 for an illustration of the use of the revised framework in practice for real-time, short-term forecast analysis).

Box 1

The revised system of bridge equations: technical summary

Prepared by Sercan Eraslan and Lorena Saiz

The revised toolbox continues to rely on a bridge equation system – a short-term forecasting model widely used among central banks and other forecasters.⁷ It is a simple linear regression, in which the quarterly indicator of interest (e.g. quarterly real GDP growth) is predicted using other quarterly regressors, such as its supply-side GDP components (e.g. value added in industry, services and construction). Accordingly, the bridge equation for quarterly GDP growth can be specified as follows:

$$y_{m,t}^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \epsilon_t^Q$$

where $y_{m,t}^Q$ is the target indicator and $X_{i,t}^Q$ is the predictor indicator i ($i = 1, \dots, k$) at the same frequency. The intercept is denoted by α , while β_i is the regression coefficients and ϵ_t^Q captures

⁶ See Bańbura and Modugno (2014) for a detailed overview of the news decomposition and Bańbura and Saiz (2020) for its implementation in euro area real GDP growth forecasts at the ECB.

⁷ A bridge equation is typically a linear regression that connects a low-frequency target variable with one or more high frequency indicators, effectively creating a bridge between them.

the regression residual. The bridge equation system consists of two linear regressions. Both include the same set of quarterly predictors: value added in industry, value added in services and value added in construction ($k = 3$), which are predicted by two different auxiliary models ($m = 1, 2$). These equations are estimated using Bayesian techniques and assuming normal-inverse-gamma priors. The estimation sample starts in 1995.

Each of the quarterly predictors used to forecast GDP growth is forecast by means of a dynamic factor model (DFM) and a vector autoregressive model (VAR). Both models include quarterly and monthly indicators (i.e. mixed frequencies), are estimated using Bayesian techniques, and feature time-varying stochastic volatilities leading to better predictions of economic activity in times of high uncertainty. Both models can also handle different data frequencies and missing observations effectively. In addition, certain model properties, such as the common factor structure in DFMs and the outlier correction for time-varying volatilities in VARs, help to filter out noise in the data.

The mixed-frequency DFM mainly follows the approach proposed by Antolín-Díaz et al. (2017, 2024) and combines it with the suggestion of Camacho and Pérez-Quirós (2010) in dealing with survey-based indicators in the model.⁸ For each quarterly GDP predictor, a separate auxiliary DFM is estimated using a small set of monthly indicators. Each DFM includes one common factor and a number of idiosyncratic components which follow a second-order autoregressive process. The model is specified and estimated in state-space form using Bayesian techniques, with the residuals in both the measurement and transition equations exhibiting stochastic volatility and outlier adjustment in line with Carriero et al. (2024).

The mixed-frequency VAR model extends the Bayesian VARs with stochastic volatility and outlier adjustments to a mixed-frequency setting. Specifically, the mixed-frequency auxiliary VAR models allow for t -distributed errors and outlier adjustment in the stochastic volatility, making it more robust to large shocks and outliers. The VAR estimation is based on Bayesian techniques, using the algorithm developed by Chan et al. (2023) for sampling missing observations (e.g. due to mixed frequencies or publication lags). In line with the approach used for the auxiliary DFMs, separate auxiliary VARs are estimated for each quarterly predictor using the same datasets as the DFMs. Each VAR is specified with three lags and with Minnesota priors for the coefficients.

Finally, the quarterly GDP growth forecasts are generated in two steps. First, the forecasts for quarterly predictors – value added in industry, in services, in construction – are produced using the auxiliary models. Second, the predictions for these indicators are used in the two bridge equations to generate forecasts of GDP growth. Based on Bayesian estimation techniques, all the probability distributions are estimated for the two steps. The individual probability distributions for GDP growth are pooled to calculate both point and density forecasts for GDP growth. Point forecasts for GDP growth are obtained as the median of the combined density forecasts from the two bridge equations. The predictive densities take into account time-varying volatilities and therefore consider both changing parameters and residual uncertainties surrounding the central tendency of GDP growth forecasts.

⁸ The original model proposed by Antolín-Díaz et al. (2017, 2024) also allows for gradual shifts in long-term growth. However, a preliminary analysis found this feature not to be beneficial to the performance of the model in forecasting euro area real GDP growth.

3.2 Forecast performance

A real-time forecast evaluation exercise was conducted for the new ECB models, with a particular focus on post-pandemic performance. The forecast accuracy of the models was compared both with the old ECB models and with Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. For this purpose, real-time vintages of the dataset were constructed using information from the ECB Data Portal.⁹

The evaluation of its performance follows the publication calendars for statistical data (such as industrial production) and survey-based sentiment indicators (such as the Purchasing Managers Index). This leads to a biweekly forecast calendar, producing a total of 12 estimates for each target quarter in the evaluation sample, meaning that at each point in time, forecasts are generated for the next two quarters to be released. The first forecast is generated approximately five months before the end of the target quarter and the final forecast is produced two weeks after the quarter ends. For the point forecasts, the accuracy is assessed using the bias to measure systematic overprediction or underprediction and the mean absolute forecast error (MAFE) to evaluate the average size of forecast errors regardless of the sign.¹⁰ The evaluation period spans the post-pandemic period, from the first quarter of 2022 to the second quarter of 2025. Both metrics are calculated using the first release (preliminary flash estimate) of GDP growth published around 30 days after the end of the reference quarter.

The forecast accuracy of the new ECB models in the post-pandemic period is noticeably higher than that of their predecessors.¹¹ Chart 1 shows the bias (panel a) and MAFE (panel b) for the old ECB models (yellow bars) and the new ECB models (blue bars) as well as for the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections (red line) for the entire evaluation period. While forecasts based on the old ECB models tended to underpredict real GDP growth, as indicated by their negative bias, the new ECB models generally exhibit a bias much closer to zero. The new ECB models are also more accurate overall, as demonstrated by their lower MAFE values compared with the old ECB models. However, while forecast accuracy typically improves (i.e. MAFE decreases) as more information becomes available, the accuracy of the forecasts in this case was more erratic. This could be attributed to the relatively short evaluation sample, which coincided with a period of heightened uncertainty due to successive shocks to euro area economic activity. These include Russia's war against Ukraine, with the subsequent surge in energy prices and inflation, and, more recently, trade-related uncertainties. When comparing the forecast performance of the new ECB models with the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections (which incorporate expert judgement), no systematic

⁹ For indicators without real-time vintages, the latest available (final) vintage is used to replicate the publication lag for past vintages (i.e. pseudo-real time).

¹⁰ Bias measures average forecast errors considering the sign of such errors. Accordingly, positive (negative) bias indicates that the model is overpredicting (underpredicting) the target on average.

¹¹ However, the old ECB models had a better forecast performance than the new models during the pre-pandemic period.

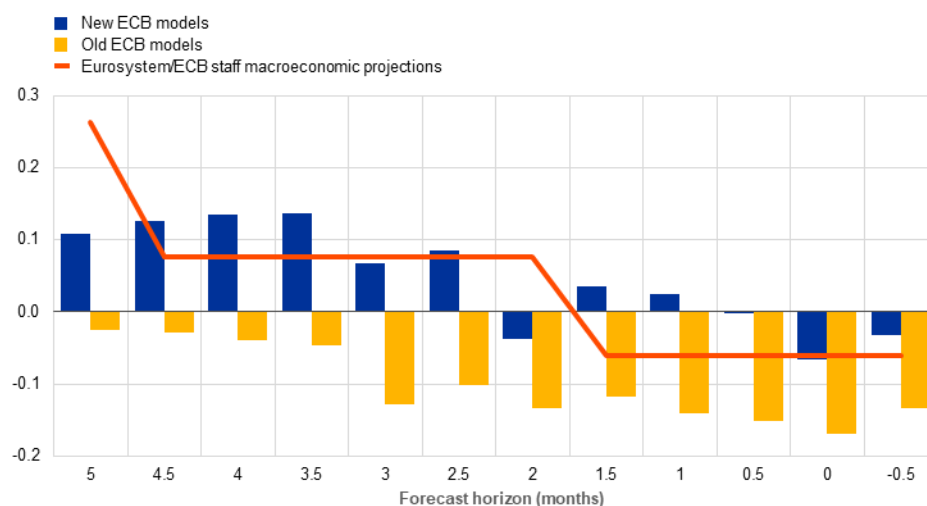
direction of bias was observed in either. However, the macroeconomic projections proved to be more accurate overall.

Chart 1

Forecast accuracy of ECB models and Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since 2022

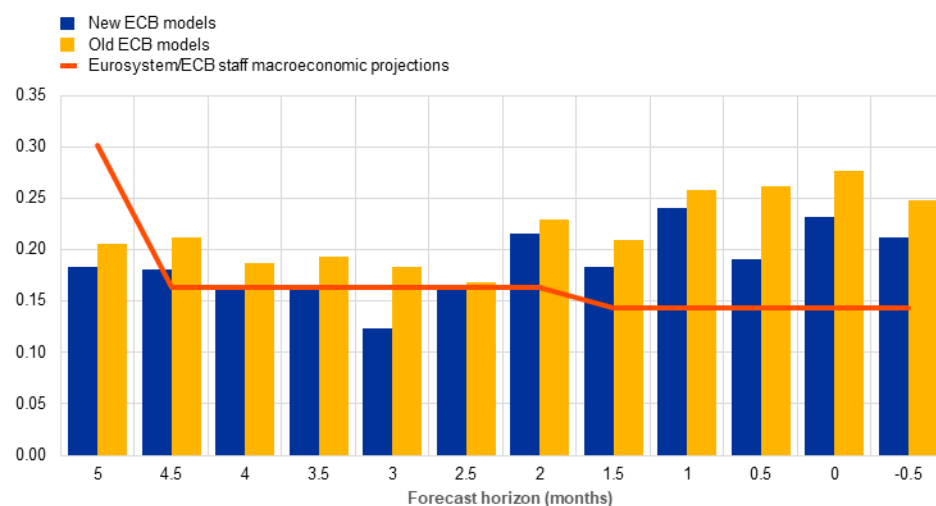
a) Bias

(percentage points)



b) Mean absolute forecast error

(percentage points)



Source: ECB calculations.

Notes: For each quarter, a sequence of 12 real-time forecast updates is evaluated. The forecast horizon (x-axis) is defined as the distance (in months) between the date of the forecast and the end of the reference quarter. A convention is adopted in line with the fact that Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections are finalised around the middle of the second month of each quarter (1.5 or 4.5 months before the end of the reference quarter). Bias is defined as the average difference between the forecast and the outcome. A positive (negative) bias indicates overprediction (underprediction). The forecast accuracy is measured by the mean absolute forecast error. GDP forecasts are evaluated against the preliminary flash estimate of GDP growth (released at the end of the first month of the following quarter).

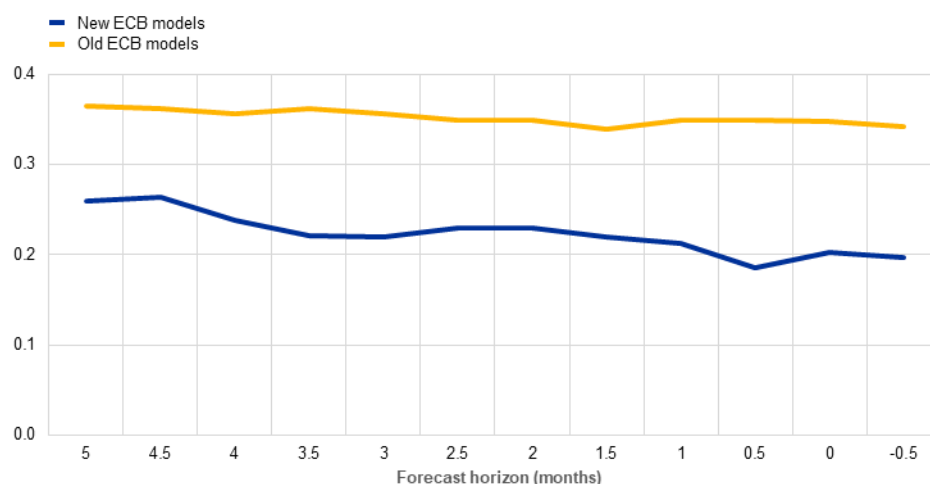
The new ECB models also deliver more accurate density forecasts. In addition to evaluating the point forecasts, the accuracy of the entire forecast distribution is assessed. To this end, the continuous ranked probability score (CRPS), which compares predicted distributions to actual outcomes, is used to evaluate the density

forecasts produced by the old and new ECB models. The Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections are not included in this evaluation, as they do not provide density forecasts.¹² Chart 2 shows that the new ECB models deliver more accurate probabilities (lower CRPS) than the old ECB models at all forecast horizons. This result is unsurprising, as the inclusion of time-varying volatilities enhances the calibration of the forecast densities.

Chart 2

Density forecast accuracy – continuous ranked probability score

(percentage points)



Source: ECB calculations.

Notes: See the notes to Chart 1. The continuous ranked probability score measures the accuracy of density forecasts using the expected absolute difference between the forecast distribution and the realised value. Lower values indicate more accurate and better calibrated forecasts.

4 Complementary framework: a quantile regression forest model

Machine learning models are used increasingly for economic forecasting thanks to their flexibility and strong predictive performance. Unlike traditional time series forecasting models, which rely on specific econometric frameworks and parametric assumptions, machine learning models identify patterns directly from the data. This enables them to capture complex, possibly non-linear relations among variables. Although machine learning models typically treat observations as independent and do not explicitly account for temporal dependencies, this feature can be advantageous in rapidly changing environments where recent lags may be less informative or where underlying dynamics take time to unfold.

This section briefly describes one specific machine learning model – the quantile regression forest (QRF) model – that has been tested for short-term GDP forecasting. QRF models are a well-established machine learning method that is already deployed at the ECB to predict short-term inflation dynamics with

¹² The implementation of the continuous ranked probability score follows Panagiotelis and Smith (2008), p. 719.

comparatively high accuracy.¹³ The QRF model combines the concept of a quantile regression, which estimates specific percentiles of the distribution of the target variable, with the predictive power of an ensemble of decision trees (i.e. forests).¹⁴ By aggregating predictions from many trees, the QRF model provides both a point forecast and a predictive distribution of the target variable, which is particularly useful for assessing uncertainty and risk. An additional advantage of this approach is the possibility of assessing the contribution of each predictor to the forecast using Shapley values.¹⁵ This feature enables the impact of new data releases on the forecast revisions to be evaluated (similar to the news analysis in the bridge equation framework), thereby enhancing transparency and interpretability and reducing the perception of the model as a “black box”.

The model is estimated using contemporaneous relations between GDP growth and a broad set of economic indicators.

The dataset includes industrial production, trade, surveys, financial activity and other hard data, all originally available at a monthly frequency. These are aggregated to quarterly frequency using simple averages to match the GDP data, while missing values are projected through an autoregressive integrated moving average (ARIMA) model. Forecasts are then produced using indicators at quarterly frequency for the target quarter. The forest is estimated using hyperparameters recommended in the literature on regressions, ensuring model stability and a balance between bias and variance.¹⁶

A real-time forecast evaluation exercise was performed for the post-pandemic period to assess the performance of the QRF model.

The evaluation period spanned from the first quarter of 2022 to the second quarter of 2025 (as in Section 3.2). Six forecasts were produced for each quarter, starting five months before the end of the target quarter.¹⁷ Chart 3 reports the forecast accuracy, showing the bias (panel a) and the MAFE (panel b) for both the QRF and the new ECB models. The QRF model displays a somewhat smaller bias in magnitude but with the same sign across all the forecast horizons. In MAFE terms, the QRF exhibits larger errors than the new ECB models at the beginning of the forecast horizon, but its accuracy improves steadily as more data become available and surpasses that of the new ECB models towards the end of the target quarter. This improvement was most pronounced in 2022, when the QRF showed higher predictive accuracy, possibly due to non-linearities as a result of the lingering effects of the pandemic and the emerging energy crisis (e.g. reopening of the economy, supply-chain disruptions). However, over a longer evaluation sample starting in 2017 (not shown), the model's performance was slightly worse than that of the new ECB models. Overall, the QRF model performs well as a tool for short-term GDP forecasting, particularly during

¹³ See Lenza et al. (2025).

¹⁴ A decision tree works by dividing data into smaller and smaller groups based on the values of input variables such as industrial production, consumer confidence and retail sales. In each step, the tree tries to make predictions as accurately as possible by splitting the data on the basis of the variable that explains the most variation in the target value.

¹⁵ Shapley values attribute each feature's contribution to a specific forecast in a fair and consistent way (Lundberg et al., 2019).

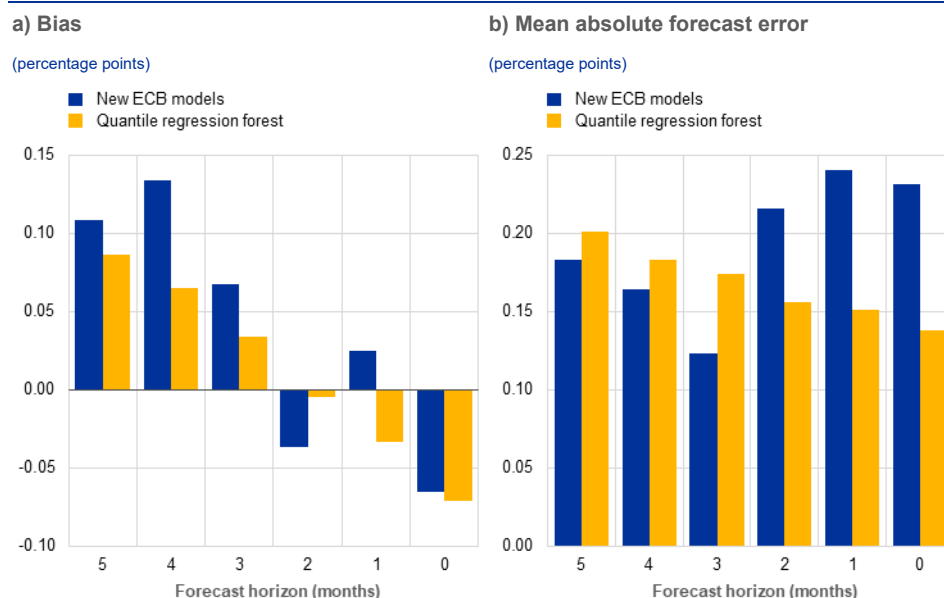
¹⁶ The model considers 1,000 trees with a minimum of ten observations per leaf and one-third of the available predictors considered at each split.

¹⁷ The results of the mid-month forecasts are not shown in Chart 3 but follow the same pattern.

periods of economic instability, and can serve as a useful cross-check against the main workhorse models.

Chart 3

Forecast accuracy of the quantile regression forest model



Source: ECB calculations.

Notes: The forecast horizon (x-axis) is defined as the distance (in months) between the date of the forecast and the end of the reference quarter. Bias is defined as the average difference between the forecast and the outcome. A positive (negative) bias indicates overprediction (underprediction). The forecast accuracy is measured by the mean absolute forecast error. GDP forecasts are evaluated against the preliminary flash estimate of GDP growth (released at the end of the first month of the following quarter).

Box 2

A case study: short-term GDP forecasts for the third quarter of 2025 in real time

Prepared by Sercan Eraslan, Andrea Fabbri and Lorena Saiz

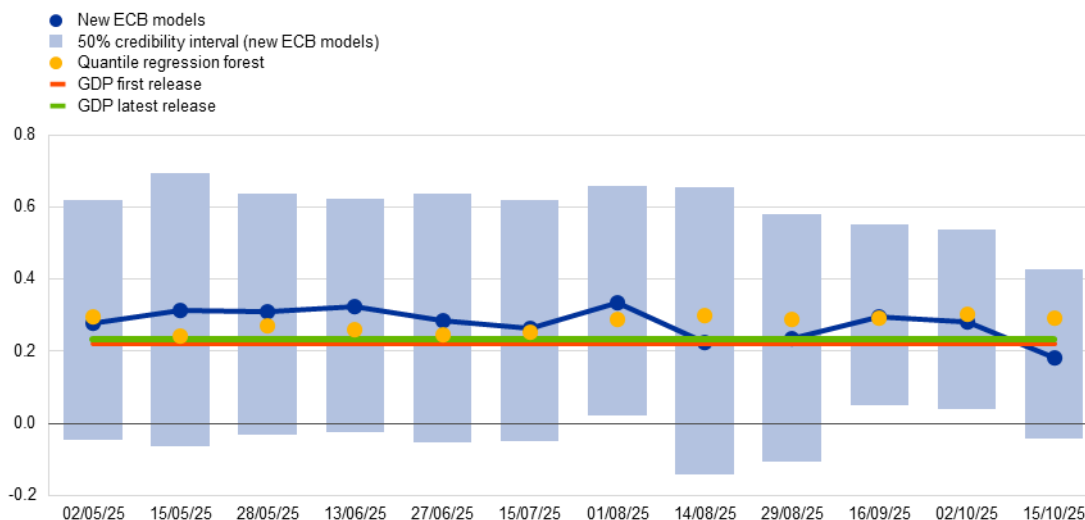
This box presents an illustrative case to show how short-term GDP forecasting models are used in the day-to-day work of the ECB. Focusing on the third quarter of 2025, this box shows the developments in the point and density forecasts produced by the new ECB models and assesses the impact of incoming data on forecast revisions.

Chart A displays the sequence of 12 real-time forecasts of euro area real GDP growth for the third quarter of 2025 based on the new ECB models. Besides the point forecasts, the chart shows the range of possible outcomes within a 50% credibility interval. The first forecast was made at the beginning of May 2025, five months ahead of the release of the preliminary flash estimate of GDP. The forecasts were subsequently updated biweekly, with the final forecast generated two weeks before the GDP release on 30 October. Over the forecast horizon, the median GDP growth prediction fluctuated between 0.2% and 0.3%, declining just below 0.2% in the final mid-October iteration. This final forecast was close to the preliminary flash GDP estimate, which fell within the 50% credibility interval of the combined density forecast from the new ECB models. Forecasts produced by the complementary QRF model closely mirrored the forecasts generated by the new ECB models, with the final forecast resulting slightly above the realised value.

Chart A

Real GDP growth forecasts for the third quarter of 2025

(quarter-on-quarter percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

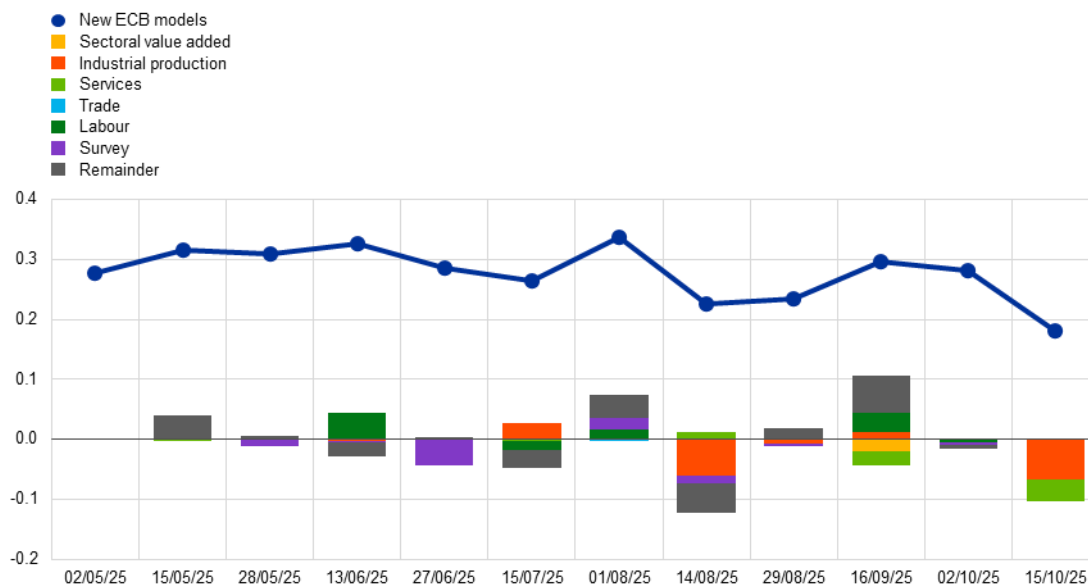
Notes: The blue line represents the point forecasts for real GDP growth in the third quarter of 2025 based on the new ECB models from different forecast updates (x-axis). The bars indicate the range of possible outcomes with a 50% probability (50% credibility interval or interquartile range) based on the new ECB models. The point forecasts of the complementary quantile regression forest model are shown as yellow dots. The red and green lines refer, respectively, to the preliminary flash estimate (30 October) and the flash estimate (14 November) of GDP growth published by Eurostat.

Chart B illustrates the analysis of the drivers of forecast revisions between consecutive updates for the third quarter of 2025. The bars represent model-based surprises that drive GDP forecast revisions, grouped into various indicator categories. For example, negative surprises in survey data (purple bars) contributed to downward revisions of GDP forecasts between May and July 2025. During the same period, positive surprises in the labour market indicators and in industrial production data (dark green bars and red bars respectively) pushed GDP forecasts upwards. The most significant forecast adjustments occurred later in the forecast horizon, specifically in both mid-August and mid-October. Both revisions were largely driven by negative surprises in industrial production data, with the downward revision in the final update also reflecting negative surprises in services data (light green bars). Chart B also highlights the impact of historical data revisions on forecast revisions, which are captured by the remainder category (dark grey bars). For instance, the upward revision of the forecast of 16 September 2025 was primarily driven by the remainder, largely reflecting the significant effect of industrial production data revisions on the GDP growth forecasts.

Chart B

Model-based news and revisions to real GDP growth forecasts for the third quarter of 2025

(quarterly percentage changes and percentage point contributions)



Source: ECB calculations.

Notes: The blue line represents the median point forecasts of the new ECB models (from the combined density of two bridge equations) for real GDP growth in the third quarter of 2025 from different forecast updates (x-axis). The bars indicate the decomposition of forecast revisions between consecutive updates into news stemming from different groups of indicators: Sectoral value added = sectoral value added GDP components; Industrial production = industrial production indicators; Services = services and retail indicators; Trade = international trade-related indicators; Labour = labour market indicators; Survey = survey-based indicators; Remainder = effects of historical data revisions and parameter re-estimations.

5 Conclusions

Over the past five years, a series of major shocks have posed significant challenges to economic modelling and short-term GDP forecasting. The pandemic and its associated supply-chain disruptions, the Russian invasion of Ukraine and the subsequent energy crisis and surge in inflation, and the more recent trade-related uncertainties have all contributed to sizeable fluctuations in economic activity and a more dynamic and unpredictable economic and political environment. As a result, model and forecast uncertainty have increased.

In response to the evolving economic environment, the ECB's toolbox for short-term GDP forecasting has been comprehensively updated. This revision has focused on improving forecast performance by addressing heightened volatility and model uncertainty. A two-fold strategy was devised to update and finetune the short-term GDP forecasting framework. First, the workhorse models based on the bridge equation framework were comprehensively revised and improved. The revision incorporated state-of-the-art auxiliary DFMs and VARs with time-varying volatility. In addition, newly available indicators, such as those for the services sector, were incorporated into the dataset, building on the recommendations of Bańbura and Saiz (2020). Second, alternative approaches using advanced machine learning methods were explored to complement the traditional workhorse models. Notably, the QRF model exhibited a forecast accuracy comparable to that of the workhorse models in the post-pandemic period for both current quarter and one-

quarter ahead GDP growth forecasts. This is particularly noteworthy given the purely data-driven nature of this machine learning model in contrast to the careful variable selection and parameterisation required for the workhorse models. However, it remains unclear whether the relatively strong performance of the QRF model is specific to the current highly volatile environment.

Nevertheless, it is important to recognise that the post-pandemic period continues to be marked by unusually high uncertainty, necessitating frequent and systematic evaluations and reviews of the forecasting models to ensure their accuracy. As emphasised in the ECB's 2025 monetary policy strategy assessment, forecast performance will be monitored regularly and the short-term GDP forecasting models will be revised as needed. Furthermore, continued exploration of new data sources and advanced machine learning methods should remain a priority to further enhance short-term macroeconomic forecasting.

References

- Almuzara, M., Baker, K., O'Keeffe, H. and Sbordone, A. (2023), "[The New York Fed Staff Nowcast 2.0](#)", *New York Fed Staff Nowcast Technical Paper*, Federal Reserve Bank of New York, June.
- Andersson, M., Blatnik, N., Byrne, S., Emter, L., González Pardo, B., Jarvis, V., Schmitz, M., Zorell, N. and Zwick, C. (2024), "[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)", *Occasional Paper Series*, No 350, ECB, June.
- Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. and Petrella, I. (2017), "[Tracking the slowdown in long-run GDP growth](#)", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 99, No 2, May, pp. 343-356.
- Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. and Petrella, I. (2024), "[Advances in nowcasting economic activity: The role of heterogeneous dynamics and fat tails](#)", *Journal of Econometrics*, Vol. 238, No 2, January.
- Bañbura, M. and Modugno, M. (2014), "[Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data](#)", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 29, No 1, pp. 133-160.
- Bañbura, M. and Saiz, L. (2020), "[Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB.
- Battistini, N., de Bondt, G., de Santis, R.A. and Saiz, L. (2020), "[Assessing short-term economic developments in times of COVID-19](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.
- Camacho, M. and Pérez-Quirós, G. (2010), "[Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth](#)", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 25, No 4, June/July, pp. 663-694.

- Carriero, A., Clark, T.E., Marcellino, M. and Mertens, E. (2024), "[Addressing COVID-19 Outliers in BVARs with Stochastic Volatility](#)", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 106, No 5, September, pp. 1403-1417.
- Chan, J.C., Poon, A. and Zhu, D. (2023), "[High-dimensional conditionally Gaussian state space models with missing data](#)", *Journal of Econometrics*, Vol. 236, No 1, September.
- Deutsche Bundesbank (2023), "[Models for short-term economic forecasting during the recent crises](#)", *Monthly Report*, Vol. 75, No 9, September, pp. 61-78.
- Meinshausen, N. (2006), "[Quantile Regression Forests](#)", *Journal of Machine Learning Research*, Vol. 7, pp. 983-999.
- Lenza, M., Moutachaker, I. and Paredes, J. (2025), "[Density forecasts of inflation: A quantile regression forest approach](#)", *European Economic Review*, Vol. 178, September.
- Linzenich, J. and Meunier, B. (2024), "[Nowcasting made easier: a toolbox for economists](#)", *Working Paper Series*, No 3004, ECB, December.
- Lundberg, S.M., Erion, G.G. and Lee, S.I. (2019), "[Consistent Individualized Feature Attribution for Tree Ensembles](#)", *arXiv*.
- Panagiotelis, A. and Smith M. (2008), "[Bayesian density forecasting of intraday electricity prices using multivariate skew t distributions](#)", *International Journal of Forecasting*, Vol. 24, No 4, pp. 710-727.
- Probst, P., Wright, M.N., and Boulesteix, A-L. (2019), "[Hyperparameters and tuning strategies for random forest](#)", *WIREs Data Mining and Knowledge Discovery*, Vol. 9, No 3, May/June.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP 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
2022	3.5	2.5	5.1	1.3	3.1	3.6	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.4	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
2024 Q4	0.9	0.5	0.2	0.3	1.5	0.4	2.7	2.5	2.9	0.2	2.2
2025 Q1	0.8	-0.2	0.7	0.4	1.2	0.6	2.7	2.8	3.8	-0.1	2.3
Q2	0.9	0.9	0.3	0.5	1.0	0.1	2.4	3.5	3.5	0.0	2.0
Q3	.	.	0.1	-0.6	1.1	0.3	2.9	3.8	2.9	-0.2	2.1
2025 June	-	-	-	-	-	-	2.7	3.6	3.3	0.1	2.0
July	-	-	-	-	-	-	2.7	3.8	3.1	0.0	2.0
Aug.	-	-	-	-	-	-	2.9	3.8	2.7	-0.4	2.0
Sep.	-	-	-	-	-	-	3.0	3.8	2.9	-0.3	2.2
Oct.	-	-	-	-	-	-	.	3.6	3.0	0.2	2.1
Nov.	-	-	-	-	-	-	.	3.2	.	.	2.1

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)												
2022	13,757.9	13,486.6	7,258.1	2,941.9	3,017.6	1,555.4	871.5	584.5	269.0	-271.3	7,421.7	7,150.4
2023	14,663.7	14,137.7	7,750.7	3,097.3	3,214.9	1,641.8	929.2	637.6	74.8	-525.9	7,378.5	6,852.5
2024	15,231.4	14,563.9	8,029.7	3,259.8	3,209.9	1,648.3	922.9	632.4	64.5	-667.5	7,489.3	6,821.8
2024 Q4	3,866.3	3,705.1	2,032.0	830.6	815.5	416.4	232.2	165.3	27.0	-161.2	1,885.7	1,724.5
2025 Q1	3,905.6	3,745.9	2,055.0	835.8	836.9	421.3	232.0	182.0	18.2	-159.7	1,931.9	1,772.2
Q2	3,936.6	3,775.3	2,066.2	845.8	829.1	423.4	234.1	169.8	34.3	-161.3	1,911.9	1,750.6
Q3	3,969.1	3,813.9	2,080.5	856.6	840.7	426.2	237.4	175.4	36.1	-155.2	1,924.5	1,769.3
as percentage of GDP												
2024	100.0	95.6	52.7	21.4	21.1	10.8	6.1	4.2	0.4	-4.4	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9	0.2	-	-	0.1	0.1
2025 Q1	0.6	0.5	0.2	0.0	2.6	0.5	0.0	11.4	-	-	2.3	2.2
Q2	0.1	0.3	0.3	0.4	-1.7	0.0	0.5	-8.5	-	-	-0.4	-0.1
Q3	0.3	0.5	0.2	0.7	0.9	0.0	1.1	3.1	-	-	0.7	1.3
annual percentage changes												
2022	3.6	4.0	5.3	1.3	2.1	-0.1	4.1	4.9	-	-	7.3	8.4
2023	0.4	0.1	0.5	1.5	2.4	1.0	2.2	6.3	-	-	-1.2	-2.0
2024	0.9	0.6	1.3	2.2	-2.0	-1.4	-2.0	-3.3	-	-	0.6	-0.1
2024 Q4	1.3	1.6	1.8	2.2	-2.1	-0.5	-1.0	-7.3	-	-	0.4	0.9
2025 Q1	1.6	2.3	1.5	2.1	2.4	0.4	-0.4	11.3	-	-	2.5	4.0
Q2	1.6	2.6	1.6	1.5	3.2	1.1	-0.7	15.8	-	-	0.5	2.7
Q3	1.4	1.7	1.1	1.7	2.5	1.4	2.6	5.3	-	-	2.7	3.6
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 Q4	0.4	0.4	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	-	-
2025 Q1	0.6	0.5	0.1	0.0	0.5	0.1	0.0	0.5	-0.2	0.1	-	-
Q2	0.1	0.3	0.1	0.1	-0.4	0.0	0.0	-0.4	0.5	-0.2	-	-
Q3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.2	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2022	3.6	3.9	2.8	0.3	0.5	0.0	0.3	0.2	0.3	-0.2	-	-
2023	0.4	0.1	0.3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.3	-1.0	0.4	-	-
2024	0.9	0.6	0.7	0.5	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	-	-
2024 Q4	1.3	1.5	1.0	0.5	-0.5	-0.1	-0.1	-0.3	0.6	-0.2	-	-
2025 Q1	1.6	2.2	0.8	0.4	0.5	0.0	0.0	0.5	0.4	-0.5	-	-
Q2	1.6	2.5	0.8	0.3	0.7	0.1	0.0	0.6	0.7	-1.0	-	-
Q3	1.4	1.7	0.6	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.3	-	-

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)												
2022	12,365.4	217.8	2,423.2	647.7	2,360.6	638.7	543.7	1,340.4	1,491.1	2,319.4	382.8	1,392.5
2023	13,265.9	224.4	2,615.9	710.9	2,462.9	697.3	600.3	1,472.4	1,614.5	2,455.4	411.8	1,397.8
2024	13,715.2	233.5	2,579.1	731.4	2,550.1	734.1	633.3	1,536.5	1,690.4	2,595.0	431.9	1,516.1
2024 Q4	3,480.3	59.6	661.3	183.8	644.2	187.2	159.3	386.0	428.4	661.2	109.2	386.0
2025 Q1	3,508.8	60.3	665.6	186.9	648.5	188.9	160.9	387.7	431.1	668.4	110.5	396.8
Q2	3,541.8	62.0	666.4	189.6	654.6	191.1	161.9	390.6	436.1	677.4	112.3	394.8
Q3	3,567.8	63.2	666.1	190.6	658.3	193.5	164.7	393.0	441.2	684.2	113.0	401.3
as percentage of value added												
2024	100.0	1.7	18.8	5.3	18.6	5.4	4.6	11.2	12.3	18.9	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q4	0.3	0.7	0.2	0.1	0.2	0.9	0.3	0.4	-0.1	0.5	-1.1	1.6
2025 Q1	0.6	1.4	2.0	0.6	0.3	0.8	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.2
Q2	0.2	-1.0	0.2	0.0	0.3	0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.3	0.0
Q3	0.3	0.5	0.0	0.0	0.4	0.9	1.0	0.2	0.4	0.3	0.3	-0.1
annual percentage changes												
2022	4.0	-0.5	0.7	-0.4	8.8	6.6	-2.1	2.4	5.9	2.8	17.3	0.7
2023	0.7	-2.7	-1.7	1.7	-0.2	6.7	-2.6	2.1	2.2	1.0	3.5	-1.7
2024	0.9	-0.5	-0.7	-0.7	0.9	2.9	1.7	1.6	1.8	1.5	1.6	0.5
2024 Q4	1.0	0.3	-0.6	-0.9	1.1	2.7	2.1	1.5	1.0	1.8	1.9	5.0
2025 Q1	1.5	1.0	3.0	-0.4	0.9	3.4	0.0	0.9	1.2	1.7	1.3	2.7
Q2	1.4	1.1	2.9	0.2	1.1	3.6	-0.2	0.8	0.7	1.3	1.1	2.8
Q3	1.4	1.7	2.3	0.7	1.3	3.1	0.9	0.8	0.9	1.3	-0.2	1.2
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2024 Q4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
2025 Q1	0.6	0.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.2	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	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2022	4.0	0.0	0.1	0.0	1.6	0.4	-0.1	0.3	0.7	0.6	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	-
2024	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	-
2024 Q4	1.0	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	-
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	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	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- ruction	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>													
2022	100.0	86.0	14.0	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.1	14.2	24.9	6.5
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	24.4	3.4	2.3	1.0	14.2	25.0	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2022	2.4	2.5	1.4	-0.7	1.2	3.6	3.3	5.8	0.1	3.5	3.9	1.5	1.1
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	0.9	1.0	0.6	-0.9	0.3	0.9	1.1	2.0	1.5	-0.6	0.7	1.5	0.7
2024 Q4	0.7	0.8	0.3	-2.2	0.1	0.7	1.2	1.3	1.7	0.3	0.1	1.4	0.3
2025 Q1	0.8	0.9	0.1	-1.5	-0.2	0.8	0.6	1.0	1.5	3.0	0.7	1.4	1.0
Q2	0.7	0.7	0.8	-1.9	-0.3	1.1	0.9	0.5	1.3	3.4	1.0	1.1	0.3
Q3	0.6	0.6	0.5	-1.6	-0.2	1.5	0.5	-0.1	1.3	2.7	0.9	1.0	0.7
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2022	100.0	81.7	18.3	3.8	14.7	7.4	25.0	3.5	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
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
<i>annual percentage changes</i>													
2022	3.8	3.9	3.3	-1.0	1.3	4.3	7.6	6.2	-0.6	5.7	4.7	1.1	4.8
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	1.5	0.0	1.2	1.8	1.1
2024 Q4	1.0	1.2	0.2	-1.6	-0.1	0.8	1.2	1.6	0.9	1.9	0.8	1.9	1.2
2025 Q1	0.4	0.6	-0.7	-2.4	-0.8	0.6	0.2	1.0	1.0	2.4	0.3	1.2	1.7
Q2	0.3	0.5	-0.2	-2.6	-0.8	1.3	0.4	0.2	1.0	2.5	0.6	0.7	1.2
Q3	0.8	0.9	0.5	-2.3	0.0	1.5	0.8	-0.3	1.3	3.8	1.1	1.2	1.7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2022	1.3	1.3	1.8	-0.3	0.1	0.7	4.2	0.4	-0.7	2.2	0.8	-0.4	3.7
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	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.6	0.5	0.3	0.4
2024 Q4	0.2	0.4	-0.1	0.7	-0.2	0.1	0.0	0.3	-0.8	1.6	0.6	0.6	0.9
2025 Q1	-0.4	-0.2	-0.8	-0.9	-0.6	-0.2	-0.5	0.0	-0.5	-0.6	-0.3	-0.2	0.6
Q2	-0.4	-0.2	-0.9	-0.7	-0.5	0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.9	-0.3	-0.4	0.8
Q3	0.2	0.2	0.0	-0.7	0.2	0.0	0.2	-0.2	0.0	1.1	0.3	0.2	0.9

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 ³⁾
			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			78.7		21.3		51.2		48.8		
2022	167.404	3.1	11.369	6.8	2.7	9.124	6.0	2.245	14.6	5.718	6.4	5.651	7.2	3.2
2023	169.704	2.9	11.166	6.6	2.4	8.874	5.8	2.292	14.5	5.644	6.3	5.522	6.9	3.1
2024	171.293	2.8	10.918	6.4	2.1	8.596	5.5	2.322	14.6	5.592	6.1	5.326	6.6	2.6
2024 Q4	171.634	2.8	10.634	6.2	2.0	8.359	5.4	2.275	14.4	5.469	6.0	5.165	6.4	2.5
2025 Q1	172.628	2.8	10.988	6.4	2.1	8.630	5.5	2.358	14.8	5.609	6.1	5.379	6.6	2.4
Q2	173.027	2.8	11.092	6.4	2.1	8.756	5.6	2.336	14.7	5.735	6.2	5.357	6.6	2.3
Q3	173.021	2.8	11.110	6.4	2.0	8.750	5.6	2.360	14.9	5.694	6.2	5.416	6.7	2.1
2025 May	-	-	11.040	6.4	-	8.699	5.5	2.341	14.7	5.723	6.2	5.317	6.6	-
June	-	-	11.052	6.4	-	8.725	5.6	2.327	14.6	5.701	6.2	5.351	6.6	-
July	-	-	11.004	6.4	-	8.711	5.5	2.293	14.5	5.658	6.2	5.346	6.6	-
Aug.	-	-	11.010	6.4	-	8.706	5.5	2.304	14.6	5.658	6.2	5.352	6.6	-
Sep.	-	-	11.046	6.4	-	8.704	5.5	2.342	14.8	5.668	6.2	5.378	6.6	-
Oct.	-	-	11.033	6.4	-	8.681	5.5	2.352	14.8	5.652	6.1	5.381	6.6	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. 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).

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													
2022	1.8	2.5	-1.3	3.7	5.9	-3.4	2.1	1.1	-2.7	3.5	4.5	10.0	-4.3
2023	-1.7	-1.2	-6.2	3.1	-1.0	-5.0	2.1	-1.9	-2.6	-1.0	-1.7	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.3	-3.9	-5.0	-0.1	0.0	-1.0	1.2	0.5	1.7	0.7	1.6	-0.1
2024 Q4	-1.6	-1.9	-2.5	-4.0	2.2	0.3	-0.1	2.3	1.1	3.1	0.9	2.0	-2.2
2025 Q1	1.5	1.6	-1.0	-1.7	9.5	0.7	-0.3	2.4	1.4	3.1	1.6	2.8	-2.8
Q2	1.3	1.3	-1.3	0.5	6.0	1.2	0.8	3.0	2.2	3.6	3.9	2.4	-0.8
Q3	1.5	1.6	-0.6	1.1	5.0	0.5	0.5	1.9	1.0	2.8	1.4	2.7	6.1
2025 May	3.0	3.0	-1.6	2.9	9.2	2.3	0.7	2.3	1.0	3.0	2.8	2.4	5.8
June	0.6	0.5	-1.4	-0.6	4.4	3.0	-0.1	3.8	2.6	4.7	4.3	3.5	-11.6
July	1.9	2.2	-0.9	2.1	6.2	0.3	0.7	2.6	1.2	4.1	2.2	2.9	6.7
Aug.	1.2	1.5	-1.6	-0.1	7.3	-0.7	1.0	1.8	0.9	2.7	0.8	2.4	7.7
Sep.	1.2	1.2	0.4	1.1	1.9	2.0	-0.4	1.2	0.9	1.5	1.1	2.7	4.0
Oct.	2.0	1.5	0.5	0.5	4.5	4.5	0.5	1.5	0.9	2.1	1.8	.	5.3
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 May	1.0	0.6	-1.6	1.1	6.3	3.5	-1.4	-0.2	-0.5	0.0	-1.0	0.3	-1.4
June	-0.7	-0.7	0.0	-1.4	-3.9	1.4	0.2	0.5	0.5	0.6	0.8	0.1	-5.5
July	0.6	0.9	0.5	1.8	2.0	-1.9	0.6	-0.1	-0.7	0.6	-1.2	0.3	4.9
Aug.	-1.0	-1.0	-0.2	-1.9	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.4	-0.5	-0.3	-0.1	0.8
Sep.	0.2	-0.3	0.3	0.1	-2.3	1.1	-0.6	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.2
Oct.	0.8	0.6	0.3	0.5	1.4	1.1	0.9	0.0	0.3	-0.2	0.3	.	0.7

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							
	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	96.2	-6.1	80.7	-17.4	-1.3	-4.2	6.7	90.4
2024	95.7	-11.0	78.4	-14.0	-4.5	-6.9	6.3	90.1
2025	.	.	77.6	.	.	.	.	90.0
2025 Q1	95.5	-11.3	77.2	-14.1	-3.3	-5.8	4.4	90.3
Q2	94.4	-11.0	77.5	-15.7	-3.4	-7.8	2.4	89.8
Q3	95.6	-10.3	77.8	-15.0	-3.3	-6.9	4.1	89.9
Q4	.	.	78.0	.	.	.	.	90.1
2025 June	94.2	-11.8	.	-15.3	-2.9	-7.6	3.2	.
July	95.8	-10.4	77.8	-14.7	-3.1	-6.6	4.3	89.9
Aug.	95.4	-10.2	.	-15.5	-3.5	-6.3	4.0	.
Sep.	95.7	-10.3	.	-14.9	-3.2	-7.7	3.9	.
Oct.	96.8	-8.5	78.0	-14.2	-2.5	-6.9	4.2	90.1
Nov.	97.0	-9.3	.	-14.2	-1.7	-5.7	5.7	.

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

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		Percent-age 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	12.5	2.5	8.1	37.9	5.2	72.6	4.9	9.9	3.4
2023	14.2	84.7	1.2	1.9	2.4	4.2	1.8	37.1	5.9	68.5	1.6	3.6	0.8
2024	15.2	81.7	2.4	2.3	-2.8	4.7	3.4	35.5	4.2	67.1	1.8	-2.4	0.9
2024 Q3	15.1	82.1	2.7	2.3	-2.5	5.9	2.9	35.7	4.7	67.4	1.9	3.7	0.9
Q4	15.2	81.7	2.3	2.3	-1.6	4.7	3.4	35.5	4.2	67.1	1.8	2.6	0.9
2025 Q1	15.2	81.3	1.1	2.4	0.2	4.5	4.6	35.5	3.8	67.0	2.8	8.2	1.7
Q2	15.2	81.5	1.3	2.6	2.8	4.9	4.7	35.3	3.5	66.3	2.6	11.8	1.6

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
2024 Q4	1,486.3	1,412.3	74.0	703.7	622.3	381.9	334.7	352.2	351.5	48.6	103.7	35.7	23.8
2025 Q1	1,552.7	1,485.4	67.3	758.1	644.1	391.8	363.4	354.3	390.8	48.5	87.1	31.9	26.6
Q2	1,498.1	1,408.2	89.9	713.8	627.5	387.4	346.2	348.3	339.0	48.5	95.5	18.6	17.3
Q3	1,485.8	1,410.6	75.2	708.3	628.3	387.6	349.3	341.0	335.9	48.9	97.1	22.7	14.1
2025 Apr.	498.6	475.9	22.7	239.4	207.9	127.2	117.3	115.6	118.2	16.4	32.5	5.8	5.3
May	501.4	470.9	30.5	238.4	205.8	129.2	114.7	117.7	119.0	16.1	31.4	5.9	5.4
June	498.1	461.5	36.7	236.1	213.9	131.1	114.2	115.0	101.8	16.0	31.6	6.9	6.6
July	497.0	467.1	29.9	236.2	211.6	128.1	115.6	116.1	107.5	16.5	32.4	9.1	4.1
Aug.	492.3	470.1	22.2	233.3	208.1	129.7	116.1	113.0	113.8	16.4	32.2	5.9	5.0
Sep.	496.5	473.4	23.1	238.9	208.6	129.7	117.7	111.9	114.6	16.0	32.5	7.7	5.0
12-month cumulated transactions													
2025 Sep.	6,022.9	5,716.5	306.3	2,884.0	2,522.3	1,548.6	1,393.7	1,395.7	1,417.1	194.5	383.5	108.9	81.8
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 Sep.	38.4	36.5	2.0	18.4	16.1	9.9	8.9	8.9	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)													
2024 Q4	1.3	2.5	716.2	335.9	139.8	226.7	594.5	687.5	382.2	113.8	172.8	496.8	71.0
2025 Q1	8.0	7.9	769.4	377.6	145.4	230.8	641.1	708.7	400.0	115.1	178.1	508.6	67.6
Q2	0.1	1.8	725.7	338.6	139.6	229.7	604.7	692.1	383.0	117.4	176.3	505.9	59.4
Q3	1.5	1.8	723.9	339.2	145.3	223.6	601.2	688.7	376.2	119.0	175.6	508.6	62.2
2025 May	1.3	-0.9	243.7	115.7	46.4	76.0	203.4	227.4	125.7	38.3	58.1	165.6	19.4
June	0.7	6.9	237.7	108.7	46.6	76.0	197.2	234.8	128.4	40.4	60.3	172.9	19.1
July	0.6	2.9	239.0	109.9	49.5	75.3	198.2	231.9	127.5	39.8	59.4	170.5	21.7
Aug.	-4.4	-3.5	237.1	109.1	47.8	74.1	195.8	226.9	123.9	39.1	57.7	167.4	20.3
Sep.	7.7	5.7	247.8	120.3	48.0	74.2	207.2	229.8	124.9	40.1	58.6	170.7	20.2
Oct.	1.0	-3.6	236.3	.	.	.	192.6	222.3	.	.	.	163.2	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q4	-2.3	1.7	93.8	87.2	90.6	108.0	94.1	100.1	95.4	98.3	109.7	100.3	134.9
2025 Q1	0.6	2.1	98.0	93.3	94.4	108.3	98.7	100.7	96.2	98.3	110.8	101.1	129.1
Q2	-2.7	1.2	94.1	87.3	90.6	109.0	94.4	101.0	95.5	101.5	111.3	101.5	134.9
Q3	0.3	3.0	95.1	88.2	94.5	106.7	95.3	101.9	96.1	103.9	111.5	103.2	135.5
2025 Apr.	-5.8	-2.5	93.6	87.2	89.5	108.1	93.8	99.6	94.8	100.0	108.5	100.2	134.4
May	-0.7	0.0	95.6	89.7	91.7	109.3	96.1	100.1	94.9	99.4	110.3	100.1	135.9
June	-1.4	6.4	93.2	85.1	90.7	109.6	93.2	103.2	96.8	105.2	115.3	104.3	134.3
July	0.0	3.8	94.8	86.5	96.4	107.9	94.9	102.1	96.6	103.7	111.5	103.1	136.4
Aug.	-5.7	-1.4	93.8	86.2	94.5	106.3	93.7	101.5	95.8	103.9	110.5	103.0	135.1
Sep.	6.0	6.2	96.7	91.8	92.6	105.9	97.4	102.1	95.8	104.1	112.4	103.6	135.1

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	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2024	126.1	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3
2024 Q4	126.9	2.2	2.7	0.8	3.9	0.5	0.8	1.9	0.2	-0.6	0.7	2.0	4.3
2025 Q1	127.3	2.3	2.6	1.2	3.7	0.8	0.5	0.6	0.2	2.9	0.8	2.2	3.7
Q2	128.9	2.0	2.4	0.8	3.5	0.2	0.5	1.3	0.1	-4.1	1.0	1.9	3.0
Q3	129.3	2.1	2.3	1.2	3.2	0.6	0.7	1.3	0.3	0.3	0.7	2.0	2.8
2025 June	129.1	2.0	2.3	0.9	3.3	0.2	0.1	0.5	0.0	0.2	0.4	1.9	2.8
July	129.1	2.0	2.3	1.1	3.2	0.3	0.2	0.9	0.2	1.0	0.2	1.9	2.9
Aug.	129.3	2.0	2.3	1.1	3.1	0.2	0.2	0.3	0.0	-0.7	0.4	2.0	2.7
Sep.	129.4	2.2	2.4	1.4	3.2	0.1	0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.2	2.2	2.7
Oct.	129.7	2.1	2.4	1.0	3.4	0.2	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.4	2.1	2.4
Nov.	129.3	2.1	2.4	1.0	3.5	0.2	0.1	0.1	0.0	0.9	0.2	2.1	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	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0
2024	2.9	3.2	1.9	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.9	4.9	4.0
2024 Q4	2.7	2.8	2.3	-0.2	0.6	-2.2	3.3	3.0	5.0	-2.2	4.6	4.0
2025 Q1	2.6	2.6	2.9	0.5	0.6	0.4	3.3	2.9	3.9	-1.9	4.2	4.1
Q2	3.1	2.7	4.6	-0.5	0.6	-3.2	3.3	3.0	4.4	-2.1	3.8	3.9
Q3	3.2	2.6	5.2	0.1	0.8	-1.6	3.2	2.9	3.7	-1.2	3.2	3.8
2025 June	3.1	2.6	4.6	-0.3	0.5	-2.6	3.3	3.0	4.0	-1.9	3.5	3.7
July	3.3	2.7	5.4	-0.1	0.8	-2.4	3.2	2.9	4.1	-1.9	3.0	3.9
Aug.	3.2	2.6	5.5	0.0	0.8	-2.0	3.2	2.9	3.6	-1.7	3.1	3.8
Sep.	3.0	2.6	4.7	0.5	0.8	-0.4	3.2	2.9	3.3	-0.1	3.4	3.7
Oct.	2.5	2.3	3.2	0.2	0.6	-0.9	3.2	2.9	3.9	0.6	3.4	3.7
Nov.	2.4	2.2	3.2	0.3	0.5	-0.5	3.2	3.0	3.4	0.1	3.9	3.7

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	Manu- facturing	Total	Inter- mediate 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			
2022	132.7	32.7	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.6	6.8	81.1	11.9	7.3	0.4
2023	130.0	-2.1	1.9	3.7	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.6	-13.3	6.9	-1.2	-8.2
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.3	2.2	2.0	-4.5
2024 Q4	126.2	-1.5	-0.2	0.9	-0.3	1.4	2.0	1.4	1.2	-6.0	1.0	4.1	-1.3
2025 Q1	127.7	2.3	0.7	1.3	0.7	1.7	2.1	1.5	1.6	5.0	1.0	5.3	.
Q2	123.5	0.5	-0.1	1.0	0.2	1.7	2.2	1.9	1.4	-0.7	0.9	5.1	.
Q3	124.1	-0.2	0.4	1.0	-0.2	1.8	2.3	1.8	1.5	-2.5	1.5	.	.
2025 May	122.9	0.3	-0.1	1.1	0.2	1.7	2.2	2.0	1.4	-1.5	-	-	-
June	124.0	0.6	0.1	0.9	-0.1	1.7	2.4	1.8	1.5	0.0	-	-	-
July	124.5	0.2	0.1	1.0	-0.3	1.8	2.3	1.8	1.6	-1.0	-	-	-
Aug.	124.0	-0.6	0.3	1.0	-0.3	1.8	2.3	1.9	1.4	-4.1	-	-	-
Sep.	123.9	-0.2	0.8	0.9	-0.1	1.8	2.3	1.7	1.5	-2.4	-	-	-
Oct.	124.0	-0.5	0.5	0.9	0.1	1.7	1.9	1.1	1.5	-3.9	-	-	-

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).

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	Govern- ment 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	
2022	107.4	5.2	7.1	6.8	4.4	8.1	12.9	17.6	103.8	18.3	28.8	9.6	19.3	27.7	10.9
2023	113.9	6.1	4.8	6.3	3.7	4.1	0.7	-2.2	83.7	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2024	117.3	3.0	2.4	2.3	2.9	1.9	0.9	-0.4	82.0	9.4	13.6	5.1	9.2	12.2	5.5
2024 Q4	118.4	2.4	1.8	1.7	2.3	1.9	1.8	0.4	75.8	17.7	23.5	11.8	17.8	21.9	12.8
2025 Q1	119.0	2.2	2.1	2.0	2.7	1.7	2.2	2.0	76.7	20.0	28.2	11.4	19.2	24.8	12.2
Q2	119.7	2.4	2.1	1.9	2.7	2.1	0.5	-0.3	68.9	-2.0	1.9	-6.2	-2.3	0.6	-6.0
Q3	120.4	2.4	2.2	2.1	2.6	1.8	0.2	-0.5	69.9	-0.7	-0.2	-1.1	-1.8	-1.8	-1.9
2025 June	-	-	-	-	-	-	-	-	72.9	-3.3	-1.0	-5.7	-3.3	-1.2	-6.0
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72.2	-3.2	-3.8	-2.5	-3.3	-3.5	-3.1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	69.1	1.2	2.4	-0.1	-0.4	-0.1	-0.8
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	68.2	0.1	0.8	-0.6	-1.7	-1.8	-1.6
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	65.2	-2.1	-3.4	-0.8	-3.8	-5.3	-2.0
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64.1	-5.0	-8.8	-0.6	-6.4	-9.7	-2.1

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.

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	29.8	22.6	9.5	17.5	28.6
2022	48.5	53.1	27.4	42.1	71.6
2023	9.1	28.8	19.6	14.8	74.5
2024	6.0	14.5	15.2	4.5	55.1
2024 Q4	7.4	13.8	14.9	4.8	48.8
2025 Q1	10.1	16.7	14.7	4.6	50.3
Q2	8.2	16.2	14.0	3.2	49.3
Q3	7.8	16.8	13.7	2.8	47.7
2025 June	6.0	16.3	13.4	2.1	49.1
July	9.1	16.8	13.8	3.2	49.0
Aug.	7.0	16.8	14.8	0.9	47.1
Sep.	7.3	16.9	12.6	4.4	47.1
Oct.	7.8	16.2	12.2	6.6	48.0
Nov.	9.9	18.4	13.3	7.9	47.5

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

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	
2022	105.6	4.5	3.7	6.9	5.0	3.4	3.0
2023	110.4	4.6	4.5	4.8	4.9	4.0	4.4
2024	115.6	4.7	4.7	4.5	4.7	4.5	4.5
2024 Q4	122.5	3.7	4.1	2.6	4.0	3.2	4.1
2025 Q1	112.3	3.7	3.6	3.9	4.2	2.6	2.5
Q2	124.2	3.9	3.8	4.3	4.4	3.0	4.0
Q3	115.5	3.3	3.0	4.0	3.3	3.1	1.9

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												
2022	102.8	3.2	4.2	4.5	8.4	0.7	2.1	5.4	6.0	3.7	2.1	-6.7
2023	109.4	6.4	6.4	8.3	4.6	7.7	2.4	9.7	3.3	5.5	5.1	3.4
2024	114.3	4.5	3.3	5.4	5.9	4.5	3.0	3.5	1.1	3.6	4.7	3.9
2024 Q4	115.4	3.5	2.1	4.6	5.7	4.3	3.0	1.7	1.5	3.7	3.7	2.7
2025 Q1	116.1	3.0	1.9	0.0	5.1	3.9	1.5	4.5	4.2	3.8	4.0	3.2
Q2	117.3	3.1	1.8	0.4	5.6	3.3	0.6	5.8	5.8	4.6	3.9	4.1
Q3	118.3	3.2	1.7	1.3	4.4	3.1	1.1	4.2	6.0	3.7	3.9	5.7
Compensation per employee												
2022	109.0	4.5	4.5	3.9	4.2	6.1	2.8	3.0	4.8	5.7	3.4	8.3
2023	114.8	5.3	4.7	5.6	4.8	5.4	4.9	6.0	3.3	5.9	4.8	5.3
2024	119.9	4.5	3.7	4.3	4.2	4.4	4.0	3.7	3.4	4.8	4.7	4.8
2024 Q4	121.6	4.1	4.8	3.9	4.0	4.2	4.3	2.2	2.8	4.5	4.1	4.4
2025 Q1	122.8	3.9	4.5	3.2	3.9	4.2	3.9	2.9	2.0	4.3	4.3	3.5
Q2	124.1	4.0	4.9	3.6	4.6	3.5	3.7	4.3	3.1	4.3	4.1	4.8
Q3	125.3	4.0	5.0	3.8	3.6	3.9	4.3	3.8	4.1	3.7	4.2	4.7
Labour productivity per person employed												
2022	106.1	1.2	0.2	-0.5	-3.9	5.4	0.7	-2.2	-1.1	2.0	1.3	16.0
2023	104.9	-1.1	-1.6	-2.5	0.2	-2.1	2.5	-3.4	0.1	0.3	-0.3	1.8
2024	104.9	0.0	0.4	-1.0	-1.6	-0.1	0.9	0.2	2.2	1.1	0.0	0.9
2024 Q4	105.3	0.6	2.6	-0.6	-1.6	-0.1	1.3	0.4	1.2	0.8	0.4	1.7
2025 Q1	105.7	0.9	2.5	3.2	-1.1	0.3	2.3	-1.6	-2.0	0.5	0.3	0.3
Q2	105.7	0.8	3.0	3.2	-0.9	0.2	3.1	-1.4	-2.5	-0.3	0.2	0.7
Q3	105.8	0.7	3.3	2.5	-0.8	0.7	3.2	-0.4	-1.8	0.0	0.3	-0.9
Compensation per hour worked												
2022	103.4	3.2	5.8	3.9	4.0	1.7	2.5	3.6	3.3	4.4	3.8	4.9
2023	108.5	4.9	4.1	5.4	4.7	5.1	5.1	5.7	3.6	5.4	4.2	4.5
2024	113.1	4.2	3.7	4.4	4.2	4.3	3.7	3.7	2.8	4.0	4.4	4.5
2024 Q4	114.2	3.7	3.7	4.0	3.9	3.8	4.0	2.8	2.7	3.7	3.5	4.0
2025 Q1	115.7	4.1	4.7	3.8	4.1	4.3	3.8	3.4	2.5	4.5	4.5	2.9
Q2	116.9	4.2	4.7	4.1	4.1	3.6	3.9	4.6	4.1	4.7	4.6	4.1
Q3	117.8	3.8	6.0	3.6	3.4	3.3	4.8	4.0	4.2	3.6	4.1	4.0
Hourly labour productivity												
2022	100.1	-0.1	0.5	-0.6	-4.6	1.2	0.3	-1.6	-3.2	1.2	1.7	11.9
2023	98.9	-1.3	-1.3	-2.7	0.4	-2.1	2.5	-3.4	0.5	0.0	-0.8	1.1
2024	98.7	-0.2	0.0	-1.0	-1.7	-0.1	0.7	0.3	1.6	0.6	-0.3	0.5
2024 Q4	98.7	0.3	1.9	-0.5	-1.7	-0.1	1.0	1.3	-0.3	0.2	-0.1	0.8
2025 Q1	99.5	1.2	3.5	3.8	-0.9	0.8	2.3	-1.1	-1.4	0.8	0.4	-0.4
Q2	99.5	1.2	3.7	3.8	-1.1	0.7	3.4	-1.2	-1.7	0.1	0.6	-0.1
Q3	99.4	0.6	4.1	2.3	-0.8	0.5	3.5	-0.3	-2.9	-0.3	0.1	-1.8

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
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2025 June	2.01	1.93	1.98	2.05	2.08	4.32	0.48
July	1.92	1.89	1.99	2.06	2.08	4.34	0.48
Aug.	1.92	1.89	2.02	2.08	2.11	4.34	0.48
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

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
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	0.41	2.85	2.48	2.47	2.76
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 June	1.86	1.82	1.84	2.16	2.68	0.86	0.32	0.82	1.80	1.96	2.76	3.48
July	1.90	1.89	1.94	2.25	2.76	0.87	0.33	0.87	1.91	2.08	2.83	3.58
Aug.	1.94	1.90	1.92	2.22	2.79	0.89	0.45	0.88	1.89	2.03	2.83	3.72
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

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	
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8	
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6	
2024	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	June	561.8	5,325.1	972.2	257.8	162.5	134.4	317.4	1,161.2	1,110.0	457.0	367.1	801.4	6,030.0	38,458.3
	July	566.7	5,351.7	958.0	261.1	157.2	137.2	324.3	1,192.4	1,098.2	454.6	358.5	805.9	6,296.5	40,173.0
	Aug.	571.9	5,373.8	964.5	254.6	152.4	139.4	348.1	1,188.0	1,048.5	452.3	357.4	835.5	6,408.9	42,299.9
	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
	Oct.	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
Nov.	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	

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
2024 Nov.	0.35	1.76	2.61	2.52	7.96	16.84	6.52	7.69	8.41	4.58	4.27	3.62	3.43	3.16	3.72	3.47
Dec.	0.35	1.76	2.45	2.51	7.91	16.84	6.76	7.48	8.26	4.36	4.15	3.57	3.36	3.09	3.64	3.39
2025 Jan.	0.34	1.75	2.33	2.41	7.80	16.77	7.16	7.69	8.50	4.42	4.06	3.49	2.88	2.97	3.34	3.25
Feb.	0.32	1.55	2.20	2.35	7.75	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	7.41	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	7.27	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	7.35	16.42	6.74	7.46	8.18	4.14	3.53	3.39	3.49	3.17	3.61	3.31
Oct.	0.25	1.21	1.78	2.17	7.38	16.40	6.40	7.42	8.10	4.18	3.52	3.37	3.48	3.16	3.59	3.31

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 to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2024 Nov.	0.81	2.92	2.65	4.80	4.80	4.99	5.29	4.62	4.26	3.85	4.42	4.20	3.70	4.52
Dec.	0.77	2.80	2.80	4.64	4.63	4.78	5.08	4.47	4.13	3.76	4.31	4.06	3.63	4.36
2025 Jan.	0.76	2.67	2.58	4.48	4.35	4.60	4.82	4.33	4.02	3.75	4.18	3.87	3.65	4.25
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	3.45
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.	0.52	1.91	2.47	3.66	3.59	4.12	4.81	3.51	3.42	3.63	3.19	3.26	3.54	3.51

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾							
	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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Short-term															
2022	1,393.4	489.2	142.9	81.2	94.4	666.8	621.7	499.1	199.7	116.9	90.3	48.1	134.3	96.8	
2023	1,574.3	622.7	164.1	105.0	85.7	701.8	659.1	537.2	242.1	117.5	91.3	49.1	128.5	104.6	
2024	1,600.4	581.3	207.0	122.1	70.3	741.9	674.7	522.5	207.6	137.8	107.7	39.8	137.3	110.2	
2025	June	1,610.4	602.7	213.5	129.9	90.0	704.1	633.9	544.3	229.7	147.7	118.3	43.6	123.3	94.7
	July	1,615.3	600.4	217.6	123.7	96.6	700.6	631.3	565.6	238.7	159.1	124.4	47.3	120.6	99.8
	Aug.	1,660.6	632.2	220.4	123.5	98.2	709.9	640.6	534.6	240.4	136.1	109.9	30.9	127.3	103.3
	Sep.	1,633.1	603.5	221.0	131.7	92.6	716.0	635.0	590.0	235.6	159.1	128.5	46.2	149.1	111.6
	Oct.	1,649.4	602.4	208.9	115.6	96.7	741.4	662.5	601.1	228.0	160.2	125.6	45.6	167.2	136.5
	Nov.	1,647.6	613.8	195.7	106.1	91.8	746.3	660.3	518.9	215.3	138.1	114.2	37.2	128.3	104.6
Long-term															
2022	17,803.3	3,909.6	3,106.2	1,394.4	1,432.8	9,354.6	8,644.3	294.5	76.9	68.3	31.7	17.1	132.3	123.0	
2023	19,423.8	4,445.9	3,239.5	1,432.1	1,548.9	10,189.5	9,450.5	322.0	93.4	68.0	31.0	21.3	139.3	130.8	
2024	20,532.1	4,768.5	3,503.2	1,523.7	1,653.1	10,607.4	9,835.6	350.9	89.1	86.0	35.0	27.0	148.8	138.1	
2025	June	21,134.1	4,845.5	3,573.8	1,592.8	1,713.4	11,001.3	10,216.0	470.2	114.4	142.0	84.5	40.0	173.8	163.6
	July	21,206.4	4,874.9	3,620.0	1,604.2	1,721.2	10,990.2	10,201.3	352.9	83.9	97.8	37.6	25.4	145.8	136.5
	Aug.	21,181.2	4,870.2	3,632.3	1,618.2	1,710.9	10,967.9	10,179.7	255.1	53.8	74.9	36.5	10.2	116.3	111.9
	Sep.	21,301.7	4,870.0	3,644.7	1,623.1	1,733.8	11,053.1	10,264.6	422.2	94.1	114.3	43.4	44.0	169.8	161.5
	Oct.	21,460.2	4,913.7	3,691.0	1,638.3	1,743.5	11,112.0	10,312.1	392.3	89.0	115.6	44.5	35.8	151.9	141.1
	Nov.	21,587.3	4,944.4	3,749.3	1,670.8	1,761.6	11,132.1	10,330.1	387.5	99.0	118.1	55.3	40.8	129.6	120.4

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2022	19,196.7	4,398.8	3,249.2	1,475.5	1,527.2	10,021.5	9,266.0	8,688.0	531.1	1,286.4	6,869.9
2023	20,998.1	5,068.7	3,403.6	1,537.1	1,634.6	10,891.2	10,109.6	9,673.3	625.3	1,418.9	7,628.6
2024	22,132.5	5,349.7	3,710.2	1,645.8	1,723.4	11,349.3	10,510.3	10,151.6	755.1	1,585.6	7,810.4
2025 June	22,744.4	5,448.2	3,787.3	1,722.7	1,803.5	11,705.4	10,849.9	10,914.2	1,012.8	1,802.3	8,098.7
July	22,821.7	5,475.3	3,837.7	1,727.9	1,817.8	11,690.9	10,832.6	11,056.7	1,097.7	1,814.0	8,144.6
Aug.	22,841.8	5,502.3	3,852.7	1,741.7	1,809.0	11,677.8	10,820.2	11,086.0	1,119.5	1,838.4	8,127.6
Sep.	22,934.8	5,473.6	3,865.7	1,754.8	1,826.4	11,769.1	10,899.6	11,312.2	1,165.1	1,870.9	8,275.7
Oct.	23,109.6	5,516.1	3,899.9	1,753.9	1,840.2	11,853.4	10,974.6	11,527.1	1,164.1	1,855.4	8,507.2
Nov.	23,234.9	5,558.2	3,945.0	1,777.0	1,853.4	11,878.4	10,990.4	11,503.9	1,204.0	1,857.3	8,442.1
Growth rate ¹⁾											
2025 Apr.	4.4	1.8	8.1	9.6	2.1	4.8	4.7	-0.1	-2.0	-0.3	0.1
May	4.8	3.5	8.0	8.8	3.3	4.6	4.6	-0.1	-1.7	-0.2	0.1
June	5.2	4.7	9.2	11.0	3.2	4.6	4.5	-0.2	-0.9	-0.7	-0.1
July	5.5	4.9	9.3	11.0	3.9	4.8	4.8	-0.1	-0.7	-0.4	0.0
Aug.	5.5	5.4	9.5	11.5	3.4	4.6	4.6	-0.1	-0.5	-0.5	0.0
Sep.	5.1	3.7	9.4	11.5	3.4	4.7	4.7	0.0	0.7	-0.6	0.0
Oct.	5.2	4.0	9.5	10.0	3.2	4.7	4.6	-0.1	0.6	-0.7	0.0
Nov.	5.7	5.0	9.7	9.7	3.7	5.0	4.7	-0.1	0.4	-0.7	-0.1

Source: ECB.

1) 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-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95.3	90.8	93.2	84.2	63.9	82.3	116.1	90.8
2023	98.1	94.0	97.5	88.9	67.3	85.8	121.8	94.7
2024	98.4	94.4	97.6	89.6	67.6	86.9	124.1	95.0
2024 Q4	97.6	93.6	96.7	88.9	66.1	86.1	123.6	94.1
2025 Q1	97.1	93.3	96.1	88.4	63.6	85.4	122.9	93.5
Q2	100.6	96.5	100.8	92.0	65.3	88.7	127.7	96.7
Q3	102.3	98.1	103.3	.	.	.	130.1	98.4
2025 June	101.3	97.0	101.7	-	-	-	128.5	97.2
July	102.3	98.1	102.9	-	-	-	129.9	98.4
Aug.	102.2	98.0	103.2	-	-	-	129.9	98.3
Sep.	102.4	98.3	103.7	-	-	-	130.5	98.7
Oct.	102.1	97.8	103.6	-	-	-	129.9	98.1
Nov.	102.0	97.7	103.7	-	-	-	129.7	97.8
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 Nov.	-0.1	-0.1	0.0	-	-	-	-0.2	-0.3
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 Nov.	4.6	4.4	7.3	-	-	-	5.0	4.0

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
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2024	7.787	25.120	7.459	395.304	163.852	4.306	0.847	4.9746	11.433	0.953	1.082
2024 Q4	7.675	25.248	7.459	407.465	162.549	4.307	0.832	4.9754	11.494	0.936	1.068
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
2025 June	8.270	24.804	7.460	402.078	166.523	4.266	0.850	5.0454	11.009	0.938	1.152
July	8.375	24.625	7.463	399.192	171.531	4.254	0.865	5.0716	11.199	0.932	1.168
Aug.	8.344	24.517	7.464	396.454	171.790	4.261	0.865	5.0651	11.161	0.939	1.163
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
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2025 Nov.	-0.8	-0.3	0.0	-1.5	1.8	-0.3	1.0	0.0	0.2	0.0	-0.6
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2025 Nov.	7.2	-4.2	0.1	-6.1	9.9	-2.2	5.5	2.2	-5.1	-0.7	8.7

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 Q3	34,799.4	33,379.6	1,419.8	12,322.2	9,633.2	13,983.3	15,946.6	8.2	7,165.9	7,799.8	1,319.7	16,660.7
Q4	36,033.2	34,180.5	1,852.7	12,734.9	9,946.1	14,749.7	16,509.1	-2.1	7,155.8	7,725.4	1,394.8	16,712.7
2025 Q1	36,245.3	34,558.7	1,686.6	12,701.6	9,910.1	14,448.6	16,539.6	36.6	7,547.4	8,109.0	1,511.0	16,994.8
Q2	35,846.4	34,411.9	1,434.5	12,383.7	9,659.4	14,516.3	16,720.0	19.3	7,465.1	8,032.5	1,462.1	16,900.6
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2025 Q2	231.1	221.9	9.2	79.8	62.3	93.6	107.8	0.1	48.1	51.8	9.4	109.0
Transactions												
2024 Q4	68.2	-23.1	91.3	56.8	55.1	239.9	178.9	9.7	-242.0	-257.2	3.7	-
2025 Q1	811.7	714.1	97.6	138.2	45.9	213.8	202.1	-8.3	468.8	466.1	-0.8	-
Q2	284.5	192.0	92.5	-66.0	-76.7	200.3	168.5	-2.4	143.8	100.2	8.8	-
Q3	260.1	221.2	39.0	32.4	51.9	214.0	179.9	1.9	5.8	-10.6	5.9	-
2025 Apr.	98.8	79.2	19.5	6.5	15.7	28.4	-36.5	-13.2	72.0	100.0	5.1	-
May	67.5	31.5	36.1	-34.8	-54.7	59.8	76.2	11.1	29.1	10.0	2.3	-
June	118.2	81.3	36.9	-37.7	-37.7	112.1	128.8	-0.3	42.7	-9.8	1.4	-
July	23.5	20.3	3.1	28.9	23.4	51.0	55.5	-2.9	-53.6	-58.5	0.1	-
Aug.	133.4	149.9	-16.5	-2.7	18.4	55.9	58.8	6.6	72.5	72.7	1.2	-
Sep.	103.3	50.9	52.4	6.2	10.2	107.2	65.7	-1.7	-13.0	-24.9	4.6	-
12-month cumulated transactions												
2025 Sep.	1,424.5	1,104.1	320.4	161.4	76.2	868.1	729.4	0.9	376.5	298.5	17.6	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 Sep.	9.1	7.1	2.0	1.0	0.5	5.5	4.7	0.0	2.4	1.9	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											Total
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			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	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	1,537.9	9,767.0	11,304.9	1,365.2	2,568.2	3,933.5	15,238.4	122.3	647.0	51.9	821.2	16,059.6
2023	1,534.0	8,821.3	10,355.2	2,295.2	2,462.7	4,757.9	15,113.1	183.5	740.3	72.8	996.6	16,109.7
2024	1,554.5	9,049.1	10,603.6	2,530.8	2,469.9	5,000.7	15,604.3	253.8	880.6	37.8	1,172.2	16,776.5
2024 Q4	1,554.5	9,049.1	10,603.6	2,530.8	2,469.9	5,000.7	15,604.3	253.8	880.6	37.8	1,172.2	16,776.5
2025 Q1	1,558.2	9,125.3	10,683.6	2,485.3	2,491.1	4,976.3	15,659.9	241.9	894.8	43.6	1,180.3	16,840.2
Q2	1,563.9	9,245.4	10,809.3	2,404.1	2,512.6	4,916.7	15,726.0	257.5	920.6	26.6	1,204.7	16,930.7
Q3 ^(p)	1,574.9	9,321.2	10,896.1	2,354.6	2,538.5	4,893.2	15,789.3	258.6	927.6	7.3	1,193.5	16,982.8
2025 May	1,561.3	9,211.0	10,772.3	2,448.2	2,504.1	4,952.3	15,724.5	247.4	910.1	35.2	1,192.7	16,917.2
June	1,563.9	9,245.4	10,809.3	2,404.1	2,512.6	4,916.7	15,726.0	257.5	920.6	26.6	1,204.7	16,930.7
July	1,567.0	9,247.0	10,814.0	2,405.7	2,519.4	4,925.1	15,739.0	242.8	918.0	24.9	1,185.7	16,924.7
Aug.	1,570.5	9,270.9	10,841.5	2,388.8	2,526.0	4,914.8	15,756.3	240.6	914.8	16.1	1,171.5	16,927.8
Sep.	1,574.9	9,321.2	10,896.1	2,354.6	2,538.5	4,893.2	15,789.3	258.6	927.6	7.3	1,193.5	16,982.8
Oct. ^(p)	1,579.2	9,415.7	10,994.9	2,363.7	2,543.1	4,906.8	15,901.7	247.7	911.3	25.1	1,184.2	17,085.8
Transactions												
2022	68.8	-58.0	10.8	430.2	58.0	488.2	499.0	3.4	3.7	78.4	85.5	584.5
2023	-5.3	-966.3	-971.6	923.3	-100.1	823.2	-148.4	39.8	93.6	23.3	156.7	8.3
2024	21.2	181.3	202.5	202.2	9.8	212.0	414.4	75.6	129.8	-34.7	170.7	585.1
2024 Q4	12.1	170.7	182.8	-55.9	47.7	-8.2	174.6	17.4	21.5	-12.9	26.0	200.6
2025 Q1	3.7	95.0	98.7	-40.2	14.2	-26.0	72.7	-10.5	11.0	8.7	9.3	82.0
Q2	5.7	142.9	148.6	-71.0	21.1	-49.8	98.8	18.3	23.5	-16.9	25.0	123.7
Q3 ^(p)	11.0	79.4	90.4	-49.1	25.9	-23.2	67.2	1.4	4.4	-16.8	-11.1	56.2
2025 May	1.1	32.0	33.1	-9.8	7.8	-2.0	31.0	-8.3	10.3	-4.3	-2.3	28.8
June	2.6	43.7	46.3	-39.8	8.6	-31.2	15.2	11.4	9.8	-9.1	12.0	27.2
July	3.0	-2.2	0.9	-0.9	6.7	5.8	6.7	-15.5	-3.5	-0.8	-19.7	-13.1
Aug.	3.6	29.2	32.7	-14.6	6.7	-8.0	24.8	-1.4	-4.1	-7.8	-13.4	11.4
Sep.	4.4	52.4	56.8	-33.6	12.6	-21.0	35.8	18.3	11.9	-8.2	22.0	57.8
Oct. ^(p)	4.3	58.8	63.1	-10.5	4.5	-6.0	57.1	-17.4	-17.1	17.9	-16.6	40.5
Growth rates												
2022	4.7	-0.6	0.1	46.8	2.3	14.2	3.4	2.8	0.6	479.5	11.5	3.8
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.2	-3.9	20.9	-1.0	32.6	14.5	42.7	19.1	0.1
2024	1.4	2.0	1.9	8.8	0.4	4.4	2.7	41.6	17.5	-50.1	17.2	3.6
2024 Q4	1.4	2.0	1.9	8.8	0.4	4.4	2.7	41.6	17.5	-50.1	17.2	3.6
2025 Q1	1.7	4.4	4.0	0.7	2.3	1.5	3.2	25.7	11.7	-40.5	10.7	3.7
Q2	1.9	5.3	4.8	-5.3	3.4	-1.1	2.9	26.2	11.9	-54.2	11.1	3.5
Q3 ^(p)	2.1	5.5	5.0	-8.4	4.5	-2.1	2.7	11.2	7.0	-82.2	4.3	2.8
2025 May	1.9	5.5	5.0	-2.6	3.1	0.2	3.4	21.4	13.5	-45.8	11.3	3.9
June	1.9	5.3	4.8	-5.3	3.4	-1.1	2.9	26.2	11.9	-54.2	11.1	3.5
July	1.9	5.6	5.1	-5.4	3.7	-0.9	3.1	8.6	9.9	-54.2	6.4	3.3
Aug.	2.0	5.6	5.0	-6.3	3.9	-1.3	3.0	-0.1	7.7	-65.1	2.7	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. ^(p)	2.1	5.7	5.2	-7.9	4.5	-1.8	2.9	0.5	5.4	-46.1	1.9	2.8

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 ²⁾	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													
2022	3,351.7	2,712.3	498.7	134.5	6.2	8,371.0	5,536.9	437.3	2,396.0	0.8	1,304.5	230.5	565.2
2023	3,317.0	2,403.6	770.8	131.0	11.6	8,417.7	5,105.9	1,014.6	2,295.9	1.3	1,258.6	227.0	542.4
2024	3,415.8	2,479.2	792.1	133.4	11.1	8,748.8	5,189.3	1,255.4	2,302.7	1.3	1,358.8	231.9	548.3
2024 Q4	3,415.8	2,479.2	792.1	133.4	11.1	8,748.8	5,189.3	1,255.4	2,302.7	1.3	1,358.8	231.9	548.3
2025 Q1	3,415.8	2,479.9	786.2	139.1	10.6	8,798.5	5,255.9	1,224.6	2,316.8	1.1	1,361.3	228.7	539.4
Q2	3,439.3	2,506.4	779.7	143.9	9.3	8,842.8	5,333.2	1,175.2	2,333.3	1.1	1,360.0	233.3	544.3
Q3 ^(a)	3,469.1	2,538.4	778.9	145.8	6.0	8,900.8	5,402.8	1,139.1	2,357.8	1.1	1,336.6	229.2	537.3
2025 May	3,451.7	2,499.1	801.1	142.0	9.5	8,836.0	5,312.9	1,194.3	2,327.7	1.1	1,350.0	230.8	542.3
June	3,439.3	2,506.4	779.7	143.9	9.3	8,842.8	5,333.2	1,175.2	2,333.3	1.1	1,360.0	233.3	544.3
July	3,456.0	2,516.8	784.9	144.5	9.8	8,870.4	5,356.0	1,173.4	2,340.0	1.0	1,317.1	223.6	547.8
Aug.	3,464.4	2,525.2	784.9	145.0	9.3	8,881.0	5,373.5	1,160.5	2,346.0	1.1	1,309.7	226.5	544.8
Sep.	3,469.1	2,538.4	778.9	145.8	6.0	8,900.8	5,402.8	1,139.1	2,357.8	1.1	1,336.6	229.2	537.3
Oct. ^(a)	3,476.4	2,556.2	763.6	148.0	8.6	8,920.0	5,418.7	1,139.5	2,360.8	1.0	1,403.4	223.7	546.7
Transactions													
2022	115.7	-96.1	207.4	5.9	-1.5	295.4	164.0	74.8	56.5	0.1	6.8	5.0	10.7
2023	-38.9	-313.8	270.9	-1.6	5.6	18.4	-459.0	571.9	-95.1	0.5	-51.0	-2.1	-29.6
2024	89.4	69.7	16.5	3.0	0.2	293.7	49.3	235.9	8.4	0.1	78.7	3.9	3.2
2024 Q4	27.3	59.7	-38.9	7.0	-0.5	120.2	84.5	-4.8	40.1	0.3	34.6	0.5	-2.6
2025 Q1	7.7	6.3	-3.9	5.5	-0.2	51.0	74.0	-30.1	7.4	-0.3	11.4	-2.3	-9.2
Q2	36.0	34.4	-2.4	4.8	-0.8	48.9	80.5	-47.5	15.9	0.0	15.8	5.9	4.9
Q3 ^(a)	34.5	32.6	-0.6	2.0	0.4	58.7	70.1	-35.8	24.5	0.0	-24.4	-4.0	-7.2
2025 May	19.0	12.0	7.6	1.5	-2.0	23.4	29.8	-12.7	6.2	0.1	-14.1	-9.6	2.9
June	-6.1	11.4	-19.4	1.9	0.0	8.5	21.2	-18.3	5.6	0.0	16.5	3.1	2.0
July	13.2	8.2	4.0	0.6	0.4	26.8	22.4	-2.2	6.7	-0.1	-45.4	-10.0	3.5
Aug.	11.3	10.3	0.9	0.5	-0.4	11.7	18.1	-12.5	6.0	0.1	-3.5	3.2	-3.0
Sep.	9.9	14.0	-5.5	0.8	0.5	20.2	29.6	-21.2	11.8	0.0	24.5	2.8	-7.7
Oct. ^(a)	6.7	17.3	-15.4	2.2	2.6	18.6	15.6	0.1	3.0	-0.1	6.7	-5.5	9.0
Growth rates													
2022	3.6	-3.4	70.4	4.6	-17.5	3.7	3.0	20.7	2.4	18.1	0.8	2.2	1.9
2023	-1.2	-11.5	54.2	-1.2	90.8	0.2	-8.2	129.4	-4.0	64.0	-3.8	-0.9	-5.2
2024	2.7	2.9	2.2	2.3	2.0	3.5	1.0	23.2	0.4	3.7	6.1	1.7	0.6
2024 Q4	2.7	2.9	2.2	2.3	2.0	3.5	1.0	23.2	0.4	3.7	6.1	1.7	0.6
2025 Q1	2.4	4.2	-3.9	9.5	-2.8	3.6	3.5	7.5	1.9	6.0	9.9	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	7.9	7.2	2.1
Q3 ^(a)	3.1	5.5	-5.5	15.2	-9.2	3.2	6.1	-9.4	3.9	-0.5	2.8	0.0	-2.6
2025 May	2.6	4.7	-4.8	12.0	7.3	3.6	4.7	0.4	2.6	4.5	9.3	7.0	2.1
June	1.8	4.3	-6.8	13.1	-9.4	3.3	4.9	-2.6	2.8	-8.6	7.9	7.2	2.1
July	2.7	5.0	-5.5	13.8	5.1	3.4	5.4	-4.6	3.1	0.7	5.4	3.7	1.1
Aug.	2.8	5.2	-5.8	14.4	-2.3	3.4	5.6	-5.6	3.3	5.7	1.7	4.1	0.3
Sep.	3.1	5.5	-5.5	15.2	-9.2	3.2	6.1	-9.4	3.9	-0.5	2.8	0.0	-2.6
Oct. ^(a)	3.5	5.7	-5.1	15.4	13.6	3.0	5.8	-9.8	3.9	3.0	3.1	0.8	-0.8

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			
												Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	6,345.2	999.3	5,320.8	15,400.9	13,000.1	13,171.5	5,135.0	6,632.1	1,086.9	146.1	1,565.4	835.5
2023	6,297.5	988.8	5,283.4	15,501.0	13,044.9	13,250.5	5,130.8	6,649.1	1,127.7	137.3	1,559.1	897.0
2024	6,249.8	986.9	5,237.1	15,788.9	13,257.4	13,501.4	5,189.1	6,678.6	1,251.3	138.5	1,580.0	951.5
2024 Q4	6,249.8	986.9	5,237.1	15,788.9	13,257.4	13,501.4	5,189.1	6,678.6	1,251.3	138.5	1,580.0	951.5
2025 Q1	6,267.5	996.6	5,245.0	15,868.4	13,333.5	13,588.9	5,203.4	6,722.3	1,271.1	136.6	1,562.1	972.8
Q2	6,274.4	1,007.8	5,240.5	15,956.2	13,409.7	13,679.3	5,213.5	6,767.1	1,285.1	144.0	1,571.4	975.1
Q3	6,287.6	1,017.1	5,244.4	16,021.5	13,447.3	13,720.1	5,244.9	6,808.9	1,257.9	135.6	1,567.1	1,007.1
2025 May	6,296.1	1,007.8	5,262.2	15,909.6	13,376.9	13,633.2	5,207.4	6,755.9	1,275.9	137.7	1,563.8	968.9
June	6,274.4	1,007.8	5,240.5	15,956.2	13,409.7	13,679.3	5,213.5	6,767.1	1,285.1	144.0	1,571.4	975.1
July	6,285.9	1,012.5	5,247.3	15,980.9	13,420.6	13,687.6	5,222.2	6,779.9	1,281.3	137.1	1,571.1	989.3
Aug.	6,264.1	1,013.8	5,224.2	15,997.4	13,422.1	13,698.1	5,237.5	6,794.4	1,253.9	136.3	1,575.0	1,000.2
Sep.	6,287.6	1,017.1	5,244.4	16,021.5	13,447.3	13,720.1	5,244.9	6,808.9	1,257.9	135.6	1,567.1	1,007.1
Oct.	6,310.6	1,025.3	5,259.2	16,106.3	13,510.9	13,781.9	5,256.9	6,817.8	1,302.2	134.1	1,572.7	1,022.7
Transactions												
2022	177.0	8.7	166.9	635.2	623.6	680.1	268.4	241.7	126.9	-13.4	18.0	-6.4
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	-64.4	-1.2	-63.6	287.6	228.8	273.6	76.1	45.2	106.5	1.0	11.6	47.1
2024 Q4	-5.5	8.1	-13.7	151.2	115.9	115.2	53.5	26.9	30.3	5.2	12.7	22.6
2025 Q1	38.8	9.3	29.5	102.1	98.4	109.4	27.6	48.5	24.3	-1.9	-14.9	18.5
Q2	-17.0	11.1	-28.2	104.9	95.5	106.6	25.0	45.8	16.8	7.8	10.4	-0.9
Q3	19.0	8.3	10.6	67.6	47.0	49.6	35.9	45.0	-25.5	-8.4	-6.4	26.9
2025 May	-13.3	8.3	-21.7	18.0	14.7	13.3	1.1	14.3	-2.1	1.5	-1.4	4.6
June	-18.1	0.3	-18.2	57.1	41.0	52.3	12.7	14.1	7.8	6.5	8.9	7.2
July	16.1	4.6	11.4	19.7	8.2	6.0	7.8	13.6	-6.1	-7.0	-1.6	13.1
Aug.	-15.7	1.3	-17.0	21.3	7.8	15.6	15.6	15.6	-22.6	-0.7	3.3	10.1
Sep.	18.7	2.4	16.3	26.5	30.9	28.1	12.5	15.9	3.3	-0.7	-8.1	3.7
Oct.	9.5	8.1	1.3	73.7	56.3	60.8	12.1	9.8	35.9	-1.5	4.9	12.5
Growth rates												
2022	2.7	0.9	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-8.4	1.2	-0.7
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
2024 Q4	-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 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	2.3	2.1	7.7	11.1	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	7.2
2025 May	0.6	3.3	0.1	2.5	2.6	2.8	2.4	1.9	7.6	5.6	0.4	3.7
June	0.1	2.7	-0.4	2.7	2.8	3.0	2.3	2.1	7.7	11.1	0.8	4.7
July	0.6	3.6	0.0	2.7	2.6	2.8	2.5	2.3	4.8	3.5	1.3	5.8
Aug.	0.1	3.4	-0.5	2.7	2.6	2.8	2.7	2.4	3.3	1.9	1.0	7.1
Sep.	0.6	3.8	0.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.5	3.8	2.0	0.1	7.2
Oct.	0.7	3.9	0.0	2.9	2.9	3.0	2.9	2.6	5.5	-1.1	-0.2	8.0

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										
2022	5,135.0	5,127.1	969.3	1,076.1	3,089.6	6,632.1	6,833.2	714.7	5,214.3	703.1
2023	5,130.8	5,139.1	915.6	1,089.6	3,125.7	6,649.1	6,867.3	731.1	5,229.1	688.9
2024	5,189.1	5,204.0	930.7	1,097.7	3,160.6	6,678.6	6,929.5	744.8	5,255.6	678.2
2024 Q4	5,189.1	5,204.0	930.7	1,097.7	3,160.6	6,678.6	6,929.5	744.8	5,255.6	678.2
2025 Q1	5,203.4	5,224.3	926.5	1,112.4	3,164.5	6,722.3	6,971.9	750.4	5,294.0	678.0
Q2	5,213.5	5,250.2	929.3	1,114.8	3,169.4	6,767.1	7,016.7	757.7	5,333.4	676.1
Q3	5,244.9	5,283.1	927.5	1,127.0	3,190.4	6,808.9	7,061.0	767.3	5,369.2	672.4
2025 May	5,207.4	5,230.9	926.1	1,108.7	3,172.6	6,755.9	7,002.0	754.0	5,324.6	677.3
June	5,213.5	5,250.2	929.3	1,114.8	3,169.4	6,767.1	7,016.7	757.7	5,333.4	676.1
July	5,222.2	5,257.0	925.6	1,120.8	3,175.8	6,779.9	7,030.4	760.3	5,345.9	673.8
Aug.	5,237.5	5,274.5	929.5	1,123.2	3,184.7	6,794.4	7,045.5	764.1	5,357.1	673.2
Sep.	5,244.9	5,283.1	927.5	1,127.0	3,190.4	6,808.9	7,061.0	767.3	5,369.2	672.4
Oct.	5,256.9	5,288.2	934.9	1,126.2	3,195.7	6,817.8	7,073.8	771.1	5,373.8	672.9
Transactions										
2022	268.4	308.0	77.5	77.5	113.4	241.7	250.2	23.0	218.3	0.4
2023	-6.5	24.4	-44.8	10.5	27.8	8.5	26.9	19.1	10.3	-20.9
2024	76.1	88.0	21.8	14.5	39.8	45.2	77.1	26.6	28.3	-9.7
2024 Q4	53.5	45.4	21.0	9.1	23.3	26.9	36.7	10.1	16.0	0.8
2025 Q1	27.6	31.7	-2.4	19.6	10.4	48.5	48.7	8.8	39.8	0.0
Q2	25.0	36.6	8.8	8.0	8.2	45.8	47.4	6.9	37.7	1.1
Q3	35.9	36.5	0.0	13.1	22.8	45.0	47.6	11.2	36.3	-2.5
2025 May	1.1	2.1	-2.4	1.0	2.4	14.3	14.3	1.2	13.3	-0.2
June	12.7	23.4	5.9	7.9	-1.1	14.1	18.0	2.8	9.9	1.5
July	7.8	6.4	-4.2	5.1	6.9	13.6	14.3	3.1	12.5	-2.0
Aug.	15.6	16.9	2.7	3.8	9.1	15.6	16.0	4.2	11.5	-0.1
Sep.	12.5	13.2	1.6	4.2	6.8	15.9	17.3	3.8	12.3	-0.3
Oct.	12.1	5.1	7.2	-2.3	7.2	9.8	19.9	4.3	4.6	0.8
Growth rates										
2022	5.5	6.3	8.7	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
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
2024 Q4	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.4
2025 Q1	2.2	2.4	4.7	3.3	1.1	1.5	1.7	3.7	1.4	-0.7
Q2	2.3	2.7	3.9	4.1	1.3	2.1	2.3	4.5	2.1	-0.3
Q3	2.8	2.9	3.0	4.6	2.1	2.5	2.6	5.0	2.5	-0.1
2025 May	2.4	2.5	4.6	3.4	1.4	1.9	2.1	4.0	1.9	-0.4
June	2.3	2.7	3.9	4.1	1.3	2.1	2.3	4.5	2.1	-0.3
July	2.5	2.9	3.4	4.6	1.5	2.3	2.4	4.5	2.2	-0.1
Aug.	2.7	3.0	3.6	4.7	1.7	2.4	2.5	4.8	2.3	0.0
Sep.	2.8	2.9	3.0	4.6	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

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										
2022	669.5	6,739.9	1,782.4	45.9	2,109.5	2,802.1	1,347.4	375.5	137.2	147.2
2023	476.9	7,337.9	1,826.7	90.5	2,415.1	3,005.6	1,853.9	272.1	152.1	152.6
2024	395.9	7,850.0	1,841.9	117.2	2,590.7	3,300.2	2,666.3	317.4	140.4	136.0
2024 Q4	395.9	7,850.0	1,841.9	117.2	2,590.7	3,300.2	2,666.3	317.4	140.4	136.0
2025 Q1	388.3	7,934.3	1,834.5	121.7	2,576.4	3,401.7	2,793.1	233.7	182.9	161.3
Q2	409.4	7,907.9	1,833.3	129.6	2,562.3	3,382.8	2,827.8	189.5	177.9	165.9
Q3 ^(a)	430.1	8,092.1	1,842.2	132.5	2,589.9	3,527.5	3,052.0	143.9	168.3	168.6
2025 May	451.5	7,957.8	1,830.7	126.2	2,573.4	3,427.5	2,898.8	221.9	181.4	177.6
June	409.4	7,907.9	1,833.3	129.6	2,562.3	3,382.8	2,827.8	189.5	177.9	165.9
July	397.0	7,958.1	1,835.1	132.5	2,583.8	3,406.7	2,864.3	148.7	173.5	166.9
Aug.	412.7	7,967.2	1,839.2	132.9	2,575.7	3,419.4	2,885.2	161.0	206.3	179.4
Sep.	430.1	8,092.1	1,842.2	132.5	2,589.9	3,527.5	3,052.0	143.9	168.3	168.6
Oct. ^(a)	441.4	8,212.6	1,849.1	132.4	2,614.5	3,616.6	3,182.1	140.8	297.9	242.5
Transactions										
2022	-72.6	52.1	-89.1	-4.5	12.5	133.3	-61.4	-186.8	10.4	18.0
2023	-199.0	325.1	24.9	40.2	227.5	32.5	437.1	-191.7	17.1	9.0
2024	-80.6	279.7	15.1	26.7	164.8	73.1	532.5	28.5	-11.7	-16.7
2024 Q4	-9.8	82.6	4.8	3.2	11.1	63.5	85.8	41.9	-44.5	-52.6
2025 Q1	-7.2	4.6	-4.3	5.6	11.5	-8.3	21.1	-82.7	42.4	25.3
Q2	21.2	35.0	4.3	7.9	36.5	-13.7	127.0	-34.9	-5.0	4.7
Q3 ^(a)	19.1	35.4	9.0	3.6	31.3	-8.5	62.4	-38.3	-9.6	2.7
2025 May	19.7	31.7	-0.8	2.4	29.3	0.9	51.4	24.0	-13.2	4.2
June	-42.1	13.8	5.0	3.3	10.7	-5.2	6.6	-46.7	-3.6	-11.7
July	-14.0	9.3	0.4	2.9	11.0	-5.0	-4.9	-48.6	-4.4	1.0
Aug.	15.7	8.6	5.3	0.3	1.5	1.4	14.4	15.7	32.8	12.4
Sep.	17.4	17.5	3.3	0.3	18.7	-4.9	52.8	-5.3	-38.0	-10.7
Oct. ^(a)	10.4	19.3	6.0	-0.2	18.6	-5.1	29.1	-42.1	60.7	21.1
Growth rates										
2022	-9.8	0.8	-4.8	-13.0	0.5	4.7	-	-	7.8	12.7
2023	-29.6	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-16.9	3.8	0.8	29.5	6.9	2.3	-	-	-7.7	-10.9
2024 Q4	-16.9	3.8	0.8	29.5	6.9	2.3	-	-	-7.7	-10.9
2025 Q1	-6.6	2.5	0.3	17.9	3.5	2.5	-	-	2.7	-7.4
Q2	-0.9	2.3	0.6	19.4	3.8	1.6	-	-	-2.6	-6.0
Q3 ^(a)	5.7	2.0	0.8	17.9	3.6	1.0	-	-	-9.0	-10.5
2025 May	7.8	2.4	0.5	17.4	3.5	2.2	-	-	14.0	7.6
June	-0.9	2.3	0.6	19.4	3.8	1.6	-	-	-2.6	-6.0
July	-1.7	2.4	0.9	20.5	4.0	1.3	-	-	4.0	7.8
Aug.	-3.5	2.1	1.1	19.6	3.2	1.3	-	-	6.8	5.1
Sep.	5.7	2.0	0.8	17.9	3.6	1.0	-	-	-9.0	-10.5
Oct. ^(a)	1.7	2.1	1.2	16.4	4.1	0.6	-	-	35.0	10.2

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 Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.4
Q4	-3.1	.	.	.	.	-1.2
2025 Q1	-3.0	.	.	.	.	-1.0
Q2	-2.8	.	.	.	.	-0.9

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 Q3	46.3	45.4	13.3	12.3	14.7	0.9	49.5	44.4	9.9	5.9	1.9	22.7	5.2
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	49.5	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	49.5	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	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 Q3	87.7	2.2	11.7	73.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 Q3	-0.3	1.4	0.0	-0.2	-0.4	0.1	0.1	0.0	0.3	-0.1	-1.7	2.9
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	1.0	0.6	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	-1.3	3.3
Q2	0.5	0.9	0.9	0.7	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-1.3	3.5

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
2022	12.8	11.6	4.1	1.2	0.3	8.1	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	12.8	11.5	4.1	1.3	0.3	8.1	2.0	1.3	2.1	2.0	1.7	3.6	2.0
2024	12.4	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2024 Q4	12.4	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025 Q1	12.4	10.9	3.7	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	2.0	2.2	1.9	3.3	2.9
Q2	12.9	11.4	3.2	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.1	3.1	2.8
Q3	13.3	11.8	3.7	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	1.5	2.2	1.9	2.9	2.6
2025 May	12.8	11.4	3.2	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.8	2.2	2.0	3.2	2.8
June	12.9	11.4	3.2	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.1	3.1	2.8
July	12.9	11.4	3.6	1.5	0.4	8.3	2.1	1.3	1.6	2.2	2.0	3.0	2.7
Aug.	13.1	11.6	3.8	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	1.4	2.2	2.0	2.9	2.7
Sep.	13.3	11.8	3.7	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	1.5	2.2	1.9	2.9	2.6
Oct.	13.1	11.6	3.4	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	1.5	2.2	1.9	2.8	2.6

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
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 Q3	-4.3	-2.8	-2.7	4.3	0.8	-2.8	-5.7	-2.1	-5.2	3.6
Q4	-4.4	-2.7	-1.7	4.0	1.2	-3.2	-5.8	-1.9	-3.4	4.1
2025 Q1	-4.6	-2.4	-1.2	4.0	2.5	-3.2	-5.7	-2.6	-3.4	4.2
Q2	-4.7	-2.2	-0.9	3.7	2.2	-3.2	-5.6	-3.0	-2.9	4.4
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 Q3	104.8	62.0	23.8	40.0	158.3	104.2	113.7	59.2	135.6	66.7
Q4	103.9	62.2	23.5	38.3	153.6	101.6	113.2	57.4	134.9	62.8
2025 Q1	106.0	62.0	23.9	34.5	152.4	103.4	114.1	58.3	137.4	62.1
Q2	106.2	62.4	23.2	33.3	151.2	103.4	115.8	57.5	138.3	61.2

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	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 Q3	-1.7	-1.4	0.5	-3.0	-0.3	-3.9	0.6	-1.7	-5.2	-4.2
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	-4.2
Q2	-1.7	-1.8	-0.4	-4.0	-1.4	-4.9	0.5	-1.8	-4.8	-3.9
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 Q3	47.4	38.0	25.6	44.9	42.6	81.6	95.9	66.3	60.1	82.2
Q4	46.6	38.0	26.3	46.2	43.7	79.9	93.6	66.6	59.7	82.5
2025 Q1	45.4	40.4	26.1	46.7	43.2	83.1	95.0	69.5	63.2	84.2
Q2	48.0	39.1	25.1	46.9	42.7	82.3	96.8	69.4	62.9	88.4

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2025

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. Preводе pripravljajo in objavljajo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 17. december 2025.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-25-081-SL-N (pdf)